



Guillermo Ferrero Alvarez-Calderón^(*)
y Antonio Guarniz Izquierdo^(**)

La Regulación de la Asistencia Financiera^(***)^(****)

Regulation of Financial Assistance

Resumen: El presente artículo se centra en el estudio de un tema societario bastante controvertido: las operaciones de adquisición de acciones contando compras apalancadas. Este ha dado lugar al aumento de fondos de inversión especializados que, como en el Perú, se valen de estas operaciones para desarrollar sus actividades. Sin embargo, todo esto no ha sido pasado por alto por la regulación, pues esta le ha impuesto ciertas restricciones. Es así que luego de analizar el fenómeno de las compras apalancadas, el artículo hace un análisis de su regulación para finalmente brindar una posible forma de regulación alternativa.

Palabras clave: Asistencia Financiera - Compra Apalancada - Fondos de Inversión - Ley General de Sociedades

Abstract: This article focuses on the study of a corporate rather, that is a controversial topic: the acquisitions of shares counting on leveraged buyouts. This has led to increased specialized investment funds, as in Peru, they use these operations to develop their activities. However, the current situation has not been overlooked by the regulation, since this has imposed certain restrictions. After analyzing the phenomenon of leveraged buyouts, the article makes an analysis of the actual regulation to finally provide a possible alternative regulation.

Keywords: Financial Assistance - Leveraged Buyout - Investment Funds - General Law of Corporations

-
- (*) Abogado por la Universidad de Lima. Master en la Universidad de Nueva York. Catedrático de diversos cursos de Derecho Corporativo en la Pontificia Universidad Católica del Perú y de la escuela de postgrado de la Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas. Experto en Derecho Corporativo. Socio de Ferrero Abogados.
- (**) Abogado por la Pontificia Universidad Católica del Perú. Master en la Universidad de Columbia. Catedrático en la Pontificia Universidad Católica del Perú. Experto en Derecho Financiero. Socio de Ferrero Abogados.
- (***) El presente artículo expresa la opinión personal de los autores, que no es necesariamente compartida ni compromete la opinión ninguna de las instituciones de las que ellos son parte o con las cuales se encuentran afiliados.
- (****) Nota del Editor: El presente artículo fue recibido el 17 de agosto del 2015 y aprobada su publicación el 20 de agosto del mismo año.

1. Introducción

El fenómeno de las operaciones de adquisición de acciones contando con asistencia financiera por parte de la misma empresa objetivo, también llamadas *compras apalancadas* (se acostumbra utilizar el término en inglés *leveraged buyout*) es uno de los temas societarios que ha sido objeto de mayor debate. La razón de ello es que, por un lado, bajo determinadas circunstancias puede llegar a representar una situación plagada de conflictos de intereses. En estos casos, pueden producirse muchas preocupaciones relativas a gobernanza corporativa. Después de todo, los accionistas (tanto los vendedores como los compradores) no son los únicos ni son necesariamente los más legítimos interesados (en el ámbito del estudio de la gobernanza corporativa, se acostumbra utilizar el término en inglés *stakeholders*) en una sociedad y a veces parecen ser los únicos beneficiados con la asistencia financiera.

Por otro lado, sin embargo, esta forma de hacer negocios ha generado valor para muchas empresas, al facilitar el cambio de control hacia las manos de un controlador más eficiente que, libre de la carga del financiamiento de la compra, puede destinar sus recursos propios a hacer inversiones adicionales en la misma empresa. De esta forma la revalorización de la empresa objetivo, gracias al nuevo controlador más eficiente, sí beneficia a todos los legítimos interesados en esa empresa.

Siendo un tema tan debatido, no resulta extraño que diferentes juristas y diferentes legislaciones hayan tomado posición, sea más permisiva o más restrictiva. No obstante todo ello, la asistencia financiera ocurre y es un mercado en crecimiento en todo el mundo⁽¹⁾. Los inversionistas ven la asistencia financiera como una forma rentable (y, por lo tanto, atractiva) de adquirir empresas y destinan cada vez más recursos a este esquema de inversión. Esto da lugar a la proliferación de fondos de inversión especializados que desarrollan sus actividades privilegiando esta estructura de operación.

NUESTRA PROPUESTA DE NORMA
PRETENDE PERMITIR NO SÓLO
EL ESQUEMA DE LA COMPRA
APALANCADA VÍA FUSIÓN SINO
OTORGAR LA SEGURIDAD JURÍDICA
DE QUE CUALQUIER ESQUEMA
DE COMPRA APALANCADA ES
LÍCITO, SIEMPRE QUE OTORQUE
A LOS ACCIONISTAS DISIDENTES
Y A LOS ACREEDORES UNA JUSTA
OPORTUNIDAD DE HACER VALER
SUS DERECHOS.

En el Perú operan varios fondos de inversión que desarrollan operaciones basados en la asistencia financiera de sus empresas objetivo. Incluso algunos de estos fondos son administrados por sociedades administradoras locales. En estos fondos, de hecho, participa la mayor parte de los inversionistas institucionales locales, tales como administradoras de fondos de pensiones y compañías de seguros. No hay duda de que, también en el Perú, la adquisición de acciones cuya estructura descansa en la asistencia financiera de la empresa objetivo es una parte importante y creciente del mercado.

Nuestra Ley General de Sociedades ciertamente regula esta situación y establece determinadas restricciones que revisaremos como parte de este trabajo. Sin embargo, el

(1) Las operaciones de compra apalancada (LBO) representan en torno a un 25%-30% del total de fusiones y adquisiciones que tienen lugar en el ámbito internacional. En el 2006, la distribución geográfica del volumen total de operaciones, según nacionalidad de las empresas objetivo (adquirida o absorbida), fue de forma aproximada (según datos procedentes de la base de datos de *Thomson-Financial*) la siguiente: 48% en Estados Unidos, 35% en la IE, y en Australia y países asiáticos, del 8%. Véase: Banco de España, *Estabilidad Financiera* 13, 37 y 38.



Guillermo Ferrero Álvarez-Calderón y Antonio Guarniz Izquierdo

principal objetivo de este trabajo no es interpretativo. Más bien, partiremos de la interpretación de las actuales normas que regulan esta situación para proponer una forma de regulación que procure balancear los intereses involucrados en estas operaciones y, al mismo tiempo, otorgar la mayor seguridad jurídica y predictibilidad a los inversionistas.

2. Las compras apalancadas

Como en casi toda definición, el concepto de compras apalancadas tiene un entendimiento general, común en el mercado pero, entre la doctrina, existen diferencias de matices entre lo que algunos autores incluyen dentro del concepto respecto de otros.

Para efectos de este trabajo, entenderemos como compras apalancadas aquellas operaciones que cumplen simultáneamente las siguientes condiciones: (i) tienen por objeto la compra de acciones emitidas por una sociedad objetivo; (ii) el comprador financia con deuda la mayor parte del precio de compra; y, (iii) la empresa objetivo es la que finalmente asume la deuda generada por el préstamo hecho para la compra o, al menos, la garantiza.

Hay dos elementos que son pertinentes a esta definición y que conviene aclarar. En primer lugar, en esta definición hablamos de *adquisición de acciones* y no de *adquisición de empresas* o *toma de control*. La adquisición de acciones sería una forma (tal vez la más usual o la más directa) a través de la cual puede tomarse el control en una empresa, pero no la única.

