THĒMIS

Revista de Derecho

José Antonio Payet | Francisco Baldeón y Santiago Montes de Oca | Samuel Véliz | Guillermo Auler | Adrian Tuesta | Paolo Robilliard y Luciana Palomino | Raúl Vizcarra | Edison Tabra y Diana Sandoval | Sergio García Long | Antonio Santander | Juan Luis Hernández | Guillermo Ferrero y Alessandro Mussio | Diego Carrión | Pablo A. Artagaveytia | Isabella Monsante | Francisco Javier Garibay y Sebastián Fernández | Maria Angélica Meneses | Rafael Corzo y Eduardo Wiese | Alonso Barreda | José Reaño y José Luis Medina | Erick Palao | Luis Rodríguez Mariátegui y Miyanou Dufour | Luis Felipe Huertas del Pino | Carlos Enrique Arata | Mauricio Ruiz | Alberto Rebaza | Rocío Gordillo

Segunda Época. Edición 84

Derecho Corporativo y M&A
1965 - 2023

THĒMIS

Revista de Derecho

Derecho Corporativo y M&A
1965 - 2023

THĒMIS
desde 1965

© Asociación Civil THĒMIS, 2024
Facultad de Derecho
Pontificia Universidad Católica del Perú
editor@themis.pe
themisconsejoeditorial@gmail.com
cceethemis@gmail.com
www.themis.pe
www.revistas.pucp.edu.pe/themis

84

Editor: Valentina Hernández Bernos
Coordinadores: José Antonio Payet Puccio y Alberto Rebaza Torres
Diseño y diagramación: Gabriela Córdova Torres

El contenido de los artículos publicados en **THĒMIS-Revista de Derecho**, así como las opiniones y posturas vertidas en ellos, son de responsabilidad exclusiva de los autores.

THĒMIS autoriza la reproducción parcial o total del contenido de esta publicación, siempre que se cite la fuente y utilice para fines académicos.

Primera edición: Febrero 2024
Hecho el Depósito Legal en la Biblioteca Nacional del Perú: 2000-0958
ISSN: 1810-9934 (Impreso)
ISSN: 2410-9592 (En línea)
Registro de Proyecto Editorial: 31501402300628
THĒMIS-Revista de Derecho 84
Año LIX - Número 84

Editado por:
Asociación Civil THĒMIS, 2024
Av. Universitaria 1801, Lima 32, Perú
Domicilio legal: Calle Santa Honorata 384, Piso 3, Lima 01, Perú
Teléfono: 626-2000, anexo 5391

Impreso por:
Tarea Asociación Gráfica Educativa
Pasaje María Auxiliadora 156 Breña
tareagrafica@tareagrafica.com
Lima - Perú

PRESENTACIÓN

En el primer semestre del año 2005, Beatriz Boza, fundadora, junto a otros notables profesores y profesoras de nuestra facultad, de la 'Segunda época' de THĒMIS-Revista de Derecho, tuvo oportunidad de escribir en la edición número '50', titulada "Responsabilidad Civil - Edición de Aniversario". En la parte final de su texto, colocó una frase que conmovió a quien escribe. Decía así: "THEMIS es hoy una institución en la vida de la Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú […] ¡es que los chicos y chicas de THĒMIS han sabido cuidar la camiseta!".

Estamos de acuerdo con ambas cosas: THĒMIS es una institución de relevancia capital en la vida académica de nuestra Facultad, y hemos sabido cuidar la camiseta. En consonancia con aquel vivo ánimo de cuidar la camiseta, nos hemos esforzado por seleccionar una temática que se encuentra vigente hoy más que nunca, y; además, hacerlo de la única manera que creemos posible: de la mano de los más reputados académicos y profesionales que desempeñan su práctica en la materia.

Así, nos complace presentar la edición 84 de THĒMIS-Revista de Derecho, centrada en la relación entre el Derecho Corporativo y M&A. Esta temática cobra una relevancia aún mayor debido a los rápidos avances en el mundo corporativo (muchas veces, producto de innovaciones provenientes del mundo anglosajón), la enorme dinamicidad de los mercados en un mundo en constante crisis, y las continencias propias de un universo transaccional complejo.

Esta edición aborda, desde la perspectiva de diversos expertos en Derecho Corporativo y M&A, temas de actualidad que van desde las posibles reformas del tratamiento jurídico de las fusiones y adquisiciones de activos, hasta el régimen sucesorio de acciones. Por supuesto, pasando por otros temas, cuando menos, interesantes como el compliance penal, los títulos de participación en el patrimonio, la relación de las fusiones y adquisiciones con el mundo ambiental, deberes del directorio, entre otros. Sea como fuere, somos de la idea de que cualquier interesado en la materia podrá encontrar, cuando menos, un título dentro de esta edición que ayude a su crecimiento profesional. Que así sea.

Nos enorgullece presentar un número más, como siempre, de la mano de los profesores y profesionales de vanguardia en la materia. Agradecemos especialmente a nuestros coordinadores, José Antonio Payet y Alberto Rebaza, quienes hicieron nuestra tarea mucho más llevadera. Agradecemos también, sin distinción, a los autores de esta edición por su compromiso con el avance de la doctrina jurídica, valgan verdades, a veces tan rezagada en nuestro medio.

Retomando a nuestra querida Beatriz Boza, no nos queda otra cosa que reafirmar nuestro compromiso con THĒMIS. Pero no con THĒMIS como grupo de amigos (lo cual no deja de ser importante) ni como línea en nuestro currículum, sino con **THĒMIS como institución**. Y es que, en un país en el cual las instituciones se encuentran tan degradadas, salvo honrosas excepciones, es nuestro deber como estudiantes luchar por la institucionalidad de nuestra asociación. En ese sentido, nos dirigimos hoy a nuestros fundadores para decirles que pierdan cuidado, pues seguiremos cuidando la camiseta fieles al lema: **Innovar es nuestra tradición**.

Lima, febrero de 2024

EL CONSEJO EJECUTIVO

Reseña sobre la Pintura

THĒMIS-Revista de Derecho se complace en presentar como portada de su edición 84 al óleo 'Canal in Amsterdam'. En esta obra se inmortaliza el conocido canal Groenburgwal, con la torre de la Iglesia del Sur como telón de fondo. Este óleo surgió en 1874, en el marco de la huida de Francia por parte de su autor, Claude Monet, a fin de evitar ser reclutado por el ejército para la guerra franco-prusiana. Durante su trayecto, el autor tuvo la oportunidad de pintar los más bellos paisajes de diferentes ciudades europeas utilizando la otrora novedosa técnica impresionista.

Aquel año, además, llegó el máximo apogeo del movimiento impresionista. Precisamente, fue en 1874 que se dio la primera exposición impresionista, la cual fue precedida por otras cinco exposiciones hasta el año 1882. El día de hoy, sus obras se exponen en importantes museos como el Museo de la Orangerie de París, en el Instituto de Arte de Chicago y en el Museo de Arte Moderno de Nueva York.

THĒMIS

Revista de Derecho

Publicación semestral editada por alumnos de la Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú

2023-1

CONSEJO DIRECTIVO

Kelly Michelle Espino Gonzales (Actualidad Jurídica)
Gregorio Arakaki Yogui (Administración)
Danae Lucienn Ramos Granados (Contenido)
Gabriel Andres Bravo Taquia (Desarrollo Social)
Daniela Baca Ordóñez (Cursos & Capacitaciones)
Ana Lucía Campos Camargo (Imagen Institucional)
Juan Andrés Carrera Acosta (Recursos Humanos)
Andrea Liliana Apolín Vargas (Seminarios)

MIEMBROS ACTIVOS

Actualidad Jurídica
Hilary Vega Garcia
Felipe Nuñez del Prado Chaves
Adriana García Montoya
Luis Angel Rivera Salcedo
César Loyola Cárdenas

Administración
Luis Alejandro Pebe Muñoz
Isavo Rojas Távara
Carlos Huivin Villareal

Contenido
Ignacio Tovar Otero
Nayeli Peña Asenjo
María José Sardón Barrios

Cursos & Capacitaciones
Ariane Huayta Rios
Vasco Navarro Toledo
Josefina Moncada Alcántara
Lucía Sánchez Contreras

Desarrollo Social
Fabiana Infantas Changanaquí
Maria Fernanda Herrera Romero
Flor Arévalo Aranzabal
Arianna Almeida Palomino
Patricio Ángeles Hoyos

Financiamiento
Grecia Moreyra Arias
Pedro Vicente Aliaga
José Rodrigo García Gonzales
Gianella Alvarado Blas
Estefany García Cornejo

Imagen Institucional
Mairet Casamayor Moreno
Brenda Valderrama Norabuena
Deycé Cherres Ramírez
Lucía Ferrer Ortega

Publicaciones
Andrea Palacios Zárate
Diego Alonso García Peralta
Wandha Pichardo Yupanqui

Recursos Humanos
Anael Cohen Dannon
Sebastián Vizcarra Montero

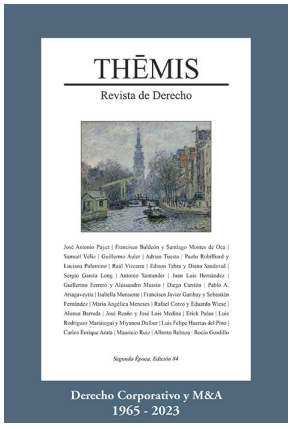
Seminarios
Dania Baldeón Miranda
Daniela Chávez Málaga
Mauricio Ferradas Vásquez
Solanchs Rodríguez Dávila

CONSEJO CONSULTIVO

Alfredo Bullard González (PUCP)
Guido Calabresi (U. de Yale)
Robert D. Cooter (U. de California, Berkeley)
Javier de Belaúnde López de Romaña (PUCP)
Fernando de Trazegnies Granda (PUCP)
Carlos Fernández Sessarego † (UNMSM)
Baldo Kresalja Roselló (PUCP)
César Landa Arroyo (PUCP)
Javier Neves Mujica † (PUCP)
Javier Pazos Hayashida (PUCP)
Richard A. Posner (U. de Chicago)
George L. Priest (U. de Yale)
José Daniel Amado Vargas (PUCP)

Asociación Civil THĒMIS
Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú
Teléfono: 626-2000 anexo 5391
Correo electrónico: themisconsejoeditorial@gmail.com
www.themis.pe

THĒMIS - Revista de Derecho 84



Editor General
Valentina Hernández Bernos, Pontificia Universidad Católica del Perú, Perú

Consejo Editorial de THĒMIS-Revista de Derecho
Elvira Méndez Chang, Pontificia Universidad Católica del Perú, Perú
Ana Teresa Revilla Vergara, Pontificia Universidad Católica del Perú, Perú
Fernando Cantuarias Salaverry, Universidad del Pacífico, Perú
Cecilia O'Neill de la Fuente, Universidad del Pacífico, Perú
Carlos Zelada Acuña, Universidad del Pacífico, Perú
Juan Alejandro Espinoza Espinoza, Universidad Nacional Mayor de San Marcos, Perú
José Manuel Álvarez Zárate, Universidad Externado de Colombia, Colombia
Rémy Cabrillac, Université de Montpellier, Francia
Michele Taruffo, Università degli Studi di Pavia, Italia
Carlos Moreiro González, Universidad Carlos III de Madrid, España
Daniel Francisco Mitidiero, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Brasil
Antonio Saccoccio, Università degli Studi di Brescia, Italia
René Provost, McGill University, Canadá
Manuel Atienza Rodríguez, Universidad de Alicante, España
Luiz Guilherme Marinoni, Universidade Federal do Paraná, Brasil

Consejo Consultivo de THĒMIS-Revista de Derecho
Alfredo Bullard González, Pontificia Universidad Católica del Perú, Perú
Guido Calabresi, Universidad de Yale, Estados Unidos
Robert D. Cooter, Universidad de California - Berkeley, Estados Unidos
Javier de Belaúnde López de Romaña, Pontificia Universidad Católica del Perú, Perú
Fernando de Trazegnies Granda, Pontificia Universidad Católica del Perú, Perú
Carlos Fernández Sessarego †, Universidad Nacional Mayor de San Marcos, Perú
Baldo Kresalja Roselló, Pontificia Universidad Católica del Perú, Perú
César Landa Arroyo, Pontificia Universidad Católica del Perú, Perú
Javier Neves Mujica†, Pontificia Universidad Católica del Perú, Perú
Javier Pazos Hayashida, Pontificia Universidad Católica del Perú, Perú
Richard A. Posner, Universidad de Chicago, Estados Unidos
George L. Priest, Universidad de Yale, Estados Unidos
José Daniel Amado Vargas, Pontificia Universidad Católica del Perú, Perú

Consejo Ejecutivo de THĒMIS-Revista de Derecho
Ignacio Tovar Otero, Pontificia Universidad Católica del Perú, Perú
Miguel Garcés Gutiérrez, Pontificia Universidad Católica del Perú, Perú.
Nicolás Cabrera Súmar, Pontificia Universidad Católica del Perú, Perú
Clara Porras Sanchez, Pontificia Universidad Católica del Perú, Perú
Andrés Encabo Caballero, Pontificia Universidad Católica del Perú, Perú
Samantha Salinas Villena, Pontificia Universidad Católica del Perú, Perú
Antonella Portocarrero Ramos, Pontificia Universidad Católica del Perú, Perú

THĒMIS-Revista de Derecho es una publicación semestral, editada y publicada, en formato impreso y electrónico, por la Asociación Civil THĒMIS, conformada enteramente por estudiantes de la Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú. La revista fue fundada en 1965 y viene siendo publicada de manera ininterrumpida desde 1984. El contenido de la revista versa sobre temas relacionados al Derecho y la cultura jurídica en general, estando dirigida a un público de académicos, abogados y estudiantes de Derecho. Los artículos publicados en THĒMIS-Revista de Derecho constituyen una fuente de consulta tanto para profesionales como estudiantes, siendo una fuente importante de doctrina jurídica en el ámbito nacional. THĒMIS-Revista de Derecho es una Revista arbitrada que se encuentra oficialmente indizada en Latindex y Clase, Directory of Open Access Journals (DOAJ), sistemas de información de la Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM), y en Dialnet, catálogo de la Universidad de La Rioja, España. Asimismo, THĒMIS-Revista de Derecho puede ser ubicada en el Repositorio digital de la Biblioteca de la Pontificia Universidad Católica del Perú, y en los agregadores Ebsco y vLex. De igual forma, THĒMIS-Revista de Derecho se encuentra anexada a los portales web internacionales de recepción de artículos ExpressO y Scholastica. Los estándares académicos y calidad editorial de nuestra revista se encuentran certificados internacionalmente. THĒMIS-Revista de Derecho, se encuentra en constante convocatoria abierta para recepción de artículos relativos al tema central que el Consejo Ejecutivo elija o a cualquier otro tema relacionado a la disciplina del Derecho.

ÍNDICE 84

TEMA CENTRAL: Derecho Corporativo y M&A

Temas societarios

José Antonio Payet 15
Notas sobre el origen y la evolución de la Sociedad Anónima
Notes on the origin and evolution of the Corporation

Franciso Baldeón y Santiago Montes de Oca 35
Títulos de Participación en el Patrimonio (TPP)
Non-Stock Equity Instruments (NSEI)

Samuel Véliz 53
Análisis práctico del régimen para el cuestionamiento de validez de los acuerdos societarios en una Sociedad Anónima
Practical analysis of the regimen for contesting the validity of corporate resolutions of a joint stock company.

Guillermo Auler 69
El régimen sucesorio de las acciones
Inheritance regimen of shares

Adrian Tuesta 85
Un extraño viene a comer a mi mesa: la asistencia financiera y los *leveraged buy outs*
A stranger comes to eat at my table: financial assistance and leveraged buy outs

Gobierno corporativo

Paolo Robilliard y Luciana Palomino 97
Gestando en zona de insolvencia: deberes del directorio ante situaciones de pérdida
Managing in the zone of insolvency: duties of the board of directors in loss situations

Raúl Vizcarra 119
¿Puede el directorio controlar el deber de Skynet? Repensando el deber de cuidado del directorio en el siglo XXI
Can the board control Skynet? Rethinking the board´s duty of care in the twenty-first century

Edison Tabra y Diana Sandoval 133
Los estados financieros y la información financiera en el gobierno de la sociedad anónima
The financial statements and finance information in the governance of a joint stock company

Sergio García Long 149
Responsabilidad de directores por ganancias ilícitas
Director´s liability for unlawful profits

Antonio Santander 173
El rol del directorio, el gerente general y el gerente legal en la implementación de un sistema de gestión de los riesgos legales en la empresa
The role of the board of directors, the general manager and the legal manager in the implementation of a legal risk management system in the company

M&A

Juan Luis Hernández 187
M&A de activos: propuestas para fomentar su mayor uso
M&A of assets: proposals to encourage their greater use

Guillermo Ferrero y Alessandro Mussio 201
El ajuste de precio en un contrato de compraventa de acciones
The price adjustment in a stock transfer contract

Diego Carrión 213
¿Por qué las partes pactarían un ROFR? Profundizando en el *right of first refusal*
Why would the parties agree to a ROFR? Deepening on the right of first refusal

Pablo A. Artagaveytia 227
Instrumentación contractual de una operación de adquisición de acciones o activos
Contractual instrumentation of a share or asset acquisition transaction

Isabella Monsante 243
Sin dar el brazo a torcer: cláusulas shotgun como mecanismo de solución eficiente ante un bloqueo societario
Without giving in: shotgun clauses as an efficient solution mechanism in the event of a corporate deadlock

Francisco Javier Garibay y Sebastián Fernández 257
Cláusulas de indemnización en operaciones privadas de M&A en México
Indemnification clauses in private M&A transactions in Mexico

Maria Angélica Meneses 283
Guía práctica para operaciones de M&A: los documentos del proceso previo al SPA y sus secciones más relevantes
Practical guide for M&A transactions: the pre-SPA process documents and their most relevant sections

Interdisciplinarias

Rafael Corzo y Eduardo Wiese 293
Algunos apuntes prácticos sobre derecho de seguros en el Perú - Primera entrega
Some practical notes of insurance law in Peru - First submission

Alonso Barreda 319
Kid cat bonds, o el caso para la emisión de *cat bonds* contra pérdidas por el Niño
Kid cat bonds, or the case for issuance of cat bonds against losses due to el Niño

José Reaño y José Luis Medina 331
Criminal Compliance en el Perú: La necesidad de una reforma urgente y parcial al régimen de responsabilidad penal corporativa
Criminal Compliance in Peru: the need for an urgent and partial reform of the corporate criminal liability regime

Erick Palao 351
La responsabilidad penal de las personas jurídicas en las operaciones de M&A: ¿se puede eximir de responsabilidad penal a través de un adecuado *due diligence* de *compliance* penal?
Criminal liability of legal persons in M&A transactions: can criminal liability be exempted through an adequate criminal compliance due diligence?