Ahora bien, cuando hablamos de *toma de control* nos estamos refiriendo a la adquisición o acumulación de un porcentaje tal de derechos políticos (varía de una empresa a la otra, en función de los estatutos, la dispersión accionaria y la tenencia previa del adquirente, entre otros elementos) que el adquirente obtiene la capacidad de dirigir la administración de la empresa.

Entendida de esta manera, la *toma de control*, como hecho económico, puede llevarse a cabo a través de una multitud de mecanismos que no se limitan a la compra de acciones. Además de comprar las acciones emitidas por una empresa,

un inversionista puede *tomar control* de una empresa, a través de la adquisición de todos o de una parte sustancial de sus activos, cesión de derechos políticos, compra de acreencias concursales, aumentos de capital, disminuciones de capital, modificaciones de derechos políticos de las acciones que no afectan la cifra del capital social, fusiones, escisiones y, por supuesto, a través de la combinación de dos o más de estos mecanismos.

Con la suficiente ingeniería financiera, es posible que varios de estos mecanismos, tal vez todos, puedan ser utilizados para que un nuevo controlador *tome control* de una empresa, endeudando a la propia empresa objetivo para lograrlo. Tomemos por ejemplo, la adquisición de una empresa a través del mecanismo de reducción de capital. Imaginemos una empresa que tiene un accionista mayoritario y uno minoritario. Esta empresa tiene grandes utilidades financieras, aunque éstas no estén reflejadas en activos líquidos⁽²⁾. El minoritario desea *adquirir* la empresa. Para lograrlo, la empresa obtiene un préstamo y, a continuación, ejecuta una reducción de capital con devolución de aportes únicamente a favor del accionista mayoritario. El minoritario queda como controlador y es la empresa la que recibe la carga financiera de la deuda que se requirió para completar la operación.

La razón por la que este artículo no estará enfocado la asistencia financiera realizada respecto de cualquier mecanismo de *toma de control* sino exclusivamente en los que involucran compras de acciones, es que estos últimos son los únicos que se encuentran regulados (restringidos) expresamente por la Ley General de Sociedades.

(2) Cuando las utilidades se corresponden con activos líquidos, lo usual es que éstas se repartan y no que queden como Resultados Acumulados.

La Regulación de la Asistencia Financiera *Regulation of Financial Assistance*

En segundo lugar, cuando nos referimos a adquisición de acciones, en nuestra definición no estamos excluyendo aquellas adquisiciones de acciones que no constituyen una *toma de control*. Esta situación puede parecer inusual. ¿Por qué una empresa habría de asistir financieramente a un accionista que no es el mayoritario? Más bien, para ponerlo en términos más crudos, aunque más precisos, ¿por qué el accionista mayoritario habría de permitir que la empresa que él controla asuma la carga financiera de una deuda para beneficio del accionista minoritario?

La asistencia financiera ciertamente es un fenómeno más raro cuando el favorecido no es el accionista mayoritario, pero no es insólito. Por ejemplo, algunas empresas elaboran programas de entregas de acciones a sus trabajadores y esa adquisición de acciones puede estar o no acompañada de facilidades financieras para la adquisición. Ya sea que la empresa garantice el financiamiento otorgado por un tercero o que la empresa otorgue directamente el crédito que, como en cualquier venta a plazo, podría estar naturalmente garantizado por el bien que se vende: las propias acciones. En consecuencia, es una operación que entraría dentro de los alcances de la asistencia financiera.

Si bien este último ejemplo deja atrás uno de los problemas de gobierno corporativo más típicos (la posible actitud abusiva del mayoritario respecto del minoritario) presenta los mismos problemas de cara a los otros legítimos interesados en la empresa.

3. Razones de la regulación

La asistencia financiera ha sido regulada y, más específicamente, limitada por muchas legislaciones incluyendo la peruana. Las razones de la regulación responden a los típicos temas de gobernanza corporativa, como veremos a continuación.

3.1. Mayoritario versus Minoritario

La primera razón para imponer restricciones a la asistencia financiera es la protección de las minorías. Considerando que la empresa tiene que tomar la decisión de asumir la carga financiera de una deuda en beneficio de un accionista vendedor, existe una potencial situación de abuso: el accionista mayoritario saliente (el que vendió) obtiene el beneficio de un mayor precio por sus acciones; mientras que el accionista

mayoritario entrante (el que compró) obtiene el beneficio de haber comprado sin asumir la deuda por la compra. El accionista minoritario, por su parte, sufre (en su porcentaje) el detrimento patrimonial por el mayor pasivo de la empresa y no obtiene ningún beneficio de la operación. Al menos, no obtiene ningún beneficio directo.

En nuestra opinión, esta justificación es plenamente válida para el establecimiento de restricciones o limitaciones a la asistencia financiera. Sin embargo, debe notarse que hablamos de restricciones y no de prohibiciones. La situación descrita es una de potencial abuso pero en muchos casos es posible que los intereses del accionista minoritario estén perfectamente alineados con la asistencia financiera. Se requiere realizar una evaluación cualitativa. En otras palabras, se requiere evaluar las circunstancias concretas de la operación.

Esto se debe a que no sería correcto afirmar que al accionista minoritario le es indiferente la identidad del accionista mayoritario (es decir, el controlador) de la empresa. Por el contrario, al revalorizar su propia participación en la empresa el controlador hará que, en proporción, el accionista minoritario también gane. En consecuencia, es posible que sea del mayor interés del accionista minoritario el poder generar los mecanismos y brindar las facilidades necesarias para que un nuevo accionista mayoritario se haga del control de la empresa.

Por lo tanto, siendo ésta una razón válida para regular la asistencia financiera, no nos parece una razón válida para prohibirla.

3.2. Socios versus Acreedores

Una segunda razón usualmente se esgrime para la restricción o limitación de la asistencia financiera es la protección de los derechos preferentes de los acreedores. Como nos



Guillermo Ferrero Álvarez-Calderón y Antonio Guarniz Izquierdo

dice la doctrina del derecho de las organizaciones, cuando los socios efectúan un aporte a la sociedad, generan simultáneamente dos efectos: el de la separación afirmativa de activos y el de la separación defensiva de activos.

La separación defensiva de activos es la limitación de responsabilidad. En otras palabras, el hecho de que los socios no respondan con su propio patrimonio por las deudas de la sociedad. Como sabemos, este efecto es el menos importante puesto que existen incluso tipos societarios (en el Perú, por ejemplo, la sociedad civil ordinaria y la sociedad colectiva) en los que la separación defensiva no existe. Por lo tanto, la separación defensiva de activos no es connatural a la creación de una nueva persona jurídica.

Por el contrario, la separación afirmativa de activos es el efecto más importante de la constitución de una sociedad. Este efecto consiste en el exacto recíproco del anterior: los activos aportados a la sociedad, se consagran a responder por las deudas sociales y, por lo tanto, no responden ya por las obligaciones de los socios aportantes.

La separación afirmativa implica que los acreedores tienen, respecto de los activos sociales, derechos que son preferentes a los derechos de los socios. Esto se expresa en la prelación de cobranza establecida por el ordenamiento legal: todos los derechos de crédito deben satisfacerse antes de que los socios puedan tener acceso al remanente de liquidación de una sociedad.

En este marco, la Ley General de Sociedades limita aquellas situaciones en las que los socios puedan distorsionar esta preferencia, adelantando el pago de sus derechos antes de que los acreedores puedan satisfacer los suyos. Un claro ejemplo de esto es el procedimiento de la reducción de capital, en el que la sociedad debe publicar un aviso para que los acreedores puedan ejercer su derecho de oposición. Este aviso y el derecho de oposición tienen por objeto que los acreedores puedan cerciorarse de que el socio no retire su aporte si la acreencia no está razonablemente asegurada.

En esta línea de ideas, otro ejemplo es el de las limitaciones a la autocartera. Si la sociedad compra acciones de su propia emisión, lo que está logrando finalmente es devolver dinero a los socios. Es por este motivo que la Ley General de Sociedades pone varios límites a esta situación, tanto

cuantitativos (porcentaje máximo del capital social que puede ser materia de autocartera) como cualitativos (en qué circunstancias y con cargo a qué cuentas pueden realizarse operaciones de autocartera).

En algunas ocasiones, la doctrina ha considerado que la asistencia financiera comparte con la autocartera la misma lógica económica. Consecuentemente, las limitaciones a la asistencia financiera, cobrarían sentido en el mismo marco en que existen limitaciones a la autocartera. Nótese, sin embargo, que en realidad esto es muy discutible. En la autocartera, la sociedad compra sus propias acciones y, por ello, el accionista obtiene un valor por su inversión, siendo que la sociedad no tiene ningún reclamo frente a él. En la asistencia financiera, siempre que la sociedad asuma la deuda de un tercero (sea por haberse obligado directamente o por haber honrado una garantía) la sociedad tiene un reclamo contra el deudor original. En consecuencia, el accionista que recibe la asistencia financiera no está en la misma posición respecto de la sociedad que el accionista que vende sus acciones a la propia sociedad. De hecho, es esta línea de argumentación lo que ha hecho que la doctrina debata respecto a si protección de los derechos preferentes de los acreedores en realmente un motivo válido para limitar la asistencia financiera.

3.3. Sociedad versus terceros

Desde nuestro punto de vista, la regulación de la asistencia financiera no debería estar basada en la preocupación por los accionistas ni en la preocupación por los acreedores, sino en una preocupación anterior y fundamental que recoge ambos intereses. Esto es, en la protección de los intereses de la sociedad, frente a los intereses de cualquier tercero, incluyendo a sus socios.

Efectivamente, como hemos señalado más arriba, al constituir la sociedad los socios

La Regulación de la Asistencia Financiera *Regulation of Financial Assistance*

hacen un aporte que se consagra a la consecución de los fines sociales. La sociedad se convierte en persona (es decir, sujeto de derechos) para efectos legales y este patrimonio es confiado a los administradores para que desarrollen el objeto social.

También hemos indicado más arriba cómo es que la sociedad tiene muchos legítimos interesados (*stakeholders*) que no se limitan a sus accionistas y acreedores (es decir, sus actuales acreedores, puesto que todos los legítimos interesados pueden eventualmente convertirse en acreedores). La gobernanza supone que los administradores utilicen ese patrimonio para atender adecuadamente los intereses de todos estos legítimos interesados.

Dado que todos estos intereses se atienden cuando la sociedad funciona adecuadamente, la mejor forma en que los administradores pueden saber que están cumpliendo su función es privilegiar los intereses de la sociedad respecto a los de cualquier tercero. Si la sociedad transfiere recursos en exceso a cualquiera de sus legítimos interesados (paga impuestos en exceso, paga dividendos en exceso, paga salarios en exceso, etcétera) termina extrayendo rentas a los demás. Dicho de otra manera, si los administradores cumplen con su función de privilegiar los intereses sociales frente a cualquier otro, no debería generar preocupación la aparente contradicción de intereses entre grupos de interesados. Por ejemplo, entre mayoritarios y minoritarios o entre socios y acreedores.

Inclusive cuando la sociedad realiza actos que legalmente califican como una liberalidad, lo que debe estar en el fondo de esa liberalidad es una evaluación de los administradores respecto de que ella repercutirá en beneficios para la sociedad.

Así, por ejemplo, cuando la sociedad condona una deuda porque estima que el costo de la cobranza no se justifica en función de la posibilidad de recuperación, cuando transfiere recursos a una comunidad para obtener la licencia social relacionada con un proyecto, cuando hace regalos por navidad a sus clientes o proveedores; en todos los casos, los administradores deben realizar tales acciones teniendo como meta un beneficio para la sociedad. Inclusive si es beneficio no es inmediato y/o no es cuantificable.

La obligación de los administradores de utilizar los activos sociales únicamente para el cumplimiento de los fines sociales y en defensa de los intereses de la sociedad, está consagrada en la Ley General de Sociedades tanto para el Directorio como para la Gerencia.

Respecto del Directorio, el artículo 180 de la norma establece que los Directores no pueden adoptar acuerdos que no cautelen el interés social sino sus propios intereses o los de los terceros relacionados. Por su parte, respecto de la Gerencia, el artículo 190, inciso 6 de la norma señala que el gerente es particularmente responsable por el empleo de los recursos sociales en negocios distintos al objeto de la sociedad.

Desde luego, existen situaciones en las que el interés de la sociedad (como ente independiente) se contrapone irreconciliablemente con los intereses de sus socios. Por ejemplo, la escisión de la sociedad o su fusión (especialmente cuando la sociedad es absorbida) son casos en los que frecuentemente no existe forma de cautelar el interés social. No hay manera de sostener que la sociedad resulte beneficiada con su extinción o que resulte beneficiada con la pérdida de activos sin ninguna contraprestación (asumiendo que lo que se escinde es un bloque patrimonial positivo).

La solución del Derecho es que en estos casos en los que no es posible cautelar el interés social (porque la operación probablemente sólo tenga sentido desde el punto de vista de los intereses de los socios) es que la decisión no pueda ser tomada únicamente por los administradores sino que deben participar los socios. En estos mismos casos, además, los acreedores tienen la posibilidad de manifestarse, ejerciendo su derecho de oposición.



Guillermo Ferrero Álvarez-Calderón y Antonio Guarniz Izquierdo

Teniendo en cuenta todo lo anterior, las preguntas que cabría hacerse en relación con la asistencia financiera son: (i) ¿la asistencia financiera debería estar sujeta a prohibiciones o sólo a limitaciones?; (ii) ¿cuál podría ser el beneficio de la sociedad en una operación que involucre asistencia financiera?; y, (iii) ¿quién debería aprobar las operaciones de asistencia financiera?

4. Regulación actual de la Ley General de Sociedades

4.1. Interpretación lógica versus interpretación restrictiva

La actual regulación de la asistencia financiera en el Perú se encuentra en el artículo 106 de la Ley General de Sociedades:

“Artículo 106.- Préstamos con garantía de las propias acciones

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”.

El artículo 106 de la Ley General de Sociedades es una de esas normas en las que existe una tensión entre la interpretación lógica de la norma y la interpretación restrictiva que debe hacerse de cualquier disposición que restringe derechos.

Por un lado, existe consenso en la doctrina respecto de la finalidad de la norma: prohibir ciertas formas de asistencia financiera. En este sentido, se propone que la interpretación se haga no sólo de manera literal sino atendiendo lógicamente a la finalidad antes descrita.