Luis Rodríguez Mariátegui y Miyanou Dufour 363
Consideraciones ambientales en transacciones mineras de M&A
Environmental considerations in M&A mining transactions

Luis Felipe Huertas del Pino 383
El nuevo enfoque de la fiscalización ambiental y los riesgos ambientales en las transacciones de M&A
The new approach to environmental auditing and environmental risks in M&A transactions

Carlos Enrique Arata 395
Consideraciones en torno a la adquisición de proyectos de infraestructura pública
Considerations regarding the procurement of public infrastructure projects

Mauricio Ruiz 417
La expedición directa en acuerdos comerciales: actual postura de la SUNAT y reflexiones sobre su correcto cumplimiento
Direct shipment in trade agreements: SUNAT's current position and reflections on its proper enforcement

ENTREVISTA

Alberto Rebaza 433
Tendencias, desafíos y oportunidades del M&A en Perú: nuevos actores en el mercado local, internacionalización de grupos peruanos y futuro del M&A ante la recesión económica
Trends, challenges, and opportunities of M&A in Peru: new players in the local market, internationalization of Peruvian economic groups and the future of M&A due to the economic recession

MISCELÁNEAS

Rocío Gordillo 445
El desarrollo de los FIBRA en el Perú
The development of FIBRA in Peru

Coordinadores Generales

José Antonio Payet

José Antonio se graduó como abogado en la Pontificia Universidad Católica del Perú y obtuvo su LLM en la Universidad de Harvard como becario Fulbright. Ha sido profesor de derecho en sus áreas de especialización en la Escuela de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú y de otras universidades peruanas. Dicta charlas y conferencias de su especialidad en eventos locales e internacionales. Asimismo, es autor de diversos artículos sobre derecho de mercado de valores, derecho societario y fondos privados en revistas especializadas y obras colectivas.

Es socio fundador del estudio Payet, Rey, Cauvi, Pérez. En el ámbito profesional, cuenta con amplia experiencia y reconocida trayectoria en el sector. Ha participado en varias de las operaciones más importantes de finanzas corporativas en el Perú, incluyendo adquisiciones y desinversiones de empresas públicas y de capital privado, ofertas de valores, titularizaciones, banca tradicional y préstamos de financiación de proyectos, entre otros.

Es miembro de diversos consejos consultivos. Es integrante del Consejo Superior de Arbitraje de la Cámara de Comercio de Lima. Además, se encuentra afiliado a International Bar Association.

José Antonio received his law degree from Pontificia Universidad Católica del Perú and his LLM from Harvard University as a Fulbright Scholar. He has been a professor of law in his areas of specialization at the Law School of the Pontificia Universidad Católica del Perú and other Peruvian universities. He gives lectures and conferences in his areas of specialization at local and international events. He is also the author of several articles on stock market law, corporate law and private funds in specialized journals and collective works.

He is a founding partner of the law firm Payet, Rey, Cauvi, Pérez. In the professional field, he has extensive experience and recognized trajectory in the sector. He has participated in several of the most important corporate finance transactions in Peru, including acquisitions and divestitures of public and private equity companies, securities offerings, securitizations, traditional banking and project finance loans, among others.

He is a member of several advisory boards. He is a member of the Superior Arbitration Council of the Lima Chamber of Commerce. He is also a member of the International Bar Association.

Alberto Rebaza

Alberto se graduó como abogado en la Pontificia Universidad Católica del Perú y obtuvo su LL.M. en Virginia Law School. Adicionalmente, cuenta con estudios en Georgetown University y en el Reino Unido. Ha sido ponente de conferencias en Dublín, Sao Paulo, Bogotá, Ciudad de Panamá, Barcelona, Nueva York, Ciudad de México, Singapur, entre otros.

Es socio fundador y managing partner de Rebaza, Alcázar & De Las Casas. Es co-líder del área de fusiones y adquisiciones. Alberto ha sido permanentemente considerado por los principales rankings legales como abogado líder en M&A y Banca y Financiamiento. Estas publicaciones incluyen a Chambers & Partners, Legal 500, IFRL 1000, Leaders Leaguey Latin Lawyer entre otras. Chambers & Partners lo ha considerado "como la voz líder para las grandes transacciones financieras y M&A".

Además es presidente del 'Museo de Arte de Lima' (MALI), miembro del Comité de 'Mecenazgo del Museo Nacional Centro de Arte Reina Sofía' (MNCARS) de Madrid, miembro del 'Latin American Circle del Guggenheim Museum' en Nueva York y miembro del 'Patronato Cultural del Perú', responsable del Pabellón Peruano en la Bienal de Venecia.

Alberto received his law degree from Pontificia Universidad Católica del Perú and his LL.M. from Virginia Law School. He has also studied at Georgetown University and in the United Kingdom. He has spoken at conferences in Dublin, Sao Paulo, Bogota, Panama City, Barcelona, New York, Mexico City, Singapore, among others.

He is a founding partner and managing partner of Rebaza, Alcázar & De Las Casas. He is co-leader of the mergers and acquisitions area. Alberto has been permanently considered by the main legal rankings as a leading lawyer in M&A and Banking and Finance. These publications include Chambers & Partners, Legal 500, IFRL 1000, Leaders League and Latin Lawyer among others. Chambers & Partners has considered him "as the leading voice for large financial transactions and M&A".

He is also president of the 'Museo de Arte de Lima' (MALI), member of the patronage committee of the 'Museo Nacional Centro de Arte Reina Sofía' (MNCARS) in Madrid, member of the 'Latin American Circle of the Guggenheim Museum' in New York and member of the 'Patronato Cultural del Perú', responsible for the Peruvian Pavilion at the Venice Biennale.

DERECHO CORPORATIVO Y M&A

10.18800/themis.202302.001

NOTAS SOBRE EL ORIGEN Y LA EVOLUCIÓN DE LA SOCIEDAD ANÓNIMA

NOTES ON THE ORIGIN AND EVOLUTION OF THE CORPORATION

José Antonio Payet Puccio*
Payet, Rey, Cauvi, Pérez

This paper takes a historical overview in order to elucidate the precedents and evolution of one of the most revolutionary and useful organizational instruments in society. From the perspective of many entrepreneurs, the modern corporation is the one that offers the best conditions for the development of business activity.

Therefore, the author highlights the importance of analyzing that this institution is built from a long process of development of liability protection mechanisms that, in accordance with the needs of the mankind and with the help of codification, led to what we know today.

Keywords: Corporation; codification; liability; trade.

El presente trabajo realiza un recorrido histórico con el objetivo de elucidar los precedentes y la evolución de uno de los instrumentos de organización más revolucionarios y útiles en la sociedad. Desde la perspectiva de muchos emprendedores, la sociedad anónima moderna es aquella que ofrece las mejores condiciones para el desarrollo de la actividad empresarial.

Así, el autor señala la importancia de analizar que esta figura se encuentra construida a partir de un largo proceso de desarrollo de mecanismos de protección en materia de responsabilidad que conforme a las necesidades de la humanidad y de la mano de la codificación, llevaron a aquello que hoy conocemos.

Palabras clave: Sociedades; codificación; responsabilidad; comercio.

* Abogado. Máster en Derecho (LL.M.) por la Universidad de Harvard como becario Fulbright. Se desempeñó como docente del curso de Sociedades Anónimas en la Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú. Socio fundador de Payet, Rey, Cauvi, Pérez (Lima, Perú), es integrante del Consejo Superior de Arbitraje de la Cámara de Comercio de Lima y está afiliado a International Bar Association. Contacto: jpayet@pucp.edu.pe

Nota del Editor: El presente artículo fue recibido por el Consejo Ejecutivo de THĒMIS-Revista de Derecho el 15 de septiembre de 2023, y aceptado por el mismo el 09 de octubre de 2023.

I. INTRODUCCIÓN

La sociedad anónima es la forma jurídica por excelencia de la gran empresa en la economía capitalista. Sus características –personalidad jurídica, duración indefinida, responsabilidad limitada, acciones transferibles, administración delegada y propiedad por parte de los inversionistas de capital– la hacen especialmente útil para el desarrollo de la actividad empresarial a gran escala. Por otra parte, se trata de un modelo jurídico flexible, lo que la hace propicia también para la organización de la actividad empresarial a escala pequeña y mediana. De esta manera, a la vez que las empresas más grandes del mundo se organizan normalmente bajo la forma de una sociedad anónima –muchas veces sociedades bursátiles de accionariado difundido–, también cientos de miles de empresas pequeñas y medianas revisten esta forma jurídica –bajo los tipos de sociedades anónimas cerradas o simplificadas–, por considerar que es la más adecuada para el desarrollo de la actividad empresarial.

La historia de la sociedad anónima es apasionante, en tanto se trata de una institución jurídica cuya evolución va de la mano con el desarrollo de la economía y las finanzas. Las necesidades de levantamiento de capital y de gestión especializada que genera el desarrollo de la actividad empresarial encuentran respuesta a través de una organización jurídica que, poco a poco, va perfilando sus características hasta convertirse en la moderna sociedad anónima. De esta manera, la forma jurídica de la sociedad anónima que conocemos hoy no es el producto de una inspiración individual genial, sino que es el resultado de un proceso incremental en el tiempo, en el que se van perfilando características jurídicas determinadas en respuesta a las nuevas necesidades económicas de la empresa. No obstante, el producto de esta evolución es sin duda genial, ya que la sociedad anónima, por sus características estructurales, es una creación poderosísima que, al permitir el levantamiento de capitales de largo plazo y el desarrollo de la gran empresa, ha impulsado el desarrollo de la economía capitalista a niveles extraordinarios.

Generalmente se considera que la sociedad anónima se origina a inicios del siglo XVII, con las grandes sociedades coloniales. Es verdad que estas representaron una verdadera revolución desde el punto de vista de la organización jurídica de la gran empresa. Sin embargo, como veremos a continuación, estas grandes sociedades coloniales no nacieron con todas las características de la moderna sociedad anónima. Asimismo, ellas, a su vez, se basaron en instituciones jurídicas más remotas, que ya traían algunos elementos fundamentales en la estructura de la sociedad anónima. Una rama para el desarrollo de estas sociedades se enraíza en las corporaciones del Derecho Romano, a las que se reconocía un patrimonio y una existencia jurídica distinta de la de sus miembros, mientras que otra viene de las antiguas sociedades contractuales de personas que permitían la colaboración de una pluralidad de personas en distintos emprendimientos económicos. Finalmente, las sociedades coloniales fueron solo una etapa en el desarrollo de la sociedad anónima, que tuvo que esperar a la codificación para convertirse en un instrumento jurídico al alcance de todos los emprendedores.

En este artículo paso revisión a los que creo son los hitos más importantes en el desarrollo histórico de la institución jurídica de la sociedad anónima, desde sus antecedentes remotos en el Derecho Romano hasta la generalización de la utilización de esta figura y su codificación en normas jurídicas a lo largo de las distintas jurisdicciones. En esta revisión, me refiero también a algunos hitos en la evolución de la figura en el Derecho peruano. Como lo dice el título, estas son solo unas notas sobre la historia de la sociedad anónima. El tema es fascinante pero amplísimo y da para mucho más.

II. EL DERECHO ROMANO

No existió en el Derecho Romano una estructura corporativa como la de la sociedad anónima. Sin embargo, sí existieron algunas figuras que presentan elementos que aparecen posteriormente, reformados y combinados de distinta manera, en las sociedades anónimas de la era moderna.

El Derecho Romano reconocía a la familia como una unidad patrimonial, administrada y dirigida por el *pater familias*. La familia era la unidad económica fundamental y, dada la concentración de la riqueza que existía en Roma, tenía una importancia mucho mayor que la que tiene hoy en el desarrollo de la actividad económica. El *pater* no solo era el administrador del patrimonio familiar, sino que técnicamente era el propietario de todos los bienes que eran adquiridos por los miembros de la familia. Dicen Hansmann *et al.* (2006, p. 1357):

> Estos atributos hacían a la familia romana como algo grande y, desde el punto de vista de un acreedor, robusto. La familia tenía una duración indefinida, manteniéndose intacta generación tras generación […] La riqueza de una familia romana próspera era aparentemente suficiente para financiar la típica firma comercial, reduciendo la necesidad de estructuras empresariales que permitiesen múltiples propietarios como la sociedad anónima.

De esta manera, la célula económica fundamental de la economía romana era la familia; y la estructura jurídica de dicha célula económica era básicamente el Derecho Civil, especialmente el Derecho de Familia y el Derecho de Sucesiones.

A. Societas, Collegium

Sin perjuicio de ello, algunos autores reconocen los orígenes de la sociedad anónima en ciertas instituciones del Derecho Romano. Colin Mayer (2018) afirma que el origen de la sociedad anónima se remonta a dos instituciones del Derecho Romano: el contrato de sociedad (*societas*), propio de la actividad empresarial, y el *collegium*, estructura corporativa propia de actividades gremiales y de beneficio mutuo. En este sentido, también señala lo siguiente:

> La empresa corporativa tiene su origen en la evolución paralela de dos instituciones […] La primera institución es la corporación y la segunda la sociedad. El origen de ambas instituciones puede ser trazado hasta los tiempos romanos. En la antigua Roma, había dos tipos de contratos a través de los cuales las personas podían ser unidas. El primero era la *societas* y el segundo era el *collegium* (2018, pp. 63-64).

La *societas* era un contrato utilizado en Roma para el desarrollo en común por dos o más personas (los socios) de actividades, que eran normalmente comerciales o industriales, aunque la finalidad del contrato podía ser cualquier actividad que no fuera ilícita o imposible. Sin embargo, la *societas* era simplemente un contrato colaborativo. No creaba una persona jurídica ni un patrimonio separado, no generaba responsabilidad limitada, no existía relación de agencia ni poder de un socio para representar a la empresa común o a los demás socios, ni existía la posibilidad de transferir la posición de cada socio en el contrato (Hansmann *et al.*, 2006, p. 1356). De hecho, el fallecimiento de un socio era causa de terminación del contrato.

El *collegium*, de otro lado, fue una figura a través de la cual las personas se podían asociar para alguna finalidad de interés común, tal como el ejercicio de la misma profesión u oficio, o la obtención de ciertos beneficios –como por ejemplo asociaciones funerarias–. Los *collegia* fueron reconocidos legalmente, y aparentemente tenían un patrimonio propio y su existencia transcendía el fallecimiento o apartamiento de algunos de sus miembros. En este sentido, como lo explica Lucía Hernández Tejero García, los *collegium* podían incluso contratar y asumir derechos y obligaciones como personas independientes a sus integrantes:

> Como texto fundamental acerca de la capacidad de los colegios para actuar en el Derecho de obligaciones, puede citarse el conservado en el Digesto y atribuido a Ulpiano en el que se dice que "si se debe algo a una universitas, no se debe a cada uno de sus miembros, así como tampoco se debe a la universitas lo que se debe a uno de aquellos" (1985, p. 281).

B. La Societates Publicanorum

En la encrucijada entre la *societas* –contrato de fines empresariales pero que no genera personalidad jurídica– y los *collegia* –asociaciones con patrimonio y capacidad jurídica dedicadas a fines gremiales o de bienestar de sus miembros– se encuentra la denominada *societates publicanorum*; y sobre ella existe un interesante debate respecto de si debe o no ser considerada el antecedente de la sociedad anónima en el Derecho Romano.

Las *societates publicanorum* eran formadas por los denominados publicanos, que eran personas a quienes el Estado adjudicaba determinados servicios u obras públicas. Lo que hoy llamaríamos concesionarios de obras o servicios públicos –una versión romana de las asociaciones público-privadas–. Arias Bonet señala al respecto lo siguiente:

> En el primer sentido estricto, publicano es aquel que toma en arriendo, es decir, aquel a quien el Estado concede la cobranza de un impuesto, comprometiéndose a pagar a las arcas públicas una cantidad determinada como producto del impuesto (*vectigal*) cuya percepción le es concedida. En la otra acepción más amplia, son también *publicani* todos aquellos a quienes se adjudica por el Estado –o por un Municipio– el acopio de suministros, la realización de obras públicas y la explotación de minas, salinas y otras propiedades públicas (1948-49, p. 219).

Añade este autor que las actividades a las que se dedicaban los publicanos estaban vedadas a los miembros del orden senatorial (1948-49, p. 226). Los publicanos se agrupaban en sociedades –*societates*– para el desarrollo de las actividades para las cuales recibían encargo del Estado. Arias Bonet lo explica así:

> [L]os factores más influyentes en la aparición y desarrollo de las societates publicanorum serían, naturalmente, la insuficiencia del capital individual, las necesidades de precaución contra los riesgos, tanto de parte de los mismos publicani como del Estado, y el factor imitación. Las empresas a las que los publicani se dedicaban fueron exigiendo mayores sumas cada vez, a medida que la Administración ro-

> mana se agrandaba y se complicaba siguiendo el ritmo de la expansión territorial. Se impone la asociación de capitales, que al propio tiempo limita, diluyéndole, el posible riesgo (1948-49, pp. 231-232).