Consideremos como ejemplo una situación típica de compra apalancada: una persona asume una deuda para comprar acciones. Luego de haberlas adquirido, y considerando que con esa adquisición se convirtió en el accionista mayoritario

de la empresa, con noventa por ciento de las acciones, genera que la empresa adopte los acuerdos necesarios para que ésta lo sustituya como obligado (novación subjetiva) en la deuda en la que él incurrió originalmente para comprar las acciones.

Si la revisamos con cuidado, la norma no prohíbe literalmente que la sociedad asuma la deuda de un tercero (inclusive en el contexto de la compra de las propias acciones). Lo que prohíbe es que la sociedad otorgue préstamos (lo cual le generaría una cuenta por cobrar en el activo) o que preste garantías (lo cual ni siquiera se registraría en el estado de situación porque se trataría de una contingencia) pero no dice nada respecto a que asuma un pasivo.

No obstante lo anterior, aunque no se trata de una situación expresamente contemplada por la norma, es probable que la doctrina considerase que la operación descrita en nuestro último ejemplo constituye asistencia financiera prohibida por el artículo 106 de la Ley General de Sociedades.

Por otro lado, tenemos el artículo IV del Título Preliminar del Código Civil que prohíbe que se aplique por analogía una ley que establezca excepciones o restrinja derechos. Desde luego, la analogía es un método de integración, no de interpretación⁽³⁾, y muchos autores aducen que la interpretación extensiva⁽⁴⁾ presenta diferencias respecto de la analogía y que lo único que está prohibido es esta última. No obstante, para los que sostienen esa teoría, la línea entre una figura y otra puede ser muy tenue y subjetiva. ¿Aplicar el artículo 106 de la Ley General de Sociedades al ejemplo que

(3) Marcial Rubio Correa, *El Sistema Jurídico. Introducción al Derecho* (Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, 2000), 264.

(4) La interpretación extensiva propiamente no existe. No hay un método interpretativo llamado “interpretación extensiva”. En todo caso, cualquier interpretación distinta de la literal es extensiva. Véase: Rubio Correa, *El Sistema Jurídico. Introducción al Derecho*, 257.

La Regulación de la Asistencia Financiera *Regulation of Financial Assistance*

propusimos en los párrafos precedentes constituye analogía o interpretación extensiva?⁽⁵⁾

El artículo IV del Título Preliminar del Código Civil constituye un principio general del Derecho que nos lleva a concluir que todo lo que no se encuentre expresamente prohibido por la norma, debería considerarse permitido.

Así, dado que existen muchas vías para llevar a cabo la asistencia financiera y dado que varias de ellas nos llevan a la misma, o prácticamente la misma, situación económica, la pregunta de fondo es si es que estas vías alternativas son legales o no. Si el operador del Derecho a quien corresponde tomar una decisión sobre un caso concreto (juez, árbitro u otro) se apega a una lectura más literal y restrictiva del artículo 106, debería concluir que las vías alternativas son legales. Si, por el contrario, su manera de interpretar el 106 es más amplia, podría concluir que las vías alternas constituyen fraude a la ley o abuso de derecho.

4.2. Alcances de la norma

Si asumimos el artículo 106 de la Ley General de Sociedades tiene por objeto restringir al menos ciertas formas de asistencia financiera, basándose en las razones que hemos descrito en el apartado 3 precedente, el objetivo no está enteramente cumplido. Esta norma no tiene una redacción particularmente buena y requiere de mucha *ayuda* interpretativa para que llegue a cumplir su función.

La prohibición parece hacer referencia a cuatro situaciones diferentes: (i) que la sociedad otorgue préstamos para la adquisición de sus propias acciones; (ii) que la sociedad preste garantías para la adquisición de sus propias acciones; (iii) que la sociedad otorgue préstamos con la garantía de sus propias acciones; y, (iv) que la sociedad preste garantías con la garantía de sus propias acciones.

4.2.1. Préstamos para la adquisición de acciones propias

La prohibición relativa a que la sociedad otorgue préstamos para la adquisición de sus propias acciones es la quintaesencia de la asistencia financiera y parece ser bastante clara pero hay un par de implícitos en ella.

En primer lugar, ¿La restricción debería funcionar independientemente de las condiciones financieras del préstamo? ¿La restricción debería funcionar inclusive si el objeto social de la sociedad es otorgar préstamos?

Si se trata de hacer una interpretación lógica de la norma y el objetivo final es proteger el patrimonio de la sociedad para beneficio de los acreedores, entonces estos temas sí deberían importar. Si la sociedad otorga un préstamo en condiciones de mercado o en condiciones que, para la sociedad, son mejores que las de mercado, podría decirse que el patrimonio social está adecuadamente protegido. En consecuencia, la restricción no debería proceder. En este sentido, tal vez la regulación tendría que seguir más bien el modelo del artículo 179 de la Ley General de Sociedades, que permite que los Directores realicen operaciones con la sociedad siempre que: (i) se trate de operaciones que la sociedad realiza normalmente con terceros; y, (ii) se acuerden en condiciones de mercado. De manera análoga, tal vez debería interpretarse que la prohibición no es aplicable cuando la sociedad otorga préstamos para la adquisición

(5) No debe confundirse la analogía con la interpretación extensiva. Por esta última, una norma se aplica a casos no comprendidos en su letra pero sí en su espíritu, en su intención, en su razón de ser, en la finalidad social a que se dirige (*ratio legis*) (...) La diferencia entre la analogía y la interpretación extensiva radica en que la primera busca la solución del caso concreto en otras normas, sea porque éste no las tenga, sea (de acuerdo con el pensamiento del redactor) porque la que tiene no presente un sentido claro e indubitable a su respecto; la interpretación extensiva, en cambio, halla la solución del caso en su norma propia, que no se ve en el cuerpo de ésta pero sí en su espíritu. Véase: Arturo Alessandri Rodríguez, *Tratado de Derecho Civil: Parte Preliminar y General* (Santiago: Editorial Jurídica de Chile, 1998), 197.



Guillermo Ferrero Álvarez-Calderón y Antonio Guarniz Izquierdo

de sus propias acciones en condiciones de mercado y en el marco de operaciones que la sociedad realiza normalmente con terceros.

Desde luego, quienes estuvieran en contra de esta interpretación (lógica) de la norma, podrían argumentar que por la vía interpretativa se está tratando de distinguir donde la propia ley no lo hace.

En segundo lugar, imaginemos que la sociedad tiene acciones de propia emisión en autocartera y encuentra a un tercero interesado en comprarlas. ¿Deberíamos entender que esta venta no puede ser al crédito?

Si vemos la lógica económica detrás, si la sociedad vende al crédito sus acciones de propia emisión, el efecto económico es exactamente el mismo que el de otorgar al comprador un crédito para que compre dichas acciones. Obviamente, no tendría sentido establecer una restricción como ésta, puesto que la clara perjudicada es la propia sociedad, cuyo patrimonio estábamos tratando de proteger. Por lo tanto, deberíamos entender que la restricción para otorgar créditos sólo es aplicable cuando el vendedor es una persona distinta a la propia sociedad.