La *societates publicanorum* tiene un origen contractual y requiere el consentimiento de los socios. Requiere también el aporte, que puede ser de trabajo, de bienes o de dinero, el que puede ser diferente para cada socio o para los distintos tipos de socios. La *societates* cuenta con una estructura administrativa y con funcionarios predefinidos –*manceps, magister, promagristri, syndicus*–. También forma parte de la estructura de esta sociedad la función de fiador o garante que corresponde a determinadas personas (*praedes*) que garantizan las obligaciones de la sociedad frente al Estado (Arias, 1948-49, pp. 254-265). La *societates publicanorum* permitía la existencia de socios pasivos, que no requerían tener ninguna participación en el desarrollo de la actividad social más allá del aporte realizado. Asimismo, un carácter peculiar de la *societates publicanorum* –que ha llevado a que se le identifique con la sociedad anónima– es la posibilidad de transmisión del puesto de socio. Esta posibilidad se apartaba de la regla general para la *societas* romana en el sentido que la sociedad se disolvía si un socio renunciaba (Arias, 1948-49, pp. 273-274).

No es, sin embargo, claro y pacífico el reconocimiento de la *societates publicanorum* como antecedente de la sociedad anónima. Por un lado, por ejemplo, Ulrike Malmendier considera a la *societates publicanorum* efectivamente como el antecedente romano de la sociedad anónima: "En resumen, la societates publicanorum funcionaba en gran parte como la corporación moderna en términos de su reconocimiento como entidades legales y su acceso al mercado de capitales" (Malmendier, 2008, p. 15). Esta autora menciona las siguientes características específicas: (i) representación, en el sentido que una persona podía representar a la firma y asumir obligaciones a nombre de ésta; (ii) continuidad y estabilidad, en el sentido que la firma continuaba existiendo si uno de los socios moría o abandonaba la sociedad; (iii) financiamiento externo, en el sentido que inversionistas podían proveer capital y adquirir participaciones en la entidad sin adquirir responsabilidad por las obligaciones de la *societates*; y (iv) capacidad de ser titular de derechos y obligaciones (Malmendier, 2008, pp. 14-15). La misma autora señala que, más allá del debate conceptual sobre el surgimiento de la institución de la personalidad jurídica, "desde un punto de vista práctico, las fuentes históricas pintan una figura convincente de la societates publicanorum como la primera corporación empresarial" (2008, p. 16). Asimismo, Hansmann *et al.* (2006) le reconocen un grado importante de aislamiento patrimonial ('*entity shielding*') y señalan que la *societates publicanorum* podría tener cientos de socios que intercambiaban sus participaciones en un mercado similar a las bolsas de valores contemporáneas (pp. 1360-1388). Una posición similar la expone Magnuson en su reciente libro For Profit: A History of Corporations (2022, pp. 15 y siguientes).

Por otro lado, Jesús Alfaro critica directamente la asimilación de la *societas publicanorum* a la sociedad anónima moderna:

> Por lo demás, es una fantasía imaginar que las partes de socio en una societates publicanorum podían ser lo suficientemente numerosas y homogéneas como para generar un precio de mercado. Eso requería cuatro condiciones: una larga y estable duración de la sociedad (lo que, en el caso de las constituidas para la recaudación de impuestos no es plausible); una «normalización» de las partes de socio que hicieran una "acción igual a otra acción igual a otra acción"; un volumen elevado de acciones y, sobre todo, una centralización de las adjudicaciones de los contratos en una o en unas pocas societates publicanorum de gran tamaño (desde que nace la VOC y la EIC hasta que la sociedad anónima se generaliza pasan siglos durante los cuales apenas hay una docena de sociedades anónimas en todo el mundo). Las fuentes indican, como no puede ser de otra forma, que ninguna de las cuatro características enunciadas estaba presente en la Roma republicana. Las societas publicanorum se formaban ad hoc para concurrir a cada contrato y eran muchas aunque los miembros de cada una de ellas se repitieran, de manera que resulta imposible que se produjera esa homogeneización –institucionalización– de las posiciones de socio que hubiera permitido la formación de un mercado […] Proyectar hacia el pasado la estructura económica de los mercados ubicuos y generalizados solo puede conducir a distorsionar el análisis de las instituciones del mundo antiguo (Alfaro, 2017).

III. EL COMERCIO EN EL MEDITERRÁNEO

El surgimiento del comercio en el Mediterráneo trajo consigo un nuevo Derecho, el Derecho de los comerciantes –Derecho Mercantil– que surge al servicio de las nuevas formas de hacer negocios. En este contexto, principalmente en las ciudades comerciales italianas, surgen nuevas formas asociativas para el desarrollo de las empresas, que sin duda ayudan en la formación de las bases de la moderna sociedad anónima.

A. La Compagnia

La primera de ellas es la *compagnia*, o compañía, que corresponde a la forma societaria que hoy conocemos como sociedad colectiva.

Como lo explica Galgano, la sociedad colectiva, que se denominaba simplemente "compañía" o "*societas mercatorum*", en esencia era una sociedad de personas, conformada por comerciantes, que ponían su actividad y su patrimonio en común para la realización de actividades mercantiles. No participaban en esta sociedad personas que no ejercían el comercio. Todos los socios estaban involucrados en el negocio, todos representaban a la compañía y todos respondían personal e ilimitadamente por las obligaciones sociales (1987, p. 59).

La institución de la responsabilidad personal ilimitada y solidaria de todos los socios es un factor esencial para el desarrollo de la sociedad colectiva. En la *societas* romana no existía responsabilidad limitada, pero la responsabilidad de los socios no era solidaria sino mancomunada. Como señala Galgano, en la época de surgimiento del Derecho Mercantil la responsabilidad solidaria de los comerciantes involucrados en un negocio común se convirtió en una parte esencial de la estructura jurídica de la actividad empresarial que actuaba como una potente palanca que facilitaba el acceso al crédito.

> El *ius mercatorum* era una ley de clase, que protegía los intereses de los comerciantes como clase social, en especial la expansión económica de la burguesía naciente, y, por tanto, poco importaba que, para lograr sus objetivos, tuviera que sujetar el interés particular de algún miembro de la clase. El interés, que se protegía con la regla de responsabilidad solidaria de todos los socios, era la multiplicación de los negocios. El crédito a los comerciantes en sociedad se veía incrementado, y el volumen de negocios también, cuando a los terceros se ofrecía, como garantía, una pluralidad de patrimonios: el patrimonio de cada uno de los socios […] Las obligaciones asumidas por un socio vinculaban, solidariamente, a los demás, incluso sin el conocimiento de estos (Galgano, 1987, p. 62).

Por esta razón, Galgano sostiene lo siguiente:

> El *ius mercatorum* instaura el rigor más despiadado ante el comerciante que se halla en estado de insolvencia. La grave represión penal de esta sin otras condiciones, que serán necesarias más adelante para hacerla punible, y las infamantes consecuencias personales de la quiebra, muestran el precio que estuvo dispuesta a pagar la clase mercantil para adquirir crédito y gozar de la confianza del mercado (1987, p. 62).

La esencia de la *compagnia* era la participación de todos los socios –todos comerciantes– en el desarrollo del negocio, y la responsabilidad ilimitada y solidaria de todos ellos por las obligaciones sociales. Ello supuso un elemento muy poderoso de 'garantía mutua' de los distintos socios entre sí que facilitaba el acceso al crédito y el acrecía del volumen de los negocios de la empresa común. Sin embargo, a la misma vez, las características de este modelo –involucramiento de todos los socios en la gestión, responsabilidad ilimitada y solidaria de los socios por las obligaciones sociales, terminación ante la salida de un socio– no lo hacían idóneo para el levantamiento de grandes capitales de inversionistas pasivos, lo cual limitó su utilidad como vehículo para la gran actividad empresarial a medida que el crecimiento del comercio aumentaba la envergadura de los negocios. A pesar de ello, la compañía o sociedad colectiva sigue hoy presente en las legislaciones societarias de corte latinocontinental como uno de los modelos clásicos de la sociedad mercantil, aunque sin mucha aplicación y utilidad práctica.

B. La Commenda

La segunda forma societaria que surge en las ciudades italianas del medioevo al servicio del comercio mediterráneo es la *commenda*, que corresponde a lo que hoy conocemos como sociedad en comandita o sociedad comanditaria. A diferencia de la sociedad colectiva, la *commenda* permite el involucramiento de socios pasivos –hoy los llamaríamos puramente capitalistas– los cuales no asumen más responsabilidad por las obligaciones sociales que cumplir con el aporte comprometido. En este sentido, la *commenda* resultaba más adaptada a la necesidad de involucrar inversionistas no gestores en la sociedad y permitía el levantamiento de mayores capitales para los negocios crecientes en el comercio mediterráneo y oriental, facilitando la participación de las clases no comerciantes en el financiamiento de las empresas mercantiles.

Como explica Galgano, en la *commenda*, existían dos clases de socios, los socios comanditarios, que aportaban capital, no participaban en la gestión, y no respondían más que por el aporte al que se habían comprometido; y los socios ordinarios o colectivos, que tenían la gestión y que respondían en forma ilimitada y solidaria por las obligaciones sociales (1987, p. 57). Son estos últimos los comerciantes. El socio pasivo –denominado *commendatore* o socio comanditario– tenía responsabilidad limitada pero no tenía derechos de voto, mientras

que el socio activo administraba el negocio y tenía responsabilidad ilimitada. Los socios comanditarios no participan técnicamente en el comercio y se limitan a invertir como socios pasivos.

Hansmann *et al.* (2006, p. 1372) señalan lo siguiente:

> La *commenda* [...] surgió durante los siglos diez y once como un mecanismo para financiar el comercio marítimo. La comenda típica tenía dos socios: un inversionista pasivo que proveía capital y un comerciante viajero (frecuentemente el capitán de la nave) que contribuía la iniciativa comercial y el trabajo. La *commenda* duraba solo un viaje ida y vuelta, al cabo del cual la mercadería obtenida en los puertos extranjeros era vendida y las utilidades distribuidas entre los socios activos y pasivos de acuerdo con proporciones pre-definidas.

La *commenda* fue un instrumento poderoso para el financiamiento del comercio, permitiendo la participación de las clases no comerciantes –en particular la nobleza y el clero– en los negocios comerciales, a través del financiamiento de la empresa como socios comanditarios.

Sin embargo, la *commenda* presentaba dos limitantes estructurales. El primero es que no ofrecía aún un mecanismo para comprometer capitales de terceros a largo plazo en actividades de índole empresarial. Los fondos dados por el *commendatore* en la sociedad comanditaria se liquidaban al cabo del proyecto comercial del que se trataba. Las únicas empresas de envergadura que tenían una duración más allá del viaje que se financiaba eran las compañías ligadas a las grandes familias comerciantes italianas, organizadas con base en el involucramiento de todos los socios en la gestión de la firma y la responsabilidad personal solidaria e ilimitada, bajo la forma de la sociedad colectiva. En segundo lugar, en la *commenda,* la responsabilidad limitada se reconocía únicamente a los socios comanditarios, no a los socios involucrados en la gestión, con lo que el efecto multiplicador sobre las inversiones que genera la responsabilidad limitada era parcial.

C. Las Sociedades Privilegiadas Coloniales

El comercio a gran distancia de los países europeos –esencialmente con las Indias Orientales y con América– que surge a partir del siglo XVII fuerza el desarrollo de nuevas formas de organización empresarial. Este tipo de comercio requería inversiones de mayor escala y a mayor plazo, destinadas a la organización de grandes flotas capaces de emprender viajes de duración considerable y de muy alto riesgo. Ello genera nuevas necesidades de organización jurídica, que el Derecho no tarda en proporcionar.

A diferencia de España y Portugal, que respondieron al reto del comercio colonial organizando el comercio con las colonias a través de una estructura con fuerte intervención del Estado, Inglaterra y Holanda recurrieron fundamentalmente al sector privado, a través del reconocimiento de organizaciones jurídicas de propiedad privada, a las que dotaron de una estructura jurídica idónea para agrupar grandes capitales de muchos inversionistas, a la que se sumaron concesiones y privilegios destinados a facilitar su desarrollo. Las grandes sociedades coloniales paradigmáticas fueron la Compañía holandesa de las Indias Orientales (Vereenigde Oostindische Compagnie, en adelante, VOC) y la Compañía inglesa de las Indias Orientales (East India Company). Sin embargo, estas sociedades fueron el resultado de un proceso de evolución gradual basado en estructuras jurídicas preexistentes: la sociedad comanditaria, que ya permitía la incorporación de socios pasivos a emprendimientos comerciales, y la corporación, basada en los *collegia* romanos, que proporcionaba personalidad jurídica a organizaciones de fines gremiales, religiosos o educativos.

Al respecto Hansmann *et al.* señalan lo siguiente:

> Gremios de comerciantes, operando frecuentemente a través de estructuras de tipo commenda, fueron otorgados patentes que incluían privilegios exclusivos para comerciar en regiones determinadas del mundo. Aunque en estas compañías privilegiadas al comienzo se dividía la carga entre los inversionistas al final de cada viaje, la ineficiencia de esta liquidación frecuente de activos hizo que los Estados Generales Holandeses en 1623 le otorgaran a la East India Company holandesa existencia perpetua. Aunque los accionistas perdieron su poder de retirar sus inversiones, fueron compensados con un nuevo derecho a vender sus acciones sin el consentimiento de los demás propietarios, un compromiso que reconcilió la necesidad de la compañía de contar con un capital fijo con la necesidad de liquidez de un accionista (2006, pp. 1376-1377).

La combinación de duración perpetua y posibilidad de negociación de las participaciones de los socios convertidas en acciones, sumada a la responsabilidad limitada de todos los socios, fue verdaderamente revolucionaria y generó entidades comerciales con una envergadura sin precedentes.

En Inglaterra surgen dos tipos de entidades. Unas fueron las denominadas compañías reguladas o *re-*

gulated companies. Estas no eran comerciantes o empresarios en sí mismas, sino que eran entidades de corte gremial que regulaban, ordenaban y brindaban servicios a una comunidad de comerciantes. En este sentido, eran de alguna manera sucesoras o derivaciones de los antiguos gremios mercantiles y de los *collegia* romanos (Harris, 2005, p. 222).

Respecto a las compañías reguladas, dice Harris que:

> El bien establecido comercio de corta distancia con puertos cercanos de Europa Occidental se organizó en empresas reguladas: la compañía española, cuyo comercio también cubría Portugal, fue fundada en 1577; la Eastland Company, para el comercio con el Mar Báltico y Escandinavia, fue creada en 1579; la Compañía Francesa en 1609. La carta de nacimiento y autorización 1505 de la Compañía los Antiguos Aventureros Mercantes se extendió desde Flandes a los Países Bajos y Alemania casi al mismo tiempo. Tras la adhesión del primer rey Stuart, Jaime I, en 1603, toda la gama inglesa de comercio de corta distancia desde el Báltico a través de Europa Occidental y hasta España, se dividió entre cuatro grandes empresas reguladas (2005, p. 223).

Así, las compañías reguladas, que agrupaban comerciantes que negociaban por cuenta propia, dominaban el comercio intra-europeo.

La visión de Adam Smith sobre estas compañías reguladas es sumamente crítica, pues el ilustre sabio escocés considera que su propósito y efecto era el de reducir la competencia. Smith escribe en La Riqueza de las Naciones:

> Las compañías reguladas se asemejan en todo a las corporaciones gremiales, tan comunes en todas las ciudades de Europa, y disfrutan de una especie de monopolio más amplio, pero de la misma naturaleza. De igual manera que ningún habitante de una ciudad puede ejercer un oficio gremial sin obtener primero licencia de la corporación, de la misma suerte ningún ciudadano del Estado puede traficar en ninguna rama del comercio exterior, para cuyo objeto se ha instituido una compañía regulada, sin antes hacerse miembro de la misma (2007, pp. 648-649).

Escribiendo en 1776, el juicio de Smith sobre estas compañías es radical:

> Aunque estas compañías hayan sido útiles en sus comienzos, cuando se trataba de establecer ciertas ramas comerciales, haciendo por su cuenta un experimento que el Estado no hubiera estimado conveniente hacer, a la larga han llegado a ser universalmente gravosas e inútiles, perjudicando el comercio o limitando sus posibilidades de expansión (2007, p. 649).

Un segundo tipo de organización era la sociedad denominada '*joint stock company*', la cual sí era empresaria o comerciante en sí misma, y que se organizaba normalmente para desarrollar actividades de comercio internacional. Al igual que las *regulated companies*, las *joint stock companies* eran creadas por un acto soberano de la Corona, que las dotaba de personalidad jurídica y les otorgaba ciertos derechos y privilegios. Sin embargo, las *joint stock companies* constituían empresas colectivas y no meras asociaciones de comerciantes independientes y su utilización se centraba básicamente en el comercio hacia zonas fuera de Europa. La English East India Company se creó bajo este modelo. Explica Harris lo siguiente:

> Por otro lado, el comercio de larga distancia a las fronteras exteriores de Europa y a otros países, que todavía estaba en una etapa pionera, se organizó inicialmente en "*joint stock companies*". La primera de estas sociedades anónimas fue la Russia Company (también conocida como la Muscovy Company) fundada en 1553 y autorizada en 1555. La Levant Company (Compañía de Turquía) se formó en 1581 para el comercio con Turquía y el Mediterráneo oriental. Otras empresas menores, para el comercio con África y otras zonas remotas, se incorporaron aproximadamente al mismo tiempo. A largo plazo, la más significativa de estas primeras empresas fue, sin duda, la English East India Company[...] (2007, p. 223).

D. La English East India Company

La English East India Company fue creada mediante *Royal Charter* el 31 de diciembre de 1600 por la Reina Isabel I de Inglaterra, con la denominación de "The Governor and Company of Merchants of London Trading into the East Indies". Al momento de la creación de la sociedad, esta tenía ya al menos 218 suscriptores de acciones. El acto de creación le otorgo a la sociedad un monopolio comercial sobre las Indias Orientales. La época era propicia porque en 1588 la flota inglesa había derrotado a la denominada Armada Invencible de Felipe II de España. Inglaterra percibía que existía una oportunidad de competir con los portugueses y los holandeses por el comercio con las Indias Orientales, cuyas especias eran un insumo vital para la conservación de alimentos (Harris, 2006, p. 224-225).

En el desarrollo de sus actividades, la English East India Company se convirtió en un cuasi soberano

en las zonas sobre las que adquirió control. Incluso tenía un ejército, con el cual dominaba militarmente las zonas coloniales confiadas a su administración, incluyendo una gran parte de la India. La estructura de gobierno de la sociedad comprendía un gobernador, un vice-gobernador, un comité de 24 integrantes (que se pasó a denominar Court of Directors, el antecedente del directorio) y una Asamblea General. La asamblea se reunía anualmente y en ella podían participar todos los miembros o accionistas de la compañía, quienes votaban para elegir a los directores y al gobernador y vice-gobernador. Inicialmente la votación era por cabezas, pero a partir de 1609 paso a ser por acciones (Harris, 2007, pp. 229-232).

La compañía financiaba sus actividades comerciales esencialmente mediante la emisión de acciones. Si bien las acciones fueron transferibles desde el inicio, originalmente la transferencia tuvo algunas limitaciones y, por ejemplo, debía ser aprobada por la sociedad. Posteriormente estas limitaciones fueron eliminadas y las acciones pasaron a negociarse en la Bolsa de Valores de Londres, que en ese entonces comenzaba a desarrollarse como mercado de acciones de compañías privadas en el siglo XVIII (Harris, 2007, pp. 232-238).

La empresa creció significativamente en los años siguientes a su fundación. Para el 1700 llego a ser la segunda empresa más grande de Inglaterra (solo después del Bank of England) y la sociedad comercial más grande del mundo. Llegó a controlar militar y políticamente grandes extensiones de la India y a operar, en la práctica, como el titular del gobierno de esta colonia. El monopolio de la compañía terminó a inicios de los 1800, con ello fue disminuyendo el volumen de los negocios sociales y la compañía fue finalmente disuelta en 1873 (Harris, 2007, pp. 238-243).

E. La Compañía Holandesa de las Indias Orientales

En el Siglo XVI el comercio holandés se organizaba básicamente sobre la base de sociedades de modelo comanditario. Se formaron muchas de estas compañías, sin embargo, la agresiva competencia entre ellas mismas bajó la rentabilidad de las operaciones comerciales y llevo a las propias empresas a buscar alguna forma de consolidación. Al respecto, Harris señala lo siguiente:

> La intensa competencia entre estas pre-compañías elevó los precios en los mercados asiáticos y bajó los precios de las mercaderías de origen asiático en el mercado holandés y otros mercados europeos y era ineficiente en términos de infraestructura. El deseo de lograr un cartel, para ahorrar en costos y coordinar la lucha contra los portugueses y los ingleses llevó a la integración de seis pre-compañías basadas en diferentes ciudades en la United East India Company (l) en 1602 (2009, p. 15).

La VOC fue incorporada en 1602 por un acto de los Estados Generales, que era la asamblea federal de la Republica Holandesa. Fue creada inicialmente con un plazo de duración de 21 años. Sin embargo, se previó que al cabo de los primeros 10 años se debería realizar un corte, momento en el cual los inversionistas iniciales podrían retirar su capital. Posteriormente se logró la postergación de la fecha de liquidación parcial y finalmente se estableció el carácter permanente del capital. Inicialmente solo los socios pasivos tenían responsabilidad limitada, al igual que en la sociedad comanditaria. Así, la responsabilidad limitada de los socios administradores no fue un elemento de la estructura inicial; fue una reivindicación lograda en el tiempo, a medida que los negocios de la compañía crecieron de tal manera que era imposible para los socios-administradores soportar el riesgo financiero que implicaba la responsabilidad ilimitada.

La estructura de gobierno de la VOC reflejaba el haber sido creada como resultado de la fusión de 6 compañías regionales basadas en distintas ciudades holandesas y por ello tenía "cámaras" en cada una de estas 6 ciudades, conformadas por 7 directores cada una. Existía también un ejecutivo principal o gobernador. La administración estaba a cargo de un directorio conformado por 17 integrantes. Solo los accionistas con voto podían ser directores (Harris, 2009, pp. 19-20).

La compañía tuvo serios problemas de gobierno y transparencia hacia los accionistas pasivos. Durante los primeros 10 años no se rindió cuentas e incluso las cuentas al final de ese periodo fueron parciales y no claras. A pesar de ello, la sociedad se convirtió en una potencia comercial y algunos estudios sostienen que en su época era más grande e importante que las muchas de las grandes sociedades bursátiles de hoy (Desjardins, 2017). La sociedad incluso contaba con facultades de imperio en las zonas en las que desarrollaba sus actividades y tenía su propio ejército y naves de guerra.

F. El Octroi

A diferencia de las sociedades anónimas actuales, el nacimiento y el desarrollo de las actividades de las compañías de comercio coloniales estaban vinculados a un acto de gobierno que, además de darles existencia jurídica, significaba el otorgamiento de un privilegio comercial. Como manifiesta Hierro:

> [D]e hecho, las compañías de comercio o sociedades anónimas precodificadas se distinguían de la actual sociedad anónima porque su fundación quedaba sujeta a un acto de la autoridad pública que otorgaba, además del privilegio de la fundación, un monopolio sobre un determinado producto o sobre un territorio geográfico o, incluso, sobre ambos a la vez. De ahí que también se conociera a estas sociedades anónimas como privilegiadas (1996-97, p. 21).

La intervención estatal en las compañías de comercio era muy intensa, al extremo que estas entidades eran de alguna manera instrumentos del poder público. Dice Garrigues que:

> El Estado crea la sociedad mediante el sistema del *octroi* (acto de incorporación y derechos de soberanía). Como filial suya que es, el Estado se reserva una constante intervención y tutela en la vida del nuevo organismo al que, por otra parte, concede privilegios incompatibles con el concepto puro de sociedad mercantil privada (1997, p. 410).

Jesús Alfaro relaciona la concesión de un monopolio comercial propia de las sociedades coloniales a la necesidad de economías de escala en el comercio colonial de la época:

> Se pone de manifiesto así la íntima conexión entre la forma sociedad anónima y las grandes inversiones necesarias para la explotación de un derecho monopolístico. El comercio trasatlántico tenía rasgos de un monopolio natural porque otorgar un monopolio era la única forma de inducir las inversiones, inversiones en seguridad, en primer lugar. Si diversas sociedades de comerciantes competían en la misma ruta, ninguno de ellos tendría incentivos suficientes para armar buques de guerra que protegieran a las naves que hacían esa ruta si las compañías competidoras habían de aprovechar la seguridad proporcionada. E inversiones en infraestructuras (puertos, almacenes) a lo largo de la ruta. Inversiones en capital fijo de muy difícil liquidación. Las ventajas del comercio transoceánico no podían obtenerse dejándolas al mercado y la competencia. El «fallo de mercado» era inmenso. Había que resolver la tragedia de los comunes. El comercio trasatlántico no podía operar en régimen de «libre acceso». Había de organizarse generando formas de propiedad colectiva sobre él (2016).

El *octroi* importa, pues, es una asociación entre los empresarios y el soberano, en la que el soberano provee a los empresarios de un vehículo jurídico con características que facilitan la inversión privada y otorga la concesión o privilegio comercial que permite el desarrollo de economías de escala, mientras que los empresarios privados ponen el capital y la gestión, para el logro de una finalidad que es a la misma vez política (de índole geopolítico) y económica (el comercio y el beneficio empresarial).

G. Existencia Perpetua, Responsabilidad Limitada y Negociabilidad de las Acciones

Ni la English East India Company ni la VOC nacieron como sociedades 'completas', con todas las características que hoy conocemos en la sociedad anónima. Además del *octroi,* que hacía que la sociedad nazca de un acto de gobierno y esté vinculada con el Estado a través de la concesión de privilegios y la asunción de obligaciones, la obtención de una forma corporativa "completa" fue un proceso evolutivo para estas sociedades.

En particular, la estructura inicial de las sociedades coloniales no incluía inicialmente un capital permanente ni la representación de los intereses de los socios en acciones libremente negociables. En efecto, la English East India Company nació con la obligación de liquidar las participaciones sociales al final de cada viaje, lo cual le daba poca estabilidad al capital. Es recién en 1651 que la English East India Company recibe el atributo de contar con capital social permanente (Harris, 2007, p. 233). Asimismo, la libre transferibilidad de sus acciones estuvo inicialmente limitada por las exigentes formalidades para la transferencia y el requisito de su aprobación por la sociedad, es recién a partir de 1688 que se crea un mercado secundario líquido en estas acciones (Harris, 2009, p. 34).

Igualmente, como se ha visto, en la constitución de la VOC se estableció un plazo de 10 años para la liquidación de los aportes iniciales, y recién al cabo de este periodo los directores lograron convencer a las autoridades gubernamentales de levantar la obligación de liquidar las inversiones en ese momento. Esto se hizo de la mano de facilitar la libre negociación de las acciones, estableciendo un proceso trasparente de transferencia mediante su anotación en los registros de acciones de la compañía (Dari-Mattiacci *et al.,* 2016, pp. 2007-2012). De otro lado, en la VOC la responsabilidad limitada no era inicialmente aplicable a los socios-gestores que, siguiendo el modelo de la sociedad en comandita, eran responsables personalmente de las obligaciones que asumían a nombre de la sociedad y costó mucho a los directores lograr finalmente en 1623 liberarse de esta responsabilidad (Dari-Mattiacci *et al.,* 2016, pp. 2012-2013).

H. La *South Sea Bubble* y las críticas a las compañías por acciones

La historia de las sociedades coloniales no fue siempre venturosa o pacífica. Existieron varias crisis significativas, que pusieron en cuestionamiento el modelo de la sociedad anónima, bajo el argumento de que fomentaba la especulación, el engaño y el fraude. Como lo señala Santiago Hierro:

> La naturaleza misma del gran poder otorgado a los administradores de las primeras compañías propició los abusos y, con ellas, las quejas presentadas sobre la gestión de los administradores. En las primitivas compañías de comercio holandesas pronto se alzaron numerosas voces que protestaban por el modo en que era llevada la gestión social […] Para empeorar un panorama lo suficientemente decepcionante, las cédulas de las compañías de comercio europeas de los siglos XVII y XVIII se caracterizaron por garantizar la impunidad de los administradores, al establecer la expresa exclusión de cualquier clase de responsabilidad en la administración de las compañías (1996-97, p. 26).

La más famosa de las crisis societarias fue, sin duda, la llamada "South Sea Bubble", generada por la especulación en las acciones de la South Sea Company. Esta sociedad fue fundada en Inglaterra en 1711, con una propuesta de un negocio supuestamente fabuloso, consistente en asumir toda la deuda pública inglesa a cambio de que se le conceda un monopolio colonial en la América española. Sus acciones fueron suscritas totalmente y objeto de una demanda incontrolable. Finalmente, el negocio comercial en la América española no fue lo que se esperaba y el valor de las acciones se desplomó en el mercado, llevando a muchos inversionistas a la insolvencia (Cherry, 1933; Hierro, 1996-97, pp. 26).

Con la profundidad y agudeza que lo caracterizan, Adam Smith puso el dedo en la llaga en el elemento central de los costos de agencia en estas incipientes sociedades anónimas:

> Los negocios de una sociedad por acciones se manejan siempre por un Consejo de Administración. Este Consejo, por lo regular, se halla sujeto al control de una Junta General de Accionistas. Pero suele ocurrir que la mayor parte de los titulares de las acciones apenas se interesan en los negocios de la compañía, y cuando el espíritu de facción no prevalece entre ellos, ni siquiera se toman incomodidad alguna, sino que de buen grado se contentan con los dividendos anuales o semestrales que les pagan los directores de la sociedad […] Pero como los directores de estas compañías administran caudales ajenos, y no los propios, no es de esperar que pongan en su manejo aquella vigilancia y diligencia extremada que suelen poner en los suyos los miembros de una sociedad colectiva […] Por esta razón la negligencia y la prodigalidad suelen siempre prevalecer, en mayor o menor grado, en la administración de los negocios de esta clase de compañías (2007, pp. 655-656).

A raíz de la burbuja financiera de la South Sea Company y otros procesos similares que ocurrieron con otras compañías coloniales, en Inglaterra se aprobó la denominada Bubble Act que esencialmente prohibió las sociedades anónimas, salvo las que tuviesen un acta de creación anterior a 1718. La Bubble Act fue revocada recién en 1825, en un contexto en el que en el Derecho Ingles se empezó a codificar el Derecho de Sociedades (Hierro, 1996-97, pp. 32 y siguientes).

No obstante lo anterior, la historia de las sociedades coloniales demostró el inmenso poder que tiene la estructura de capital de las sociedades anónimas –basada en la participación de múltiples inversionistas en un fondo común de plazo indefinido conformado por acciones negociables– para acumular grandes capitales y permitir el desarrollo de negocios a escala nunca antes vista. En palabras de Magnuson:

> Las acciones y la bolsa son dos ingredientes de todo sistema capitalista. Las acciones permiten a las sociedades levantar capital del público. La bolsa permite al público realizar ganancias de sus acciones. Como la East India Company descubrió con satisfacción, esta combinación es explosiva. Los inversionistas aportan fondos a compañías prometedoras, y las compañías ponen a trabajar los fondos en nuevos proyectos. Cuando los proyectos tienen éxito, los inversionistas obtienen utilidades que pueden luego reinvertir en compañías prometedoras (2022, p. 99).

IV. LA CODIFICACIÓN Y LA DEMOCRATIZACIÓN DE LA SOCIEDAD ANÓNIMA

A. El Código de Comercio de Francia 1807

En la evolución posterior de las principales economías europeas, involucradas en las primeras etapas de la industrialización, el uso de la sociedad anónima para diversos tipos de emprendimientos de gran envergadura fue cada vez más necesario. Como asevera Galgano:

> La gran empresa ya no era, como en el tiempo de las compañías de las indias, un fenómeno excepcional por su naturaleza, ligado a especificas contingencias políticas y a determinados

> proyectos de colonización. Se ha convertido, gracias a la técnica, en un fenómeno ordinario de la economía, que podría generalizarse del mismo modo que era generalizable, es decir, reproducible en una múltiple serie de aplicaciones, la nueva técnica productiva (Galgano, 1987, p. 147).

Sin embargo, el vehículo de la sociedad anónima todavía no estaba disponible para el empresariado en general, de la misma manera que lo estaban la sociedad colectiva y la sociedad en comandita, pues para su formación se requería de un acto particular del soberano –el *octroi*–. Por ello, el beneficio de la responsabilidad limitada para los socios gestores –no disponible ni en la sociedad colectiva ni en la sociedad en comandita– requería de un acto especial de gobierno.

La revolución democratizadora de la sociedad anónima se produce con el Código de Comercio de Francia de 1807, una de las grandes creaciones de Napoleón, junto con el Código Civil de 1804 y el Código Penal de 1810. Cuenta Catherine Delplanque que:

> Alejado de París para defender a Francia contra los ataques de la cuarta coalición (Inglaterra, Prusia, Rusia), Napoleón está de vuelta en Saint-Cloud el 27 de julio de 1807. Desde el día siguiente, 28 de julio, es decir, sin tomar un solo día de descanso, preside los trabajos de la comisión del Consejo de Estado, encargada de realizar la puesta a punto definitiva del código de comercio. En el transcurso de las otras tres sesiones que él preside los días 29 de julio, 1 y 8 de agosto, acelera el movimiento. La promulgación de las diferentes leyes se efectúa el 15 de septiembre de 1807 (2007).

El Código de Comercio de 1807 señala en su artículo 19: "La ley reconoce tres especies de compañías de comercio. La compañía en nombre colectivo. La compañía en comandita. Y la compañía anónima".

En el discurso de exposición de motivos que presentó ante la Asamblea Legislativa, Regnaud de Saint Jean d'Angely (1807) señala que, las sociedades anónimas "son un medio eficaz de favorecer las grandes empresas y de atraer a Francia los fondos extranjeros; de admitir a la medianía, y aun a la pobreza misma, a participar en las utilidades de las grandes especulaciones". Sin embargo, el mismo autor, no deja de advertir que "ha sucedido muy comúnmente que estas compañías mal combinadas en su origen, o mal dirigidas en sus operaciones, han expuesto los caudales de los accionistas, han alterado momentáneamente el crédito en general, y han hecho peligrar la tranquilidad pública" (1807).

Por esta razón, se establece en el Código de Comercio, en el artículo 37, el requisito de aprobación gubernamental para la creación de una sociedad anónima: "No puede verificarse compañía anónima sin estar autorizada por el Gobierno, y aprobado por él el documento que la constituya; y esta aprobación debe darse en la forma prescrita por los reglamentos del Gobierno" (1807).

Galgano cita una orden del ministro del interior francés, de enero de 1808, explicitando los criterios que debía tener en cuenta la administración pública para otorgar autorización a la constitución de una sociedad anónima:

> Verificar la cualidad y moralidad tanto de los autores del proyecto, como de los peticionarios; expondrán su parecer sobre la utilidad del negocio y sobre la probabilidad de éxito que pueda tener; declararán si la empresa no les parece contraria a las costumbres, a la buena fe del comercio, y al buen orden de los negocios en general; harán las oportunas investigaciones sobre la facultad de los peticionarios en relación a sus posibilidades de aportar la suma que declaran estar interesados (1987, p. 150).