4.2.2. Garantía para adquisición de acciones propias

Este segundo supuesto también constituye asistencia financiera por antonomasia y, de hecho, potencialmente pone a la sociedad en una situación más delicada que el supuesto anterior. Mientras que cuando la sociedad otorga un préstamo se supone que el deudor pague, cuando la sociedad otorga garantías, está en riesgo de terminar pagando una deuda después de que el obligado original ya demostró insolvencia al no haberla pagado él mismo.

La prohibición parece ser bastante clara asumiendo que la frase “para la adquisición de sus propias acciones” en realidad quiere decir “para la adquisición de sus propias acciones *por parte de un tercero*”. Es decir, si es la sociedad quien va a comprar sus propias acciones (nos referimos a la situación de autocartera, tal como está definida en el artículo 104 de la misma Ley General de Sociedades) ¿puede otorgar garantías (se entiende que garantías a favor del vendedor) para ello?

La respuesta a esta pregunta, en principio, tendría que ser que ésta no es la situación que el artículo 106 trata de regular. Si la sociedad (cumpliendo todas las disposiciones del artículo 104) desea comprar acciones de su propia emisión y acuerda pagarlas a plazos, ¿por qué no podría otorgar garantías a favor del vendedor? ¿cuál sería la finalidad de la norma? ¿a quién estaría tratando de proteger?

Si la doctrina entiende pacíficamente que la norma trata de restringir ciertas formas de asistencia financiera, es evidente que no debería resultar aplicable a las situaciones en las que quien va a adquirir es la propia sociedad, puesto que allí no se está prestando asistencia financiera a nadie. La sociedad actúa en su propio interés.

4.2.3. Préstamos con garantía de acciones propias

La tercera prohibición contenida en el artículo 106 de la Ley General de Sociedades, no está directamente relacionada con la asistencia financiera. En efecto, el supuesto de hecho es que la sociedad ha otorgado un préstamo con cualquier fin (distinto a que el prestatario adquiera las acciones emitidas por la sociedad puesto que, en ese caso, el préstamo mismo estaría prohibido), pero indica que dicho préstamo no puede ser garantizado por acciones emitidas por la propia sociedad.

La razón de esta restricción parece ser la integridad del capital social. Es decir, esta restricción es una disposición que en el fondo se encuentra relacionada con las restricciones de autocartera contempladas en el artículo 104 de la Ley General de Sociedades. La lógica parecería ser que si el préstamo se incumple, la sociedad terminaría en la misma situación que si hubiera reembolsado el capital⁽⁶⁾.

(6) Véase *Manual Societario*, tomo I (Lima: Editorial Economía y Finanzas), 185.

La Regulación de la Asistencia Financiera *Regulation of Financial Assistance*

Sin embargo, esto no es del todo correcto. En general, la legislación peruana no permite el pacto comisorio. Esto significa que en ningún caso se genera el mismo efecto económico que el reembolso del capital. Para empezar, la sociedad no terminaría siendo titular de sus propias acciones sino que tendría que ejecutarlas y venderlas a un tercero y, para continuar, el prestatario no quedaría libre de responsabilidad. La sociedad siempre podría ejecutar a su deudor persiguiendo no sólo las acciones que recibió en garantía sino cualquier otro bien del patrimonio del deudor.

Esto sin contar con que la regulación es inherentemente inconsistente. La sociedad no está impedida de otorgar préstamos sin garantías, ¿por qué resulta peor que reciba, al menos, la garantía de acciones de su propia emisión?

Por último, aun cuando se concluyera que el hecho de que una sociedad reciba en garantía acciones de su propia emisión constituye una situación similar (sin duda, no idéntica) a la autocartera, la prohibición absoluta del artículo 106 de la Ley General de Sociedades constituiría un exceso.

En efecto, dado que la sociedad no está prohibida de tener autocartera, si es eso lo que se quiere proteger, entonces (como máximo) la regulación debería sujetar a las mismas reglas que tiene la autocartera. Es decir, no una prohibición absoluta sino el establecimiento de límites en función del capital social.

4.2.4. “Garantía con garantía” de acciones propias

La última de las prohibiciones contenida en el artículo 106 de la Ley General de Sociedades parece ser un error de la muy defectuosa redacción del artículo más que una decisión consciente del legislador.

El supuesto de hecho es un poco confuso. Literalmente se lee que la sociedad está impedida de prestar garantías con la garantía de sus propias acciones. Esto tiene dos interpretaciones.

La primera posible interpretación consistiría en lo siguiente: Pedro, que es accionista de una sociedad llamada Casas S.A., tiene una deuda frente a Mariana. Casas S.A. presta garantías frente a Mariana para respaldar las deudas de Pedro. A su vez Pedro, para cubrir los riesgos de la sociedad en caso deba honrar la garantía, constituye garantía mobiliaria

a favor de Casas S.A. sobre las acciones representativas del capital social de la misma Casas S.A. que son de su propiedad. En este ejemplo, la sociedad está prestando garantías (a terceros) que se encuentran respaldadas, a su vez, por garantías (a favor de la sociedad) consistentes en sus propias acciones (las que son de titularidad de Pedro).

En nuestra opinión, esta posible interpretación debería descartarse, dado que en realidad cubre la misma situación que la descrita en el acápite (iii) anterior. Efectivamente, la garantía a favor de la sociedad sólo cobra relevancia cuando la sociedad tiene que pagar la deuda al tercero y, en ese caso, siempre sería en el fondo un crédito garantizado con acciones de propia emisión y no una “garantía garantizada por acciones de propia emisión”. En otras palabras, hablando con propiedad (y se supone que la ley debe hacerlo), las garantías no se garantizan. Sólo se garantizan las obligaciones.

En adición a ello, dado que en esta posible interpretación de la norma terminaríamos cubriendo fundamentalmente la misma situación que la descrita en el acápite 3 precedente, son aplicables nuestras mismas críticas a esa norma.

La segunda posible interpretación es que la sociedad, en cumplimiento de las normas previstas en la regulación sobre autocartera (artículo 104 de la Ley General de Sociedades), es dueña de una cantidad de acciones de propia emisión. Esta norma restringiría que la sociedad otorgue esas acciones en garantía a favor de un tercero. Es decir, literalmente, la sociedad no puede prestar garantías con la garantía de sus propias acciones.

Si bien esta segunda lectura es más directa que la alternativa anterior, el resultado parece muy insatisfactorio. ¿Por qué habríamos de establecer semejante prohibición? La



Guillermo Ferrero Álvarez-Calderón y Antonio Guarniz Izquierdo

sociedad debería poder usar cualquiera de sus activos (incluyendo acciones de propia emisión, si es que las tiene) para poder ofrecerlos en garantía a terceros. Esta operación no generaría un atentado contra la integridad del capital ni constituiría asistencia financiera de ninguna especie.

En nuestra opinión, debería entenderse que esta última prohibición en realidad no existe y que en realidad se trata de un efecto perverso y no deseado de una deficiente redacción del artículo 106 de la Ley General de Sociedades.

4.3. Una exclusión notable: la “destrucción de compañías” (*Corporate raid*)

Curiosamente, el artículo 106 de la Ley General de Sociedades no regula ni establece ningún tipo de límite respecto de la forma más infame de negocios basada en una compra apalancada: la denominada en inglés como *corporate raid* y que no tiene una traducción generalmente aceptada al castellano pero que denominaremos de una manera no literal como “destrucción de compañías”.

Éste es exactamente uno de los negocios favoritos de uno de los personajes ficticios más frecuentemente citados como paradigma de la agresividad y de la corrupción en los negocios: Gordon Gekko, de la magnífica película de 1987 de Oliver Stone, Wall Street. La destrucción de compañías consiste en llevar a cabo una compra apalancada pero, en lugar de que la deuda sea finalmente transferida a la empresa objetivo, la deuda se paga con la liquidación de la sociedad objetivo.

En otras palabras, un inversionista estima que el valor de liquidación de una empresa es 100 pero que su valor de mercado es de apenas 60. Dado que 60 es de todas maneras una cantidad muy grande, el inversionista pone 10 de su propio capital y consigue que le presten otros 50. Premunido de los recursos necesarios, el inversionista compra la empresa en el mercado y luego, ejerciendo sus derechos de accionista mayoritario, decide la disolución y liquidación de la empresa. Como producto de la liquidación, el inversionista obtiene 100, paga el préstamo de 50 más intereses y obtiene un retorno de más de 400% del capital invertido.

La destrucción de compañías fue un esquema relativamente común en Wall Street en los años ochenta. Tan común como para ser el tema central de la película del mismo nombre. Sin embargo, era una forma muy impopular de

hacer negocios porque la destrucción de compañías (a la escala de la Bolsa de Valores de Nueva York) implica la pérdida de miles de puestos de trabajo. Había toda clase de discusiones respecto de ella, incluyendo discusiones de orden moral. Otros, por su parte, estimaban que era un mecanismo lícito y hasta deseable porque promovía la reasignación de activos hacia manos más eficientes. Además, consideraban que la amenaza de la destrucción de una compañía era una motivación muy grande para que sus directivos y trabajadores en general buscaran la mayor productividad.

No es extraño que la Ley General de Sociedades no regule la destrucción de compañías porque ciertamente es un supuesto muy difícil de regular. Implicaría ponerle cortapisas e impedimentos a la libre decisión de los accionistas de liquidar las empresas de las que son dueños.

4.4. Consecuencias del incumplimiento

4.4.1. ¿Responsabilidad civil y/o nulidad?
Habiendo analizado en detalle el artículo 106 de la Ley General de Sociedades, corresponde estudiar las consecuencias de su incumplimiento.

No cabe duda de que el incumplimiento de la norma acarrea la responsabilidad civil del Directorio. Esto está previsto expresamente. Sin embargo, la pregunta sería si las consecuencias se agotan allí (en el pago de una indemnización por los daños que hubieran podido ocasionarse) o si es que exceden ese ámbito. Para estos efectos, es imprescindible determinar si se trata de una norma de orden público.

De acuerdo con lo establecido en el artículo V del Título Preliminar del Código Civil, es nulo el acto jurídico contrario a las leyes que interesan al orden público o a las buenas

La Regulación de la Asistencia Financiera *Regulation of Financial Assistance*

costumbres. Considerando que la doctrina considera que las normas que interesan al orden público no son otra cosa que las normas imperativas del sistema legal⁽⁷⁾ y que el artículo 106 nos presenta una formulación indudablemente imperativa (en contraposición con las normas dispositivas), podría aducirse que la infracción de lo establecido en el artículo 106, acarrea la nulidad del préstamo o de la garantía que la sociedad hubiera otorgado.

Esta nulidad podría ser alegada por cualquier persona que tenga interés (accionistas o acreedores de la sociedad, por ejemplo) o también puede ser alegada por el Ministerio Público. Finalmente, también podría ser declarada de oficio por el juez, en caso éste la considere manifiesta.

No obstante lo anterior, 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 civil del Directorio.

4.4.2. Nulidad de un préstamo

Sin perjuicio de esta interpretación, aun si considerásemos que la infracción del artículo 106 de la Ley General de Sociedades genera la nulidad del préstamo o de la garantía que la sociedad

hubiese otorgado, es relevante hacer notar que esta solución sólo implica una protección del patrimonio social en el caso de la garantía mas no en el caso del préstamo.

En efecto, si la sociedad otorgó una garantía en violación de la norma sobre asistencia financiera y ese otorgamiento es declarado nulo, el patrimonio de la sociedad queda protegido: la garantía quedará sin efecto y el acreedor tendrá que cobrar su crédito únicamente contra el patrimonio del deudor y/o el de los otros garantes que pudiera haber. En cambio, si la sociedad otorgó un préstamo en violación del artículo 106, la consecuencia no es tan conveniente.

La consecuencia de la nulidad de un contrato es la restitución de las prestaciones. Pero considerando que quien recibió el préstamo indebido ya tenía una deuda frente a la sociedad, las únicas consecuencias de esa nulidad serían que el deudor pierda el derecho al plazo (debe pagar inmediatamente y no según los términos del préstamo) y que todos los términos contractuales queden sin efecto. Entre ellos, la tasa de interés que se hubiera acordado (tendría que ser reemplazada por la tasa de interés legal, según el artículo 1245 del Código Civil) o las garantías que se hubieran constituido.

Es evidente que esto no es necesariamente conveniente para la sociedad. Potencialmente, la sociedad pierde el derecho a una tasa de interés más alta que la tasa de interés legal y pierde la protección de las garantías. Esto, sin contar con que tendrá que incurrir en el costo de tratar de cobrar la deuda (en lugar de que ésta se vaya pagando espontáneamente con el tiempo) a un deudor que resulta ser su propio accionista. Probablemente el accionista mayoritario.

(7) Marcial Rubio Correo, *Nulidad y Anulabilidad. La invalidez del Acto Jurídico* (Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú), 135.



Guillermo Ferrero Álvarez-Calderón y Antonio Guarniz Izquierdo

En adición a todo lo anterior, hay que considerar que una vez que el préstamo se hubiera declarado nulo y se generase la obligación del prestatario de devolver inmediatamente el préstamo, esa obligación de devolver podría ser materia de un acuerdo entre las partes, para efectos de establecer plazos, tasas, garantías. Es decir, podría conseguirse el mismo efecto que si el préstamo no hubiera sido declarado nulo en ningún momento.

4.4.3. Nulidad en estructuras complejas

Por último, si se considera que la infracción del artículo 106 acarrea nulidad (en adición a la responsabilidad civil de los directores) habría un problema importante respecto de operaciones de compra apalancada que se llevan a cabo a través de estructuras complejas. Dicho de otro modo, resultaría un reto el aplicar un supuesto de nulidad a una presunta infracción del artículo 106 que no infringe literalmente la norma sino que el aplicador de la norma considera ilícita por la vía de recurrir a figuras tales como el fraude a la ley.

Imaginemos que, por ejemplo, que Mario es accionista con el 80% de participación en una sociedad llamada Sonidos Peruanos S.A. Mario desea vender el íntegro de su participación accionaria a una empresa denominada Música Internacional S.A. Para concretar la operación, Música Internacional S.A. obtiene un financiamiento bancario por el íntegro del precio que ha acordado con Mario.

Una vez realizada la compraventa, Música Internacional S.A., como nuevo accionista mayoritario de Sonidos Peruanos S.A. hace que el Directorio y la Gerencia de Sonidos Peruanos S.A. obtenga un crédito de libre disposición y que esos fondos le sean entregados a Música Internacional S.A. en calidad de dividendo a cuenta. Con estos recursos, Música Internacional S.A. prepa el crédito que originalmente había asumido para la adquisición de las acciones y la carga financiera de ese endeudamiento queda en Sonidos Peruanos S.A. Es decir, económicamente se produce el efecto de la compra apalancada.