El elemento de la responsabilidad limitada para los socios gestores era definitorio. La libertad de constitución sin necesidad de autorización administrativa, que prevalecía para las sociedades colectivas y las sociedades comanditarias, se justificaba por los juristas de la época en la responsabilidad ilimitada y solidaria de los socios –en la comanditaria, de los socios gestores– (Ducoloux-Favard, 1992, p. 853). La autorización administrativa para la sociedad anónima, donde todos los socios gozaban de responsabilidad limitada, no era un mero registro o aprobación reglada, sino un juicio con un gran componente discrecional.

Sin perjuicio de este requisito, la regulación de la sociedad anónima en el Código de Comercio de 1807 contiene prácticamente todos los elementos esenciales que conocemos hoy en la configuración de la sociedad anónima. En este sentido, dicha regulación incluye, entre otras, las siguientes disposiciones:

> Artículo 29.- La compañía anónima no existe con un nombre social, ni es denotada con el nombre de ninguno de los socios.
>
> Artículo 31.- Es regida por mandatarios temporales, revocables, socios o no socios, asalariados o gratuitos.
> Sus administradores o mandatarios no son responsables sino de la ejecución de lo que se les encarga en el mandato.

> No contraen, en razón de su gestión, ninguna obligación personal, *in solidum*, relativamente a las obligaciones de la compañía.
>
> Artículo 33.- Los socios no son responsables más que por la pérdida del capital e intereses que tienen en la compañía.
>
> Artículo 34.- El capital de la compañía anónima se puede dividir en acciones, y aun en partes de acción de igual valor.
>
> Artículo 35.- Puede la acción disponerse bajo la forma de un título a favor del portador. En este caso se hará la cesión de la acción por la entrega del documento.
>
> Artículo 36.- Puede establecerse la propiedad de las acciones por un asiento en los libros de la compañía. (Código de Comercio, 1807).

B. La Libertad de Constitución, La Ley de 24 de Julio de 1867

La Ley francesa de 24 de julio de 1867 fue también un hito de gran importancia en el desarrollo normativo de la sociedad anónima. Representó un punto de inflexión, al eliminar el requisito de aprobación gubernamental para la constitución de la sociedad. Asimismo, reguló en forma más detallada la organización y el funcionamiento de la sociedad. De hecho, con cambios se mantuvo vigente hasta 1966. Garrigues la clasifica como la primera de las "disposiciones normativas [...] que liberó a la s.a. de la concesión previa por el Estado, sometiéndola a cambio a normas coactivas sobre suscripción y aportación del capital aportaciones en especie, etc" (1993, p. 411).

C. España y América Latina

Las Partidas de Alfonso X, el Sabio, que rigieron en España a partir del siglo XIII y fueron también ley en los virreinatos de América Latina, regulan a la compañía. Así, en la partida V, se define la compañía de la siguiente manera: "Qué cosa es compañía e cómo debe ser hecha e quién la puede hacer. Compañía es ayuntamiento de dos hombres o de más, que es hecho con intención de ganar algo de so uno, ayuntándose los unos con los otros" (Andrades, 2011, p.419). El mismo autor, en la ley tercera de la misma Partida, distingue dos tipos de compañías:

> Puédese hacer la compañía de dos maneras. La una manera es cuando la hacen de esta guisa; que todas las cosas que han cuando hacen la compañía e las que ganan de ahí en adelante, sean comunales; e también la ganancia como la pérdida que pertenezca a todos. La otra es cuando la hacen sobre una cosa señaladamente; como en vender vino; o paño; u otra cosa semejante (2011, pág. 419).

En ese mismo sentido, Andrades explica que la regulación contenida en las Partidas sigue los antecedentes de la *societas* romana y está muy lejos de la figura de la sociedad anónima:

> Evidentemente nos encontramos lejos de las características esenciales de la sociedad anónima. Tanto en su factor esencial, el humano en vez del capital, como en la responsabilidad y división de ganancias y pérdidas, mancomunado o proporcional, estamos en presencia de un régimen incompatible con la institución que nos interesa (2011).

La sociedad anónima tampoco fue contemplada en las Ordenanzas de Bilbao, a pesar de que la versión de estas aprobada y confirmada por el rey Felipe VI data de 1737, año en el que ya existían algunas sociedades coloniales en España. Dichas ordenanzas recogieron la institución de la compañía en su raigambre mediterránea, basada en la costumbre mercantil italiana:

> Compañía, en términos de Comercio, es un contrato, o convenio que se hace, o puede hacerse entre dos, o más personas, en virtud del cual se obligan recíprocamente por cierto tiempo y debaxo de ciertas condiciones, y pactos, a hacer y proseguir juntamente varios negocios, por cuenta y riesgo común, y de cada uno de los compañeros respectivamente, según, y en la parte que por el caudal, o industria que cada uno ponga, le pueden pertenecer, así en las pérdidas, como en las ganancias, que al cabo del tiempo que asignaren, resultaren de tal Compañía (Andrades, 2011, p. 419).

Andrades también observa lo siguiente:

> Tras el período de creación de las Compañías durante la primera mitad del siglo XVIII, se debería haber recogido un nuevo estatuto para las sociedades y específicamente, para las sociedades anónimas, pero la recopilación que habría de dictarse con el nombre de «Ordenanzas de Bilbao», recogió la amplia evolución del derecho societario sin contemplar normas directamente aplicables a las sociedades anónimas, las que continuaron rigiéndose por sus normativas especiales, por las prácticas tradicionales que se habían desarrollado a lo largo de los siglos y solo residualmente por la legislación bilbaína (2011, p. 437).

En este marco, las sociedades anónimas en España siguieron el modelo de organización vigente en

otras capitales europeas: creación a través del *octroi*, con un acto soberano caso por caso vinculado a la concesión de determinados privilegios.

Como se ha señalado antes, el modelo de comercio colonial español fue diferente del de Inglaterra y Holanda, y se basó en la intervención directa del Estado que reservaba para sí el monopolio colonial, aunque recurría a los comerciantes nacionales para su financiamiento y explotación. No es casualidad que no se hayan formado compañías para el comercio con las colonias más ricas de España, como el Perú y México. Como señala Alfaro:

> En España, a diferencia de Holanda o Inglaterra, la realización de estas actividades se reservó a la Corona, porque las expediciones habían sido financiadas por el Rey. Por eso no existieron compañías españolas o portuguesas de las indias occidentales u orientales: la titularidad residual del comercio con América y Asia correspondía al Monarca que organizó las relaciones con los particulares que participaban en dicho comercio recurriendo al Derecho Público (Alfaro, 2016).

El comercio organizado alrededor del monopolio colonial estaba dominado por los mercaderes sevillanos organizados alrededor de la Flota y la Avería (Hierro, 2005, pp. 181-221). Hierro Anibarro explica que la creciente intervención de los comerciantes sevillanos en el financiamiento de la Avería a través del mecanismo de los "asientos" implicó a la larga de alguna forma la transformación de ésta en una especie compañía colonial. Al respecto, el autor argumenta que "el asiento de avería constituía una empresa mercantil, que aglutinaba a aquellos empresarios expertos en la organización de flotas que buscaban obtener una rentabilidad económica organizando un servicio que era necesario para mantener el monopolio español con Indias" (2005, p. 185).

Sin perjuicio de ello, la compañía privilegiada propiamente dicha no es totalmente ajena al Derecho y a la economía española. El Conde - Duque de Olivares realizó un gran esfuerzo por implantar sociedades de modelo holandés o inglés en la península ibérica, aunque fuera del mercado con las colonias americanas, que estaba reservado al Estado. En tal sentido, Santiago Hierro señala que:

> Las primeras compañías privilegiadas españolas hacen su aparición en 1624 y en 1628. Se trata de las Compañías del Norte y la Compañía de las Indias Orientales, con sede en Sevilla y Lisboa, respectivamente, y su creación se adopta dentro de un ambicioso plan diseñado por el conde-duque de Olivares de creación de cinco compañías privilegiadas de comercio (2005, p. 206).

Más adelante se crea también algunas compañías privilegiadas para el comercio con América (aunque no con Perú o México), como la Real Compañía Guipuzcoana de Caracas, creada por cédula real el 24 de septiembre de 1728 (Andrades, 2011, pp. 430-434).

No obstante que carecieron de la importancia que tuvieron en otras potencias como Inglaterra o los Países Bajos, las sociedades coloniales españolas tenían el mismo régimen jurídico de creación, a través de un acto soberano que les confería existencia y privilegios comerciales. Como lo explica Santiago Hierro:

> La personalidad jurídica de la compañía de comercio era una personalidad jurídica de carácter institucional que se obtenía gratia *specialis*, que no de manera contractual, ya que venía determinada por el privilegio contenido en la cédula de creación de cada compañía, y por tanto era diferente de la personalidad contractual de las compañías mercantiles generales, cuyo contenido era patrimonial, porque se iba desarrollando en torno a un patrimonio que era independiente del de los socios que componen la sociedad (1996-97, p. 37).

D. El Código de Comercio Español de 1829

El Code de Commerce francés de 1807 fue sumamente influyente en España, donde en 1829 se aprobó el primer Código de Comercio, el cual, siguiendo el modelo francés, pero recogiendo también algunos aspectos de los usos y costumbres comerciales españoles, reconoce a la sociedad anónima como una de las formas de la sociedad mercantil y regula su estructura. Al respecto, señala Javier Divar:

> El mérito del Código del 29 de mezclar las Ordenanzas y el Código de Napoleón, hicieron que el mismo no supusiera una ruptura legal con la normativa comercial histórica (aunque tuvo una oposición cerrada por parte del Consulado de Bilbao, que el día 6 de octubre de 1829, el siguiente al del Decreto de promulgación del Código, se dirigió a la Diputación Foral de Vizcaya para pedir el pase foral del Código, es decir su inaplicabilidad en el Señorío de Vizcaya). Pero la suerte estaba echada, el Código suponía el fin de los Consulados y el establecimiento de un Derecho mercantil general, conforme a la lógica de los tiempos. Además, el Código español de 1829 componía un cuerpo legal completo y de altura jurídica (2012, p. 5).

El Título Segundo del Código de Comercio español de 1829 se refiere a "las diferentes especies de compañías, sus efectos respectivos y formalidades con que se han de contraer". Siguiendo la línea del Código francés de 1807, este contempla tres tipos de compañías: la colectiva, la comanditaria y la anónima.

> Artículo 265.- Puede contraerse la compañía mercantil:
>
> 1.- En nombre colectivo bajo pactos comunes a todos los socios, que participen en la proporción que hayan establecido, de los mismos derechos y obligaciones, y esta se conoce con el nombre de compañía regular colectiva.
>
> 2.- Prestando una o varias personas los fondos para estar a las resultas de las operaciones sociales, bajo la dirección de otros socios que los manejen en su nombre particular: esta se titula compañía en comandita.
>
> 3.- Creándose un fondo por acciones determinadas para girarlo sobre uno o muchos objetos, que den nombre a la empresa social, cuyo manejo se encargue a mandatarios o administradores amovibles a voluntad de los socios, y esta compañía es la que lleva el nombre de anónima.

El Código español de 1829 contiene una regulación orgánica de la sociedad anónima en la línea del Código francés de 1807, pero más detallada y completa que la de este. Asimismo, en cuanto a la autorización gubernamental, el Código Español da un importante paso adelante al sustituir la aprobación de parte de la administración pública por la del Tribunal de Comercio del lugar del domicilio:

> Artículo 293.- Es condición particular de las compañías anónimas que las escrituras de su establecimiento y todos los reglamentos que han de regir para su administración y manejo directivo y económico, se han de sujetar al examen del tribunal de comercio del territorio en donde se establezca; y sin su aprobación no podrán llevarse a efecto.

Solo si la compañía ha de gozar de algún privilegio, requería la aprobación del monarca. Así, el artículo 294 señala lo siguiente: "Cuando las compañías anónimas hayan de gozar de algún privilegio que Yo le conceda para su fomento, se someterán sus reglamentos a mi soberana aprobación" (Código de Comercio Español, 1829).

E. El Código de Comercio Español de 1885

El Código de Comercio de 1829 rigió por más de 50 años hasta ser sustituido por el Código de Comercio de 1885. Previamente, por ley de 19 de octubre de 1869, España había seguido la línea de la ley francesa de 1867 y eliminado la autorización del Tribunal de Comercio como requisito para la creación de una sociedad anónima.

El Código de 1885 es liberal y elimina cualquier vestigio de intervención gubernamental en la vida de la sociedad anónima. En su exposición de motivos se señala:

> En iguales principios [libertad de asociación] se ha inspirado el Proyecto de Código al ordenar todo lo relativo a las diversas maneras y formas de constituirse las Sociedades mercantiles, cuyos principios pueden resumirse en estos tres: libertad amplia en los asociados para constituirse como tengan por conveniente; ausencia completa de la intervención gubernativa en la vida interior de estas personas jurídicas; publicidad de los actos sociales que puedan interesar a tercero. Como consecuencia de los dos primeros principios se declara válido todo contrato de Compañía mercantil cualesquiera que sean la forma, condiciones y combinaciones que se estipulen, siempre que sean lícitas y honestas o no estén expresamente prohibidas por el Derecho. Se declara, asimismo, libre la constitución y creación de toda clase de asociaciones mercantiles, las cuales, una vez constituidas legalmente, tendrán el carácter de verdaderas personas jurídicas, y, como tales, podrán realizar todos los actos necesarios para el cumplimiento de sus fines sociales y quedaran obligadas en su virtud a los resultados de esos mismos actos; se prescinde de la necesidad de la previa autorización del Gobierno, el cual solo podrá intervenir en las que tengan por objeto alguna obra o servicio público cuyo cumplimiento corresponda exigir y vigilar al Estado, a la Provincia o al Municipio, y se omiten todas las trabas y limitaciones que las diversas leyes anteriores establecían para la constitución de las sociedades mercantiles (Código de Comercio Español, 1885).

El Código reguló a las compañías mercantiles en el Título I del Libro II, sobre los Contratos Especiales del Comercio, y entre estas a la sociedad anónima. En materia de sociedades anónimas, el Código de Comercio de 1885 se mantuvo vigente hasta que sus disposiciones al respecto fueron derogadas por la Ley de Sociedades Anónimas española de 1951.

F. La regulación de la Sociedad Anónima en el Perú

Durante la etapa virreinal rigió en el Perú el Derecho español, lo que incluye las Partidas de Alfonso el Sabio y posteriormente las Ordenanzas de Bil-

bao. Luego de la independencia, en 1853, se adoptó en forma expresa como ley de la república el Código de Comercio español de 1829, el cual fue, en consecuencia, la primera legislación positiva en materia de sociedad anónima en nuestro país. El artículo 1 de la ley de 10 de enero de 1852 señala: "Se adopta en la República el Código de Comercio español, con las modificaciones que las circunstancias del país hagan indispensables" y el artículo 2 establece que "estas modificaciones las verificará el Consejo de Estado, con audiencia del Tribunal del Consulado".

Este Código se mantuvo vigente en el Perú hasta el año 1902, en que fue sustituido por un nuevo Código de Comercio, copia, a su vez, del Código de Comercio Español de 1885. La regulación en materia de sociedades mercantiles de este código fue sustituida por la Ley de Sociedades Mercantiles (Ley 16123) de 1966. Esta ley, que fue aprobada el 6 de mayo de 1966, había sido elaborada por una comisión designada con el objeto de reformar el Código de Comercio constituida en marzo de 1929 (Hundskopf, 1998, pp. 135-143).

La Ley de Sociedades Mercantiles abordó de manera orgánica el tratamiento de las sociedades comerciales clásicas: sociedad colectiva, sociedad en comandita (simple y por acciones) y sociedad anónima, a las que se añadió la sociedad comercial de responsabilidad limitada. En cuanto a la regulación de la sociedad anónima, la influencia que sobre ella tuvo la Ley de Sociedades Anónimas de España de 1951 fue significativa. Las sociedades no mercantiles (sociedad civil y sociedad civil de responsabilidad limitada) se regulaban en el Código Civil de 1936.

Con la promulgación del Código Civil de 1984 se produce, en el Perú, la unificación casi total del Derecho Civil y el Derecho Mercantil en materia de obligaciones y sociedades. Como consecuencia de ello, por razones de sistemática, se decide que la regulación de todas las sociedades –civiles o mercantiles– pasará a una única ley. Por ello, en 1985, mediante Decreto Legislativo 311, se modifican la denominación y el contenido de la Ley de Sociedades Mercantiles, que pasa a denominarse Ley General de Sociedades y a abarcar, además de las sociedades comerciales antes señaladas, también a la sociedad civil ordinaria y a la sociedad civil de responsabilidad limitada.

La actual Ley General de Sociedades, Ley 26887, fue elaborada por una comisión presidida por el Dr. Enrique Normand e integrada por destacados abogados, incluyendo entre otros a Enrique Elías, Alfonso Rubio Feijoo, Julio Salas, Rafael Rosello, Hernando Montoya y Oswaldo Hundskopf, y luego objeto de revisión por una comisión especial en el Congreso de la República. Fue promulgada el 5 de diciembre de 1997 y entró en vigor el 1 de enero de 1998.

Se trata de una norma enraizada en la tradición de legislación societaria peruana, que tiene una influencia significativa del Derecho Español. En ese sentido, al igual que la Ley de Sociedades Mercantiles de 1966, se inspira en gran parte en la Ley de Sociedades Anónimas española de 1951, pero incluye también aportes de la experiencia nacional, como también de otras fuentes de Derecho Comparado (Normand, 1997).

La ley regula orgánicamente las sociedades civiles y mercantiles, incluyendo dentro de las primeras a la colectiva, la comandita (simple y por acciones) y la sociedad anónima. Asimismo, entre las segundas, regula a la sociedad civil ordinaria y la sociedad de responsabilidad limitada. Al igual que la Ley de Sociedades Mercantiles, regula también los contratos asociativos. En materia de sociedad anónima, distingue tres tipos: la sociedad anónima ordinaria, la sociedad anónima cerrada y la sociedad anónima abierta. La Ley del Mercado de Valores (Decreto Legislativo 861) y normas complementarias a esta, contienen algunas disposiciones de naturaleza societaria, aplicables a las sociedades que tienen acciones o que tienen otros valores inscritos en Bolsa o en el Registro del Mercado de Valores. Igualmente, las entidades del sistema financiero y las empresas de seguros están sujetas a disposiciones societarias especiales contenidas en la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras de Fondos de Pensiones [AFP] (Ley 26702).

1. Los orígenes de la Sociedad Anónima en el Perú

Los orígenes de la sociedad anónima en el Perú están estrechamente relacionados con el impacto político, social y económico de la conquista y posterior colonización y virreinato. El Derecho de Sociedades está presente desde el inicio de la conquista, ya que ésta no fue solo un proceso militar y político, sino también fue un emprendimiento empresarial y societario. Como lo expresa Matilde Souto:

> Descubrimiento, conquista y comercio fueron empresas que estuvieron estrechamente vinculadas. Desde las primeras incursiones europeas hacia Indias, los mercaderes participaron activamente proporcionando los capitales para abastecer y armar a las huestes o formando parte de las expediciones mismas, vinculán-

> dose con los funcionarios reales para facilitar tanto la colonización como las operaciones mercantiles (2006, p. 19).

El Perú no fue una excepción, hasta el extremo que la conquista misma fue un emprendimiento comercial estructurado a través de una compañía fundada en Panamá.

2. Los Socios de la Conquista y la Compañía del Levante

Con el nombre de Pacto de Panamá o Contrato de Panamá se conoce al acuerdo que habrían celebrado Francisco Pizarro, Diego de Almagro y Hernando de Luque, para asociarse para la conquista del Perú, hecho que habría ocurrido en Panamá en 1526.

Existe un gran debate a nivel de la ciencia histórica con respecto a la autenticidad de una escritura pública en la que se habría establecido los términos de la compañía formada por los tres socios de la conquista, fechada en marzo de 1526 y otorgada ante el escribano público Hernando del Castillo (Maticorena, 1966). Según este documento, la Compañía del Levante fue una compañía formada para la conquista del Perú entre Francisco Pizarro, Diego de Almagro y el sacerdote Hernando de Luque. La compañía se establece por contrato de 26 de marzo de 1526, suscrito ante el escribano de Panamá Sr. Hernando del Castillo. El objeto de la compañía es conquistar los "reynos llamados el Piru" situados al levante de Panamá. Maticorena narra el evento de fundación de la siguiente manera:

> Hernando del Castillo acredita que Pizarro y Almagro reciben del Padre Luque 20 mil pesos en barras de oro […] Los tres se asocian en forma de compañía a pérdida o ganancia y si Luque aporta esa suma, los otros invierten en ella los bienes que tienen en común, la licencia del Gobernandor para descubrir y también, sus personas" (Maticorena, 1966, p. 57).

El mismo autor sostiene que la escritura de compañía consigna lo siguiente:

> [Y]o [Luque] he de gozar la tercera parte, y la otra tercera para el capitán Francisco Pizarro, y la otra tercera para Diego de Almagro, sin que el uno lleve más que el otro, así de estado de señor, como de repartimientos de indios perpetuos, como de tierras y solares, y heredades, como de tesoros y escondijos encubiertos, como de cualquier riqueza o aprovechamiento de oro, plata, perlas, esmeraldas, diamantes y rubíes, y de cualquier estado y condición que sea, que los dichos capitán Francisco Pizarro y Diego de Almagro, hayas y tengáis en dicho reyno del Pirú, me habéis de dar la tercera parte. Y nos, el dicho capitán Francisco Pizarro y Diego de Almagro, decimos que aceptamos la dicha compañía y la hacemos con el dicho don Hernando de Luque, de la forma y manera que lo pide él y lo declara para que todos, por iguales partes, hayamos en todo y por todo […] (1966, p. 57).

La compañía que habrían constituido los socios de la conquista obedece al modelo de compañía mediterránea, donde los socios participan tanto en las ganancias como en las pérdidas. No se trata, evidentemente, de una sociedad anónima, modelo societario que, por lo demás, no se había desarrollado aún en la primera mitad del siglo XVI. Sin embargo, resulta interesante mencionar este antecedente por su estrecha imbricación con la historia del Perú.

3. La Sociedad Mineralógica de Arequipa

El antecedente más remoto que he podido encontrar de una sociedad anónima formada en el Perú es la denominada Sociedad Mineralógica de Arequipa, creada en 1792, la que probablemente sea una de las primeras sociedades anónimas de América Latina.

Comenta Phanor Eder que existen documentos fechados en la primera mitad del siglo XVIII en los que se menciona iniciativas para la creación de sociedades anónimas en el Virreinato del Perú. Señala este autor:

> Un panfleto se emitió en Lima, Perú, en 1732, abogando por las compañías comerciales extranjeras. De una carta dirigida por el Consulado de Lima al Rey el 29 de agosto de 1738, aparece que una compañía habría sido organizada para la exploración y explotación de minas […] Hacia la segunda parte del siglo XVIII varias compañías mineras fueron aparentemente establecidas (1951, p. 13).

En este contexto, en 1792 un grupo de 55 vecinos notables de la ciudad de Arequipa emprenden la formación de una sociedad anónima cuyo objeto sería el desarrollo de la actividad minera. El expediente administrativo de creación de la sociedad contiene el pedido de los promotores dirigido al Virrey, el informe del Real Tribunal de Minería y el proveído del Virrey Francisco Gil autorizando la creación de la sociedad:

> Visto lo representado por los individuos que suscriben el papel que antecede, y lo expuesto por el Real Tribunal de Minería a cerca del proyecto y Reglamento propuesto para el

> establecimiento, y gobierno, de la Sociedad Mineralógica de la Ciudad de Arequipa, cuya erección, y permanencia ofrece entre muchas y muy recomendables ventajas, la de estimular a los habitantes de las demás ciudades del Reyno a que dediquen su atención, y caudales a la importante, y útil ocupación de explotación de Minas; he venido en aprobar el expresado establecimiento con el título de SOCIEDAD MINERALOGICA DE LA CIUDAD DE AREQUIPA, la que deberá conducirse, y gobernarse bajo las reglas que ella misma se ha prescripto con las condiciones que el Real Tribunal propone, de las que se sacará copia certificada […] (Sociedad Mineralógica de Arequipa, 1792).

Los promotores ofrecen las acciones de la sociedad al público, un *initial public offering* (IPO) en plena era colonial. De ello se da cuenta en una nota publicada en el Mercurio Peruano el 16 de agosto de 1792, en los siguientes términos:

> Cincuenta y cinco vecinos de la Ciudad de Arequipa son los que han tenido el generoso designio de reunirse a formar una Sociedad Mineralógica con el fin de trabajar minas de oro, plata y demás metales, no solo en los seis Partidos de aquella Intendencia, sino también en qualesquiera otras partes donde se juzgue conveniente y útil establecer sus operaciones. Estas –obtenida ya la licencia del Superior Gobierno– comenzarán a practicarse a principios del año venidero, y correrán hasta fines del 1812, siendo establecida la sociedad solo por el plazo de veinte años. Su fondo es de cincuenta mil pesos divididos en quinientas acciones, a las que puede suscribirse hasta la conclusión del año presente qualesquiera persona de todo estado y condición, con tal que sea vasallo de Nuestro Católico Monarca, y resida en uno de los dos Virreynatos de Lima y Buenos Ayres, para lo que tienen en las Capitales sus Comisionados que admitan las Suscripciones [esto en Lima Don Joseph Robledo en la calle de Santo Domingo número 708] (1792, p. Q 9 y siguientes).

La nota describe en detalle tanto la estructura de capital como el régimen de gobierno de la sociedad:

- Se trata de una sociedad por acciones. El "fondo (capital) es de 50,000 pesos dividido en 500 acciones (de 100 pesos cada una)".
- Las acciones se ofrecen a la suscripción del público en general, "con tal que sea vasallo de Nuestro Católico Monarca, y resida en uno de los dos virreinatos de Lima y Buenos Aires".
- La sociedad tiene por objeto desarrollar la actividad minera.
- El gobierno de la sociedad comprende una Junta General (Junta General de Accionistas) y una Junta Particular (Directorio).
- La Junta General se conforma con los accionistas titulares de al menos 5 acciones.
- La Junta Particular está conformada por 6 funcionarios con cargos específicos: cuatro Diputados, Tesorero y Contador Secretario. La Junta General se debe celebrar cada año.
- La Junta Especial tiene todas las facultades de administración y gestión "la absoluta e independiente execución de lo que determine la general" (Mercurio Peruano, 1792).

Entre otras disposiciones, se establece que durante los primeros 4 años no se pagará dividendos y que la sociedad destinará el 3% de sus utilidades a "obras de caridad y beneficio público", con lo cual la sociedad resulta una pionera en materia de responsabilidad social corporativa.

De acuerdo con Víctor Condori, la época no era la más propicia para el lanzamiento de un emprendimiento minero en Arequipa. En este sentido, los resultados obtenidos por la Sociedad Mineralógica no fueron los más venturosos:

> Dejando de lado el entusiasmo original, para finales de 1793 dicha sociedad solo había logrado reunir 22,000 pesos de los 50,000 establecidos; con ellos se iniciaron algunas obras de mejora en el mineral de Huantajaya que permitieron esperanzadoramente incrementar la producción de 28,000 marcos en 1795 a 59,000 en 1799. Fue lo más alto que pudo llegar y […] al igual que Cailloma, la escasez en el suministro de mercurio paralizó temporalmente los trabajos y en 1808, la cantidad de plata registrada fue de solo 3,200 marcos (2010, p. 146).

4. La Codificación y la Extensión de la Sociedad Anónima

La codificación de la sociedad anónima se produce formalmente en el Perú al momento de la adopción como ley de la república del Código de Comercio español de 1829, producida en 1853. Esto sucede durante el gobierno del General José Rufino Echenique, en pleno boom del guano y en medio del proceso de consolidación de la deuda interna.

Como lo explica Bonilla, la consolidación de la deuda interna fue:

> Una vasta operación financiera consistente en el pago de las deudas acumuladas contra el Estado peruano desde los inicios de la República y a favor de los prestatarios nacionales [...] [S]e reconocían como créditos contra el Estado todos los préstamos, voluntarios o forzados, en dinero o en especies, levantados desde 1820 por cualquier autoridad del Gobierno (1984, pp. 20-21).

Bonilla indica que el proceso, que estuvo impregnado de fraude y corrupción, implicó la entrega a acreedores nacionales de una cifra millonaria –23 millones de pesos– de los cuales 13 millones en dinero y 10 millones en bonos a los que se dio el carácter de circulante (1984, p. 25).

En la visión del presidente Echenique, esta inyección millonaria de capitales hacia los acreedores nacionales –que, como dice Bonilla (1984, p. 25), comprendían "terratenientes, comerciantes, militares, de la revolución, y personajes con el suficiente poder e influencia como para haber intervenido en los turbios negocios de falsificación de documentos"– debía servir para dinamizar un capitalismo local (lo que Bonilla llama una 'burguesía nacional') que impulse el desarrollo de la economía nacional.

Más allá de si se puede calificar de exitosa o no la política de Echenique, el hecho es que esta inyección de liquidez hacia los acreedores nacionales permitió el surgimiento de nuevas empresas que, aprovechando del nuevo marco normativo dado por el Código de Comercio de 1853, pudieron organizarse bajo la forma de una sociedad anónima. Por ejemplo, Bonilla expresa que estos capitales permitieron la organización de los primeros bancos en el Perú: Banco de la Providencia (1862), Banco de Londres, Méjico y Sudamérica (1863), Banco de Crédito Hipotecario (1866) y Banco de Lima (1869) (1984, p. 40). Carolina Carlos y Norma Carpio mencionan que también se crean en esta época la Compañía Sudamericana de Seguros (1865), la Empresa de Agua (1865) y la Compañía de Ferrocarriles de Lima (1865) (Carpio & Carlos, 1996, p. 93) A ellas se suman otras sociedades de indudable importancia en la historia de nuestro país como la Sociedad Consignataria del Guano y la Compañía de Inmigración Asiática.

Se trató, pues, del momento en el que se expande el uso de la sociedad anónima en el Perú para el desarrollo de diversos emprendimientos de envergadura: banca y seguros, comercio internacional, desarrollo y explotación de infraestructuras. Sin duda, un trabajo de investigación pendiente para los historiadores del Derecho es el estudio de las sociedades anónimas en el Perú de este periodo.

V. REFLEXIÓN FINAL

El día de hoy, la sociedad anónima es la forma empresarial por excelencia para la organización de las grandes empresas constituidas en el Perú. Sin embargo, la sociedad anónima es igualmente un valioso instrumento de organización también para muchas pequeñas y medianas empresas. Según el Instituto Nacional de Estadística e Informática, al cierre del 2021 existían en el Perú 3 091 325 empresas activas. Si observamos las cifras de creación de nuevas empresas –que el INEI clasifica por forma jurídica y por tamaño– observaremos que, de 66 179 empresas dadas de alta en el cuarto trimestre de 2022, 15.5% tienen la forma jurídica de sociedad anónima, lo que implica la creación de 10 275 nuevas sociedades anónimas solo en un trimestre (Instituto Nacional de Estadística e Informática [INEI], 2022).

La sociedad anónima es de largo, la forma preferida de organización empresarial, luego de la de negocio unipersonal. La mayoría de estas sociedades se dedican al comercio y a servicios a empresas. Dado que según INEI más del 95% de las empresas peruanas son microempresas y pequeñas y medianas empresas, resulta claro que, en el Perú, la forma empresarial de la sociedad anónima no está concentrada en la gran empresa, sino que es transversal y de amplio uso también en las pequeñas y las medianas empresas.

Esta es una realidad que los legisladores y los estudiosos de la sociedad anónima deben tener siempre presente, de manera que la regulación de la sociedad anónima permita su uso tanto por la gran empresa como por las pequeñas y medianas empresas que constituyen el tejido empresarial del Perú. La regulación debe ser lo suficientemente flexible, diversa y comprehensiva para dar un marco adecuado tanto a la gran sociedad bursátil de accionariado difundido como a la pequeña empresa familiar.

La sociedad anónima, como estructura jurídica, no solo es una de las creaciones más importantes del ingenio humano, sino que está detrás de muchos de los más importantes emprendimientos de la historia. Como lo señala Magnuson:

> Es importante recordar que la sociedad anónima ha estado detrás de las creaciones más grandes de la humanidad. Ella ayudó a construir la antigua Roma y la Florencia del Renacimiento. Abrió el mundo al comercio y la exploración en la Era de los Descubrimientos. Unió a los Estados Unidos a través de una red de ferrocarriles y automóviles. Proveyó la energía que impulsó el camino a un nivel de prosperidad único durante el siglo XX y el financiamiento

que lo hizo posible. Hoy, ha liderado una explosión de nuevas tecnologías que ha abierto el acceso al conocimiento del mundo a todos […] (2022, p. 323).

Y, tan o más importante como todo lo anterior, la sociedad anónima es el vehículo que permite a miles de ciudadanos emprender y desarrollarse económicamente a través de pequeñas, medianas y grandes empresas.

REFERENCIAS

Alfaro, J. (8 de agosto de 2016). Una breve historia de la sociedad anónima y el comercio transoceánico. *Almacén de Derecho*. https://almacendederecho.org/una-breve-historia-la-sociedad-anonima-comercio-transoceanico

(19 de abril de 2017). ¿Hubo sociedades anónimas en Roma? *Almacén de Derecho*. https://almacendederecho.org/hubo-sociedades-anonimas-roma

Andrades, E. (2011). La sociedad anónima en la tradición jurídica hispano-indiana. *Revista de Estudios Histórico-Jurídicos*, (XXXIII), 401-444. http://dx.doi.org/10.4067/S0716-54552011000100011

Arias, J. (1948-49). Societas publicanorum. *Anuario de historia del derecho español,* (19), 218-303.

Bonilla, H. (1984). *Guano y burguesía en el Perú*. Instituto de Estudios Peruanos.

Carpio Sotomayor, K. & Carlos Reyes, C. (1996). Origen de la Sociedad Anónima en el Perú. *Revista Derecho y Sociedad*, (11), 80-93.

Condori, V. (2010). La minería arequipeña a inicios de la república. Entre la crisis de la plata y la fiebre del oro, 1825-1830*. Alpanchis,* XLI(76), 139-171.

Cherry, D. (1933). The South Sea Company 1711-1855. *Dalhousie Review*, *13*(1).

Dari-Mattiacci, G., Gelderblom, O., Jonker, J. & Perotti, E. (2013). The Emergence of the Corporate Form. *The Journal of Law Economics & Organization*, *33*(2).

Delplanque, C. (2007). El Código de Comercio de 1807. *Instituto Napoleónico México-Francia*. http://inmf.org/codecommerce.htm.

Desjardins, J. (8 de diciembre de 2017). The most valuable companies of all time. *Visualcapitalist*. https://www.visualcapitalist.com/most-valuable-companies-all-time/

Divar Garteiz-Aurrecoa, J. (2012). Las Ordenanzas de Bilbao como antecedente de la Codificación Mercantil en España, en JADO. *Academia Vaca de Derecho*, (22), 7-19.

Ducoulux-Favard, C. (1992). L´Histoire des Grandes Societes en Allemagne. *France et en Italie, en Revue Internationale de Droit Compare*, (4), 849-891.

Eder, P. (1951). Company Law in Latin America. *Notre Dame Law Review*, 27, (1), 5-42.