La operación descrita en este ejemplo no infringe literalmente el artículo 106 de la Ley General de Sociedades. La sociedad objetivo (Sonidos Peruanos S.A.) no ha otorgado préstamos ni ha prestado garantías para la compra de sus propias acciones. Sin embargo, quien optase por una interpretación extensiva del 106 podría decir que, al haberse obtenido el mismo resultado,

la figura debería entenderse igualmente prohibida por tratarse de un fraude a la ley.

Imaginemos por un momento que estamos de acuerdo con que el 106 debe interpretarse extensivamente (y no restrictivamente, por ser una norma que restringe derechos) y que además estamos de acuerdo con que su infracción acarrea la nulidad.

En el ejemplo propuesto, ¿qué parte de toda la operación es nula? ¿o es que acaso deberíamos considerar que es nula toda la operación? No parece tener sentido que se anule el contrato de crédito que ha pactado Música Internacional S.A. con el banco correspondiente. Para empezar, ese contrato ya se ejecutó íntegramente y básicamente no habría que prestaciones que restituir. Además, esta nulidad en nada repararía el patrimonio de Sonidos Peruanos S.A.

Tampoco parece tener sentido que se resuelva el contrato de compraventa de acciones. Mario es completamente ajeno a cómo es que Música Internacional S.A. financió el precio de compraventa. Él no tomó ningún acuerdo que pueda ser considerado parte del fraude. Sería injusto que se vea perjudicado.

Lo mismo puede decirse del contrato de crédito obtenido por Sonidos Peruanos S.A. El banco que desembolsó ese crédito, otorgó un préstamo de libre disponibilidad y está más allá de su control conocer que la operación era parte de todo un esquema diseñado para, supuestamente, defraudar el artículo 106 de la Ley General de Sociedades.

¿Tendríamos entonces que considerar nula la entrega de dividendos a cuenta? Es muy discutible que la nulidad de esa parte de la operación constituya propiamente un desincentivo. Después de todo, si la sociedad termina declarando dividendos por ese importe, la obligación de su accionista (de restituir el

La Regulación de la Asistencia Financiera *Regulation of Financial Assistance*

dividendo indebidamente pagado) se compensará contra su derecho al dividendo una vez declarado. Por el contrario, si la sociedad no produce tales dividendos, la diferencia de todas maneras iba a ser una deuda del accionista: que el concepto de la deuda sea “restitución de prestaciones por nulidad” o que sea “restitución de dividendos pagados en exceso” no tiene otro efecto que el plazo de devolución que, como hemos dicho más arriba, siempre puede ser renegociado por las partes.

4.5. La práctica en el Perú

Las compras apalancadas en el Perú usualmente no tienen lugar por la vía de que la sociedad objetivo efectúe préstamos o que preste garantías. El artículo 106 de la Ley General de Sociedades no es necesariamente el único ni el principal motivador para ello.

La mayor parte de las compras apalancadas en el Perú se da bajo el esquema de la fusión. Este esquema consiste en que el inversionista interesado en comprar constituirá un vehículo (es decir, una empresa especialmente constituida con este propósito que no tiene más activos que los destinados a concretar la compra) que es cien por ciento de su propiedad y que actuará como comprador. El vehículo obtiene la mayor parte del financiamiento para la compra por la vía de un préstamo que se encuentra garantizado con las mismas acciones que serán materia de compra. La garantía, por supuesto, está sujeta a la condición suspensiva de que se produzca la transferencia de propiedad de las acciones.

A continuación, el vehículo compra la mayoría accionaria de la empresa objetivo. Luego de perfeccionada la compra, el vehículo y la empresa objetivo se fusionan. Es indiferente cuál de estas entidades es la sobreviviente en la fusión -es decir, puede ser una fusión directa o inversa- puesto que, en cualquiera de los dos casos, el resultado final es que el patrimonio completo de la sociedad objetivo termina sirviendo de respaldo para la deuda asumida con el objeto de financiar la compra.

Es muy claro que este esquema no está expresamente prohibido por el artículo 106 de la Ley General de Sociedades pero es igual de claro que consigue la finalidad económica de la asistencia financiera: la carga del pago de la deuda para la adquisición queda en cabeza de la sociedad objetivo.

Por lo tanto, este esquema de adquisición genera dos niveles de controversia. El primero, algunos pensarán que la operación es lícita por no contradecir la ley mientras que otros pensarán que la operación es ilícita porque viola el artículo 106 al constituir fraude a la ley. El segundo nivel de controversia sería que, aun aceptando la posibilidad de que esta operación pudiera encontrarse prohibida, no resulta claro si la consecuencia es la nulidad.

Inclusive podríamos añadir un tercer nivel de controversia. Asumiendo que la operación viola el artículo 106 y asumiendo que tal violación acarrea nulidad. ¿qué parte de la operación es nula? ¿la fusión? ¿es realmente practicable el revertir una fusión luego de que ya entró en vigencia? Potencialmente hay una gran cantidad de terceros de buena fe que han contratado con la empresa ya fusionada en atención a cierta situación patrimonial. ¿cómo se asignan esos créditos? ¿cómo se asignan los derechos adquiridos mientras la fusión era aparentemente válida?

En nuestra opinión, el esquema de compra apalancada antes descrito funciona relativamente bien y resulta equilibrado para proteger los intereses de todas las partes involucradas en la operación.

Si repasamos todas las reflexiones que hemos hecho a lo largo de este trabajo respecto de la asistencia financiera, nos parece que una regulación garantista debería atender las siguientes preocupaciones:

- Asegurar que las decisiones que no maximicen el interés de la sociedad sean adoptadas por los socios y no por los administradores;
- Permitir que los accionistas minoritarios se encuentren protegidos;
- Permitir que los acreedores de la sociedad se encuentren protegidos;



Guillermo Ferrero Álvarez-Calderón y Antonio Guarniz Izquierdo

- Si los supuestos anteriores están adecuadamente cumplidos, permitir la asistencia financiera; y,
- Otorgar seguridad jurídica a los participantes.

Si analizamos el esquema de compra apalancada que acabamos de describir, casi todos los objetivos resultan cumplidos. En efecto, dado que la asistencia financiera se concreta en el momento en el que se produce la fusión, los mecanismos propios de la misma fusión generan las garantías adecuadas como veremos a continuación.

En primer lugar, si bien existe pronunciamiento de los órganos de administración, una fusión requiere necesariamente la aprobación de los socios de las sociedades participantes, por lo que la decisión de apalancar a la empresa no resultaría restringida a los administradores.

En segundo lugar, dado que la fusión requiere un acuerdo de junta general de accionistas, los accionistas minoritarios tienen vías previstas por la Ley General de Sociedades para hacer valer sus derechos: (i) aquellos accionistas que tengan interés en conflicto con el de la sociedad (artículo 133) están impedidos de ejercer el derecho a voto; (ii) es posible impugnar los acuerdos de la junta de accionistas (artículo 139) cuando lesionan los intereses de la sociedad en beneficio directo o indirecto de uno o varios accionistas; y, (iii) la fusión es un acuerdo que otorga a los accionistas disidentes el derecho de separación (artículo 356).