Galgano, F. (1987). *Historia del Derecho Mercantil*. Editorial Laia.

Garrigues, J. (1993). *Curso de Derecho Mercantil*. Editorial Porrua S.A.

Hansmann, H., Kraakman, R. & Squire, R. (2006). Law and the rise of the firm. *Harvard Law Review*, (119), 1333-1388.

Harris, R. (2005). *The English East India Company and the History of Company Law*. http://works.bepress.com/ron_harris/16/.

Harris, Ron, (2009). Law, Finance and the First Corporations; Global Perspectives on the Rule of Law. En J. Heckman, R. Nelson & L. Cabatingan, (eds.), *Global perspectives on the rule of law*. Routledge-Cavendish.

Hernandez-Tejero Garcia, L. (1985). *Las asociaciones profesionales en Derecho Romano* (tesis para optar el título de doctor en Derecho). Universidad Complutense de Madrid.

Hierro, S. (1996-97). La sociedad anónima de la codificación. *Anuario de la Facultad de Derecho de la Universidad de Alcalá*, (6), 19-40.

(2005). El Asiento de Avería y el Origen de la Compañía Privilegiada en España. *Revista de Historia Económica*, (XXIII), 181-121.

Hundskopf, O. (1988). Hacia una reforma de la Ley General de Sociedades. *Ius et Praxis*, (11), 135-143.

Instituto Nacional de Estadística e Informática [INEI] (2022). *Demografía Empresarial en el Perú: IV Trimestre de 2022*. https://www.gob.pe/institucion/inei/informes-publicaciones/3997663-demografia-empresarial-en-el-peru-iv-trimestre-2022

Magnuson, W. (2022). *For Profit. A History of Corporations*. Basic Books.

Malmendier, U. (2008). *Law and Finance "at the Origin"*. http://ww.eml.berkeley.edu.

Maticorena, M. (1966). El Contrato de Panamá, 1526, para el descubrimiento del Perú. *Cahiers du Monde Hispanique et Luso-Bresilien*, 55-84.

Mayer, C. (2018). *Prosperity, Better Business makes the Greater Good.* Oxford University Press.

Mercurio Peruano (16 de agosto de 1792). Noticia de una sociedad mineralógica nuevamente establecida en la ciudad de Arequipa. *Mercurio Peruano*.

Normand, E. (06 de octubre de 1997). *Exposición de presentación del Proyecto de Ley General de Sociedades hecha por el Dr. Enrique Norman Sparks, presidente de la Comisión Redactora, a la Comisión Revisora del Congreso de la República*. www.https//sociedades560.files.wordpress.com

Sociedad Mineralógica de Arequipa (1792). *Proyecto y ordenanzas de la Sociedad Mineralógica de Arequipa*. Imprenta Real Casa de Niños Expósitos.

Smith, A. (2007). *Investigación sobre la naturaleza y causas de la riqueza de las naciones*. Fondo de Cultura Económica.

Saint Jean - D-Angely, R. (1807). *Discours Prononce au Corps Legislatif dans la seánse du irr Septembre 1807, sur le Projet du Code de Commerce*.

Souto Mantequón, M. (2006). Creación y disolución de los consulados de comercio de la Nueva España. *Revista Complutense de Historia de América*, (32), 19-39.

LEGISLACIÓN, JURISPRUDENCIA Y OTROS DOCUMENTOS LEGALES

Código Civil [C. civ.] Ley del 21 de marzo de 1804 (Fr.).

Código Comercial [C. Com.] Ley de 1807 (Fr.).

Código Civil [CC], Diario Oficial *El Peruano*, 25 de julio de 1984 (Perú).

Código Civil [CC], Decreto Supremo, Diario Oficial *El Peruano*, 30 de agosto de 1936 (Perú).

Decreto Legislativo 311, Decreto Legislativo que modifica la Ley de Sociedades Mercantiles de 27 de julio de 1966, transformándola en Ley General de Sociedades, Diario Oficial *El Peruano*, 5 de noviembre (Perú).

Ley 26702, Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros, Diario Oficial *El Peruano*, 9 de diciembre de 1996 (Perú).

Ley 26887, Ley General de Sociedades, Diario Oficial *El Peruano*, 5 de diciembre de 1997 (Perú).

Ley de 18 de julio de 1951, Ley sobre el régimen jurídico de las Sociedades anónimas (B.O.E, 1951, 199) (Esp.).

Real Decreto de 24 de julio de 1889, Código Civil (B.O.E., 1889, 206) (Esp.).

Real Decreto de 22 de agosto de 1885, Código de Comercio (B.O.E, 1885, 289) (Esp.).

Real Decreto de 5 de octubre de 1829, Código de Comercio (B.O.E, 1889) (Esp.)

10.18800/themis.202302.002

TÍTULOS DE PARTICIPACIÓN EN EL PATRIMONIO (TPP)

NON-STOCK EQUITY INSTRUMENTS (NSEI)

Francisco Baldeón*
Rodrigo, Elías & Medrano Abogados
Santiago Montes de Oca**
Rodrigo, Elías & Medrano Abogados

This article studies the Non-Stock Equity Instrument, an equity financial instrument that grants its holder a specific participation in the results of the issuing company without granting the holder the status of shareholder, which, despite being expressly provided for in Peruvian law and in comparative law, has been forgotten in financial practice.

The objective of this study is to understand the competitive advantages of the Non-Stock Equity Instrument for both issuers and holders, which make it a financial instrument to be considered in the capital market.

Keywords: Non-Stock Equity Instrument; financing; security; financial instruments; capital market.

El presente artículo estudia al Título de Participación en el Patrimonio, un instrumento financiero de equity que otorga a su tenedor una participación específica en los resultados de la empresa emisora sin concederle la calidad de accionista, que, a pesar de estar previsto expresamente en la ley peruana y en el derecho comparado, ha sido olvidado en la práctica financiera.

El objetivo de este estudio es entender las ventajas competitivas del Título de Participación en el Patrimonio tanto para los emisores como para los tenedores, las que lo convierten en un instrumento financiero a considerar en el mercado de capitales.

Palabras clave: Título de Participación en el Patrimonio; financiamiento; título valor; valor mobiliario; instrumentos financieros; mercado de capitales.

* Abogado. Master of Corporate Law por la Universidad de Cambridge (Cambridge, Inglaterra). Ex secretario de los grupos de trabajo conformados por el Ministerio de Justicia y Derechos Humanos en 2014 y 2017 para preparar el Anteproyecto de la nueva Ley General de Sociedades. Profesor de Sociedades Anónimas en la Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú. Abogado asociado en Rodrigo, Elías & Medrano Abogados. Contacto: Fbaldeon@estudiorodrigo.com

** Alumno del XI Ciclo de la Facultad de Derecho de la Universidad de Lima. Practicante pre-profesional en Rodrigo, Elías & Medrano Abogados. Contacto: santiago.montesdeoca@estudiorodrigo.com

Nota del Editor: El presente artículo fue recibido por el Consejo Ejecutivo de THĒMIS-Revista de Derecho el 18 de julio de 2023, y aceptado por el mismo el 12 de septiembre de 2023.

"Diseñar nuevas formas de instrumentos financieros, moldeados para satisfacer las particulares preferencias de los inversionistas, constituye una parte significativa de la actividad de asesoría en finanzas corporativas" (Ferran, 2014).

I. INTRODUCCIÓN

Cuando Teseo abandonó a Ariadna en la isla de Naxos, no se percató de que, al dejarla, no solo abandonaba el hilo de oro con el que logró salir del laberinto de Creta; también dejó olvidada a una hermosa y legendaria mujer. Felizmente, fue Dionisio, dios del buen vivir y la alegría, quien la rescató del olvido y la ascendió, con él, al Olimpo. Algunas instituciones jurídicas, pese a su intrínseco valor económico, han quedado olvidadas por la práctica mercantil, como Teseo a Ariadna. Entonces, corresponde a este artículo, respecto de los títulos de participación en el patrimonio, asumir el papel de Dionisio.

Una empresa es fundada con los aportes realizados por sus miembros fundadores. En este punto, los fundadores asumen un riesgo personal al comprometer sus propios recursos financieros y esfuerzos para que la empresa inicie sus actividades. Es a través de estas contribuciones que la empresa adquiere los primeros recursos necesarios para poner en marcha sus operaciones y concretar oportunidades de negocio. Sin embargo, a medida que la empresa crece y se expande, llega un momento en el que necesita buscar recursos adicionales más allá de los aportes iniciales de sus fundadores para aprovechar oportunidades, invertir en investigación y desarrollo, adquirir activos estratégicos y expandirse en nuevos mercados. En consecuencia, para que una sociedad pueda realizar sus actividades económicas, debe conseguir en el mercado de capitales los fondos adicionales y necesarios para ello. Es aquí donde el financiamiento juega un papel fundamental en el crecimiento, la estabilidad y la viabilidad a largo plazo de las empresas.

Para financiar sus operaciones y proyectos, las empresas tienen dos opciones principales: el financiamiento con recursos propios (*equity*, esto es capital/patrimonio) y el financiamiento proveniente de terceros ajenos (deuda o *debt*). Cada una de estas fuentes de financiamiento tiene sus propias ventajas y consideraciones, y la elección entre ellas puede marcar una diferencia. El financiamiento puede realizarse a través de la colocación de instrumentos financieros por parte de la empresa y, dependiendo de la fuente de financiamiento a la que recurran, pueden ser de dos tipos: (i) instrumentos representativos de deuda (bonos o papeles comerciales); o (ii) instrumentos de *equity* (que, a la fecha, son, esencialmente, acciones).

Considerando que el mercado de capitales es cada vez más dinámico y competitivo, las empresas compiten entre ellas para asignarse entre sí los recursos financieros disponibles, que son limitados. Siendo un proceso competitivo, las empresas deben buscar ofrecer instrumentos financieros que sean lo más atractivos posibles para la empresa (es decir, que proporcionen a esta la mayor cantidad de financiamiento) y para el inversionista (es decir, que proporcionen a este la mayor rentabilidad por dólar invertido); en ambos casos, reduciendo los costos de transacción.

En el presente artículo, se estudiará al Título de Participación en el Patrimonio (en adelante, TPP), un instrumento financiero que, a pesar de estar previsto expresamente en la ley peruana, ha sido olvidado en la práctica financiera. Antes de adentrarnos en su estudio propiamente, delinearemos las diferencias básicas entre instrumentos de deuda e instrumentos de *equity*, a fin de identificar más adelante en cuál de esas categorías se encuadra.

II. INSTRUMENTOS REPRESENTATIVOS DE DEUDA Y *EQUITY*

A. Instrumentos de deuda

Actualmente, no encontramos una definición legal general para el término 'instrumentos representativos de deuda' en el ordenamiento jurídico peruano. En ese sentido, la terminología utilizada para describir a los instrumentos de deuda es otorgada por la práctica del mercado más que por una definición legal (Cranston, 2002, p. 326). Como menciona Eilís Ferran, "los mercados desarrollan términos para distinguir instrumentos de deuda mediante referencia a ciertas características claves […]" (1999, p. 50). Estas características son las siguientes:

– Son instrumentos de renta fija. Confieren el derecho a una renta a su tenedor. Otorga al tenedor del título un derecho a una prestación dineraria cierta, así como otros derechos. Se les denomina 'de renta fija', para distinguirlos de aquellos 'de renta variable', que confieren un derecho patrimonial sujeto a que el emisor tenga utilidades distribuibles (por ejemplo, en el caso de acciones).

– La renta fija consiste en el pago de intereses, que se devengan periódicamente. Si bien la tasa de interés pactada puede ser variable (por ejemplo, equivalente a tasas de interés de referencia), estas variaciones no depen-

den de la existencia de utilidades en el emisor, sino de factores de mercado exógenos.

– Los instrumentos de deuda implican un pasivo de la sociedad emisora frente a los inversionistas que adquieren su titularidad. En consecuencia, los inversionistas son acreedores de una obligación dineraria desde el momento de la suscripción o adquisición del instrumento.

– Precisamente, porque hay un crédito dinerario cierto (no eventual), es usual constituir garantías reales sobre bienes y derechos de la sociedad, y terceros para garantizar el pago del referido crédito.

– El titular de los títulos de deuda no asume el riesgo inherente a la gestión social de la empresa, razón por la cual la renta (interés) debe ser pagada cualquiera fuese el resultado económico de dicha gestión social. Asimismo, se encuentran 'rankeados' por encima de los accionistas para el repago de sus acreencias en caso de liquidación (Ferran, 1999, p. 52).

– El capital debe ser devuelto.

Aunque nuestra anquilosada Ley de Mercado de Valores (en adelante, LMV)[1] se refiere a los instrumentos de deuda, no los define. Pese a ello, la LMV establece consecuencias jurídicas para los instrumentos de deuda, pero no los establece para los instrumentos de *equity*. Por ejemplo, el artículo 86 de la LMV dispone que "los valores representativos de deuda, emitidos por oferta pública o por oferta privada, constituyen títulos valores ejecutivos" (2023), mientras que el artículo 26 de la LMV dispone que los "tenedores de valores representativos de deuda podrán solicitar la inscripción de dichos valores" (2023) en el Registro Público del Mercado de Valores (en adelante, RPMV). Asimismo, son aplicables a los instrumentos de deuda las disposiciones sobre emisión de obligaciones contenidas en la Ley General de Sociedades (en adelante, LGS).

Recogiendo las características antes descritas, podemos definir al instrumento financiero representativo de deuda como: un valor mobiliario que representa una obligación dineraria de la entidad emisora para reembolsar el capital prestado y pagar intereses sobre ese préstamo a los inversionistas. Los inversionistas que adquieren estos instrumentos financieros de deuda se convierten en acreedores de la entidad emisora y tienen derecho a recibir el pago del capital prestado y los intereses acordados. El nivel de deuda que una sociedad está dispuesta a asumir depende de un conjunto de variables de las que se ocupan las finanzas corporativas y tienen que ver con cuál es la mejor 'estructura de capital' de la empresa (Villegas, 2004, p. 1044).

Los instrumentos financieros de deuda por excelencia son las denominadas obligaciones, que pueden clasificarse en: (i) bonos; y (ii) papeles comerciales. Los bonos son valores representativos de deuda emitidos a plazos mayores de un año, mientras que los papeles comerciales –o, como los define la LMV, "instrumentos de corto plazo" (2023)– son valores representativos de deuda emitidos a plazos no mayores de un año.

B. Instrumentos de *equity*

Por otro lado, en los instrumentos financieros representativos de *equity*, el retorno (es decir, la renta) no es cierto desde un inicio, por cuanto dependerá de los resultados del emisor. No hay seguridad de percepción de la renta (en el caso de acciones, dividendos) ni de devolución del capital o valor nominal pagado para adquirir el instrumento (Barreta, 1999, p. 184). Es por ello que estos títulos son identificados como instrumentos de renta variable. En consecuencia, no conllevan la generación de un pasivo en la sociedad emisora desde el momento de la emisión. Los instrumentos de *equity* representan para sus tenedores, en términos comerciales, el capital-riesgo (*risk-capital*), ya que son los últimos en la cola para cobrar sus créditos una vez verificadas las condiciones para su pago (a diferencia de los tenedores de instrumentos de deuda, que están 'rankeados' por encima de ellos para el cobro), pero, si las cosas salen bien, obtendrán un beneficio considerable (Cranston, 2002, p. 326).

El instrumento financiero de *equity* por excelencia es la acción, que también es un valor mobiliario. En la doctrina moderna de Derecho Mercantil, la acción es conceptualizada como una parte alícuota del capital social, representativa de un conjunto de derechos que constituyen la 'calidad de accionista' y que se representa en un título accionario. Nuestra LGS, contempla los tres aspectos mencionados de la acción. El artículo 82 de la LGS establece que "las acciones representan partes alícuotas del capital social" (1997), los artículos 95 y 96 de la citada norma señalan que las acciones "confieren a su titular la calidad de accionistas" (1997) y el artículo 100 del mismo cuerpo normativo indica que las ac-

[1] Texto Único Ordenado aprobado por Decreto Supremo 020-2023-EF.

ciones "se representan por certificados, por anotaciones en cuenta o en cualquier otra forma que permita la ley" (López, 1998).

C. Ventajas y desventajas del financiamiento vía deuda

Junto con las acciones (instrumentos de *equity*), las obligaciones (instrumentos de deuda) han sido y son los medios más comunes por los cuales las sociedades obtienen financiamiento (Villegas, 2004, p. 1044). El beneficio principal de contar con mayor deuda en la estructura de capital es el mayor rendimiento que como accionistas se obtiene por dólar invertido como capital a medida que se incrementa la deuda. La deuda hace que el rendimiento del negocio (todo lo que genera la empresa) aumente y, en consecuencia, la utilidad y el rendimiento del *equity* (lo que se le va a retribuir al accionista o 'titular de participación en el patrimonio') también se vea incrementado.

Además, la deuda es más 'barata'. Una de las razones principales es el 'escudo fiscal': hay un ahorro tributario como consecuencia de poder deducir los intereses del impuesto a la renta de las sociedades. Es decir, el endeudamiento puede incrementar el valor de una empresa reduciendo sus impuestos. Dicha deducción no es ilimitada; la Ley del Impuesto a la Renta establece un límite a la deducibilidad de intereses (deducción de gastos financieros bajo la regla del EBITDA tributario[2]).

No obstante, el límite principal a los beneficios de contar con mayor deuda es el costo de insolvencia, que se incrementa a medida que se aumente el nivel de deuda en una sociedad. Es decir, el aumento del endeudamiento implica mayores posibilidades de quiebra (Salloum & Vigier, 1999, p. 4), al tener los acreedores la posibilidad de someter a la sociedad insolvente (que no puede atender sus obligaciones de pago) a un procedimiento concursal.