En tercer lugar, los acreedores resultan protegidos porque pueden ejercer su derecho de oposición al acuerdo de fusión (artículo 359). Sobre este punto, es conveniente remarcar que aun cuando hemos reconocido que la sociedad tiene muchos legítimos interesados en ella (*stakeholders*), estos legítimos interesados únicamente generan derechos cuando se convierten efectivamente en acreedores (y todos los legítimos interesados lo son por el hecho de, potencialmente, convertirse en acreedores) puesto que antes de ello, sólo tienen expectativas mas no derechos.

En cuarto lugar, el esquema permite que efectivamente se lleven a cabo las compras apalancadas en aquellos casos en los que resulta deseable. Es decir, en aquellos casos en los que la compra apalancada satisface los intereses de comprador

y vendedor sin desproteger aquellos de los minoritarios o de los acreedores.

Inclusive, podríamos decir que el esquema de compra apalancada por la vía de la fusión es más conveniente para el comprador (desde un punto de vista de negocio) que los esquemas expresamente prohibidos por el artículo 106 de la Ley General de Sociedades.

Así, por ejemplo, si la sociedad objetivo le otorga un préstamo al comprador y éste utiliza el préstamo para adquirir la mayoría accionaria, el comprador necesitaría distraer flujos para el pago del préstamo. Sin duda, parte de los flujos provendrá de las utilidades de la empresa objetivo pero, si resultan insuficientes, el comprador necesitará distraer flujos de otras inversiones.

Por otro lado, para que la sociedad objetivo pueda efectuar un préstamo destinado a que el comprador pague el precio al vendedor, la sociedad objetivo necesitaría tener esa liquidez. Esto, financieramente, es muy improbable. Uno pensaría que si la sociedad objetivo tuviera liquidez de libre disposición en cantidad suficiente como para cubrir el precio de venta de las acciones, el vendedor no necesitaría vender. Como accionista mayoritario únicamente necesitaría tomar el acuerdo para que la sociedad le distribuya esos recursos disponibles y mantenerse como accionista.

Finalmente, hay que considerar los intereses de la empresa objetivo. Hemos visto más arriba que los administradores de la sociedad tienen la obligación de realizar sus transacciones con el objeto de maximizar el beneficio de la sociedad. Esto es una obligación general que tiene todo administrador de toda sociedad, asociación o empresa individual. De hecho, es una disposición que se remonta a los orígenes de la institución: el contrato de mandato. El mandatario (administrador) tiene

La Regulación de la Asistencia Financiera *Regulation of Financial Assistance*

siempre que actuar maximizando el beneficio del mandante (la sociedad).

Este principio, además, tiene una correspondencia en las normas tributarias que le terminan otorgando un sentido muy concreto a la obligación de defender los intereses del mandante. Las normas tributarias⁽⁸⁾ establecen que todos los contribuyentes deben realizar sus transacciones a precio de mercado, entendiendo como tal, el precio al que llegarían dos partes no relacionadas que negocian tratando de maximizar su beneficio⁽⁹⁾. Las transacciones que no son realizadas a precio de mercado generan consecuencias no deseadas para efectos de las normas tributarias.

Así, por ejemplo, un gasto que es superior al precio de mercado, resulta desconocido por la administración tributaria (en el exceso) para efectos del cálculo del impuesto a la renta.

Como consecuencia de lo anterior, la sociedad objetivo no puede simplemente hacer un préstamo a una tasa de interés muy baja para facilitar que el nuevo controlador compre. Su obligación sería cobrar una tasa de interés de mercado y, si es así, para el comprador resulta indiferente que el préstamo lo efectúe la sociedad objetivo o que lo efectúe cualquier otra entidad.

Una cosa similar ocurre si la sociedad objetivo presta garantías. La sociedad objetivo no puede, graciosamente, afectar sus activos al respaldo de una deuda ajena sin ninguna contraprestación a cambio. Tendría que cobrarle al deudor garantizado algún tipo de retribución (de mercado) por el servicio de ofrecer sus bienes en garantía.

En el esquema de la compra apalancada por la vía de la fusión, el inversionista comprador no tiene ninguna de estas preocupaciones. La sociedad objetivo no presta garantías ni paga deudas de terceros. Son deudas propias, como consecuencia de la fusión. Asimismo, el nuevo controlador nunca tiene que distraer sus recursos propios al pago de la deuda generada por la compra. Una vez que la deuda está en cabeza de la sociedad objetivo, son los activos de esta última los que terminan afectados al cumplimiento de la

obligación, sin responsabilidad por parte de sus accionistas.

Como puede verse, entonces, la compra apalancada por la vía de la fusión tiene muchas ventajas. Sin embargo, también tiene un problema: no genera la suficiente seguridad jurídica a los participantes.

Al existir dudas respecto de los reales alcances, finalidades y consecuencias del 106, quienes utilizan el esquema de la compra apalancada por la vía de la fusión se arriesgan a que en el futuro se genere una corriente jurisprudencial contraria a la operación.

Si los jueces y árbitros empezaran a concluir que el 106 de la Ley General de Sociedades prohíbe cualquier forma de asistencia financiera, que su incumplimiento se sanciona con nulidad y que cualquier forma no expresamente prohibida resulta igualmente proscrita gracias a la figura del fraude a la ley, el esquema de adquisición que hemos descrito generaría una gran cantidad de problemas y contingencias.

5. Propuesta de regulación

Considerando todo lo expuesto a lo largo de este artículo, nos permitimos sugerir una regulación de la asistencia financiera que procure satisfacer todos los intereses involucrados. Nuestra propuesta de redacción sería la siguiente:

“Artículo 106.- Préstamos y garantías que involucran acciones de propia emisión

La sociedad puede otorgar préstamos, asumir deudas de terceros o prestar garantías para la adquisición de acciones

(8) Capítulo XIX del Reglamento del Impuesto a la Renta aprobado por Decreto Supremo N° 122-94-EF y sus modificaciones.

(9) Véase: <http://www.eumed.net/libros/2005/agl/index.htm>. (Galindo Lucas)



Guillermo Ferrero Álvarez-Calderón y Antonio Guarniz Izquierdo

de propia emisión. Tales operaciones sólo podrán ser celebradas u otorgadas con el acuerdo previo de la junta general de accionistas. Este acuerdo otorga a los accionistas de la sociedad el derecho de separación, conforme a lo regulado en el artículo 200 y a los acreedores de la sociedad el derecho de oposición conforme a lo regulado en el artículo 219.

Cuando la sociedad reciba en garantía acciones de propia emisión, dichas acciones deberán ser computadas para efectos de los límites establecidos en el artículo 104.

Los directores son solidariamente responsables ante la sociedad y los terceros acreedores por los contratos, créditos, préstamos o garantías celebrados u otorgados con infracción de lo establecido en este artículo”.

En adición a todo lo expresado en las páginas precedentes, nuestra propuesta de norma pretende permitir no sólo el esquema de la compra apalancada vía fusión sino otorgar la seguridad jurídica de que cualquier esquema de compra apalancada es lícito, siempre que otorgue a los accionistas disidentes y a los acreedores una justa oportunidad de hacer valer sus derechos. De esta forma, el objeto es permitir la realización de las operaciones que son deseables, otorgando a los potenciales perjudicados la posibilidad de bloquear aquellas operaciones que no lo son. 