Asimismo, otro punto a considerar es que no todas las empresas pueden acceder al financiamiento vía deuda; las empresas pequeñas y medianas (en adelante, pymes) enfrentan ciertos obstáculos para acceder a la deuda. Stiglitz-Weiss (1981), Storey (1994) y Salloum-Vigier (1997; 1999), destacan algunas de las razones por las cuales las pymes tienen dificultades para obtener préstamos y que reseñamos a continuación:

1. Problema de *screening*: Los bancos suelen tener dificultades para evaluar adecuadamente los proyectos de las pymes, debido a la falta de información disponible en comparación con las grandes empresas. Esto puede deberse a que las pymes tienen menos historial crediticio, informes financieros menos detallados o falta de experiencia empresarial comprobada. Como resultado, los bancos pueden ser más reacios a otorgar préstamos a las pymes, debido a la incertidumbre sobre la viabilidad y el riesgo asociado con sus proyectos.

2. Problemas de información asimétrica: La búsqueda y recopilación de información por parte de los bancos sobre las pymes suele ser costosa y no necesariamente proporcional al monto del crédito solicitado. Los costos fijos asociados con la evaluación y el monitoreo de las pymes hacen que los préstamos sean más caros en relación con las grandes empresas. Esto puede llevar a que las tasas de interés sean más altas para las pymes, lo que dificulta su acceso al crédito a tasas competitivas.

3. Problemas de *insufficient collateral*: Las pymes a menudo carecen de activos suficientes para ofrecer como garantías o hipotecas, o los bienes de los que sean titulares pueden no ser considerados adecuados para gravar por los bancos. La falta de garantías sólidas dificulta la capacidad de las pymes para ofrecer seguridad a los prestamistas, lo que aumenta el riesgo percibido por los bancos y terceros al otorgarles crédito.

4. Problema de *moral hazard*: Los bancos pueden percibir a las pymes como deudores de mayor riesgo en comparación con las grandes empresas. Esto puede deberse a factores como la falta de experiencia, la menor estabilidad financiera y la mayor vulnerabilidad ante cambios económicos. Como resultado, los bancos y terceros pueden ser más cautelosos al prestar a las pymes o imponer condiciones más estrictas, como tasas de interés más altas o plazos de pago más cortos.

5. Racionamiento crediticio: En algunos casos, el precio del crédito (es decir, la tasa de interés) no ajusta el mercado de forma eficiente, debido a imperfecciones o restricciones en la oferta y la demanda de crédito. Esto puede llevar a una situación de racionamiento crediticio, donde la demanda de préstamos

[2] Literal a) inciso 1 del artículo 37 del Texto Único Ordenado de la Ley del Impuesto a la Renta: "[n]o son deducibles los intereses netos en la parte que excedan el treinta por ciento (30%) del EBITDA del ejercicio anterior" (2004).

supera la oferta disponible, especialmente para las pymes. Como resultado, las pymes pueden enfrentar dificultades para obtener el financiamiento necesario, incluso si están dispuestas a pagar tasas de interés más altas.

Estos obstáculos ejemplifican las dificultades –como con un lente de aumento– que existen para que las empresas accedan al mercado de financiamiento a través de deuda y que constituyen verdaderos costos de transacción que encarecen el crédito. Ello resalta la importancia de explorar nuevas alternativas de financiamiento. Diseñar nuevas formas de instrumentos financieros, moldeados para satisfacer las particulares preferencias de los inversionistas, constituye una parte significativa de la actividad de asesoría en finanzas corporativas (Ferran, 1999, p. 44).

III. EL TÍTULO DE PARTICIPACIÓN EN EL PATRIMONIO

Como hemos destacado, en el mercado de capitales las sociedades obtienen recursos para impulsar su crecimiento y alcanzar sus objetivos a través de las dos alternativas principales de financiamiento: (i) deuda; o (ii) *equity*. Hemos mencionado que el instrumento financiero de *equity* por excelencia es la acción, representativa de una alícuota del capital social. En esta sección, se identificará al título de participación en el patrimonio como un –olvidado– tipo de instrumento de *equity*.

Según el artículo 257 de la Ley de Títulos Valores (en adelante, LTV), es posible emitir "valores mobiliarios con la denominación de Acciones que no representen el capital de sociedades sino alícuotas o alicuantas de cuentas o fondos patrimoniales distintos" (2000). Aunque el citado artículo indica que estos instrumentos deben emitirse con la denominación de 'acciones', el término correcto para aludirlos es TPP.

Si bien, en la teoría, el patrimonio se encuentra conformado por diversas cuentas (a saber, Acciones de Inversión, Capital Adicional, Resultados No Realizados, Excedente de Revaluación, Reservas, Resultados Acumulados) y un TPP podría representar participación en cualquiera de ellas, lo natural es que el TPP represente –para el inversionista– una participación en los resultados económicos de la empresa, es decir, en la cuenta patrimonial Resultados Acumulados. De esta forma, el TPP otorga a su tenedor el derecho a percibir una porción de las utilidades que genere la empresa, siempre y cuando exista utilidad distribuible. Puede pactarse que esta percepción ocurra una sola vez o varias veces durante un periodo o, también, que sea con cargo al haber neto resultante de la liquidación de la sociedad. En cualquiera de los casos mencionados, puede pactarse un monto máximo de participación.

En otras palabras, el TPP es un instrumento financiero que otorga a su tenedor una participación específica en los resultados de la empresa. A pesar de que, según la ley, se emitan bajo la denominación de 'Acciones', no otorgan los derechos de accionista previstos en la ley o el estatuto del emisor. Por esa misma razón, la participación de un tenedor de TPP en los resultados de la empresa no es propiamente un dividendo, pues este es un término que la ley solo utiliza para referirse al derecho a las utilidades de los titulares de acciones representativas del capital social y, también, de acciones de inversión. Sobre esto último, el artículo 2, numeral 1, de la Ley 27028, Ley que sustituye las acciones del trabajo por las acciones de inversión, establece que la acción de inversión otorga a su titular el derecho a "[p]articipar en la distribución de dividendos" (1998).

Desde una interpretación literal, el artículo 257 de la LTV no establece una restricción para que personas jurídicas diferentes a las sociedades emitan TPP. Sin embargo, tal como ocurre con otros instrumentos financieros, lo más probable es que sea utilizado –en la práctica– principalmente por sociedades. Los TPP materia del presente artículo serán aquellos emitidos por sociedades.

Como se ha referido antes, el TPP puede otorgar a su tenedor el derecho a percibir un porcentaje o un monto fijo de las utilidades de la empresa, con la condición de que estas existan al momento en que deban pagarse. Puede pactarse que dicha percepción ocurra una sola vez o un número de veces (por ejemplo, anualmente, cada 1 de enero) durante un periodo determinado (por ejemplo, cinco años). En tal caso, en el momento en que corresponda liquidar la utilidad al tenedor del TPP (en nuestro ejemplo, el 1 de enero de cada año durante el plazo de cinco años), el estado de situación financiera del emisor deberá mostrar la existencia de utilidades. No consideramos que el pago de su participación en las utilidades al tenedor del TPP deba necesariamente estar sujeto a la aprobación por la junta general de accionistas de la distribución de dividendos. El pago debe ocurrir con la sola verificación de la existencia de utilidades en las fechas de liquidación acordadas. Por supuesto, es posible pactar que un requisito para dicha liquidación sea la aprobación por la junta general de accionistas, aunque ello sería un desincentivo para los posibles suscriptores de un TPP.

Cabe señalar que, en el caso de acciones de inversión, que también están incluidas en el artículo

257, numeral 4, de la LTV, la distribución de dividendos sí está supeditada a su aprobación por la junta. El artículo 3, numeral 2, de la Ley 27028 dispone expresamente que "la distribución a que se refiere el párrafo anterior deberá efectuarse en la misma oportunidad y condiciones señaladas para los titulares de las acciones representativas del capital social" (1998).

Ahora bien, el emisor puede libremente fijar el valor de suscripción de un TPP. Sin embargo, considerando que un TPP otorgaría derecho a percibir utilidades futuras (y eventuales) de la empresa, por lo que es esperable que dicho valor de suscripción se calcule en función de los flujos de caja descontados del emisor durante el periodo de tiempo en que se devengue el derecho a cobrar la participación en las utilidades, siendo la siguiente la fórmula aplicable:

$$PV = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_3}{(1+r)^3} + \cdots + \frac{CF_n}{(1+r)^n}$$

Donde:

a. *PV* es el valor presente de un TPP.
b. *CF* es el flujo de caja para un determinado periodo.
c. *r* es la tasa de descuento.
d. *n* es el número de períodos.

A modo de ejemplo, un TPP podría otorgar el derecho de percibir anualmente el 1% de las utilidades de un emisor durante el plazo de tres años. Los asesores financieros del emisor proyectan que los flujos de caja durante dicho plazo serán los siguientes y que la tasa de retorno será 15%:

Cuadro 1: Ejemplo 1

Año 1	Año 2	Año 3
- S/ 20,000	S/ 30,000	S/ 60,000

Fuente: Elaboración propia

Bajo la proyección de flujos de caja, durante el año 1, el suscriptor no percibiría utilidad alguna, pues el emisor tiene pérdidas. El año 2, las utilidades absorben las pérdidas del año 1, por lo que las utilidades ascenderían a S/ 10 000 y el suscriptor del TPP percibiría S/ 100 (el 1% de la utilidad distribuible). En el año 3, en el que las utilidades ascenderían a S/ 60 000, el suscriptor percibiría S/ 600. En total, de acuerdo con la proyección, el total percibido por el suscriptor ascendería a S/ 700.

En ese caso, el valor presente de los flujos de caja, siguiendo la metodología de valorización de flujos de caja descontados, es el siguiente:

$$PV = \frac{-20{,}000}{(1+0.15)^1} + \frac{30{,}000}{(1+0.15)^2} + \frac{60{,}0000}{(1+0.15)^3} = 44{,}743.98$$

Considerando que el TPP del ejemplo otorga el derecho a cobrar el 1% de las utilidades, el valor de suscripción del TPP debería ser S/ 447.44.

Cabe señalar que la tasa de retorno que sea tomada en cuenta para determinar el valor de suscripción del TPP debe retribuir adecuadamente el riesgo asumido por el suscriptor, pues una posibilidad es que las utilidades proyectadas en el flujo de caja no lleguen a verificarse y que, por tanto, el suscriptor pierda completamente su inversión. Adicionalmente a ello, dicha tasa de retorno debe ofrecer un retorno comparativamente mayor al que recibiría un accionista común, pues el tenedor de un TPP no gozará de los derechos inherentes a la calidad de accionista. En otras palabras, el tenedor no estará dispuesto a invertir en un TPP, a menos que este ofrezca un retorno superior al de un accionista común.

El TPP permite a las sociedades diversificar su estructura de financiamiento, ya que pueden captar inversiones sin tener que otorgar a sus suscriptores derechos inherentes a la acción (como ocurre con la emisión de acciones) y sin tener que asumir los costos de transacción asociados a la asunción de deuda.

IV. RELACIÓN DEL TPP CON OTRAS FIGURAS PREVISTAS EN LA LEGISLACIÓN PERUANA

A. Acciones de inversión

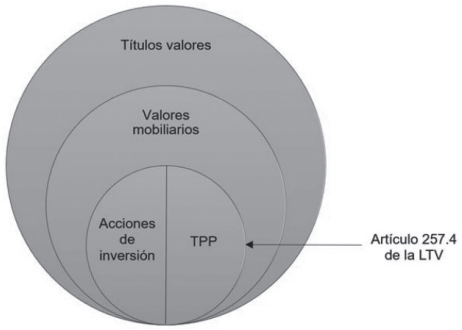
En Perú, se denomina acciones de inversión a aquellos instrumentos regulados por la Ley 27028, Ley que sustituye las acciones del trabajo por las acciones de inversión, la cual otorgó la denominación de "acciones de inversión a aquellas emitidas por las empresas comprendidas dentro de los alcances del Decreto Legislativo 677" (1998), que regula la participación en la utilidad, gestión y propiedad de los trabajadores de las empresas que desarrollan actividades generadoras de Rentas de Tercera Categoría y que están sujetos al régimen laboral de la actividad privada.

Las acciones de inversión otorgan a sus titulares los derechos taxativamente establecidos en la Ley 27028. Entre tales derechos se cuentan, como se ha mencionado: participar en la distribución de dividendos y el saldo del patrimonio de la sociedad, suscribir nuevas acciones de inversión en caso de aumento de capital por nuevos aportes a fin de mantener su proporción, recibir acciones de inversión por capitalización de cuentas patrimoniales, entre otros (1998).

Sin embargo, a pesar de su equívoca denominación, las acciones de inversión no son acciones, pues no otorgan los derechos inherentes a la calidad de accionista y no representan una parte alícuota del capital social. De hecho, las acciones de inversión se representan contablemente como una cuenta patrimonial especial.

Ahora bien, las acciones de inversión sí son títulos valores. El ya citado artículo 257, inciso 4, de la LTV indica que son títulos valores aquellos que, con la denominación de acciones, no representen el capital de sociedades sino alícuotas o alicuantas de cuentas o fondos patrimoniales distintos (2000). Como puede apreciarse, dicho artículo comprende a las acciones de inversión, pues estas precisamente representan alícuotas de una cuenta patrimonial. Sin embargo, considerando que las acciones de inversión tienen un marco legal específico y autónomo, el TPP que es materia de estudio en el presente artículo es todo aquel título de participación en el patrimonio emitido bajo el artículo 257, inciso 4, sin contar a las acciones de inversión. Esta idea se muestra en el siguiente diagrama:

Grafico 1



Fuente: Elaboración propia

B. Títulos de participación bajo el artículo 104 de la LGS

El artículo 104 de la LGS regula los supuestos en los cuales la sociedad puede adquirir sus propias acciones. Cumpliendo los requisitos establecidos en dicho artículo:

> [l]a sociedad puede adquirir sus propias acciones para amortizarlas sin reducir el capital y sin reembolso del valor nominal al accionista, entregándole a cambio **títulos de participación que otorgan derecho de percibir, por el plazo que se establezca, un porcentaje de las utilidades distribuibles de la sociedad**. Estos títulos son nominativos y transferibles (1997) [el énfasis es nuestro].

Estos títulos son, sin duda, un caso especial de TPP comprendidos en el artículo 257, inciso 4, de la LTV, que se emiten como contraprestación al accionista por la amortización de sus acciones (similar a los bonos de goce de la legislación argentina y a los bonos de disfrute de la legislación española). Todo lo desarrollado en este artículo sobre TPP es aplicable a los TPP que se emitan bajo el artículo 104 de la LGS.

C. Partes del fundador

El artículo 72 de la LGS establece que los fundadores de la sociedad:

> pueden reservarse derechos especiales de diverso contenido económico, los que deben constar en el estatuto. **Cuando se trate de participación en las utilidades** o de cualquier derecho sobre éstas, los beneficios no pueden exceder, en conjunto, de la décima parte de la utilidad distribuible anual que aparezca de los estados financieros de los primeros cinco años, en un período máximo de diez años contados a partir del ejercicio siguiente a la constitución de la sociedad (1997) [el énfasis es nuestro].

El derecho de un fundador a participar en las utilidades de la sociedad puede ser incorporado a un TPP. En ese caso, el fundador tendrá su derecho representado en un título valor con las ventajas que ello conlleva en cuanto a su transmisibilidad.

D. El TPP en el derecho comparado

Tras haber quedado claro que el TPP se encuentra recogido en la legislación peruana, resulta relevante confirmar que estos instrumentos también se encuentran reconocidos en otros sistemas legales. En esta subsección, expondremos algunas aproximaciones normativas relacionadas con los TPP en diversas jurisdicciones.

1. Argentina

La Ley de Sociedades Comerciales de Argentina (Ley 19550), regula los 'bonos de goce' y los 'bonos de participación'. El artículo 227 de la citada Ley establece que "las sociedades anónimas pueden emitir bonos de goce y de participación" (1984).

En ese sentido, el artículo 228 señala que:

> [l]os **bonos de goce** se emitirán a favor de los titulares de acciones totalmente amortizadas. Dan derecho a participar en las ganancias y, en caso de disolución, en el producido de la liquidación, después de reembolsado el valor nominal de las acciones no amortizadas. Además gozarán de los derechos que el estatuto les reconozca expresamente (1984) [el énfasis es nuestro].

Los bonos de goce, entonces, constituyen una contraprestación al accionista por la amortización de sus acciones.

Por otro lado, el artículo 229 señala que "los **bonos de participación** pueden emitirse por prestaciones que no sean aportes de capital. Solo dan derecho a participar en las ganancias de ejercicio" (1984) [el énfasis es nuestro]. Los bonos de participación son, por tanto, un instrumento más genérico que los bonos de goce.

Por último, el artículo 230 establece que la participación se abonará contemporáneamente con el dividendo (1984).

2. Brasil

La Ley de Sociedades Anónimas de Brasil (Ley 6404/1976), en su artículo 46, regula las 'partes beneficiarias':

La sociedad podrá crear, en cualquier momento, títulos negociables, sin valor nominal y ajenos al capital social, denominados "partes beneficiarias".

> 1. Las partes beneficiarias confieren a sus titulares derecho de crédito eventual contra la sociedad, consistente en la **participación en las utilidades anuales**.
>
> 2. La participación atribuida a las partes beneficiarias, incluso para la formación de reserva para rescate, si hubiere, no podrá exceder el 0,1 (un décimo) de las utilidades.
>
> 3. A las partes beneficiarias no les será atribuido ningún derecho privativo de accionista, excepto el derecho de fiscalización de los actos de los administradores, en los términos de esta Ley.
>
> 4. Se prohíbe la creación de más de una clase o serie de partes beneficiarias (1976) [el énfasis es nuestro] [traducción libre][3].

Por otro lado, en el artículo 201[4], se señala que la sociedad sólo podrá pagar dividendos a los titulares de las 'partes beneficiarias' a la cuenta de la utilidad neta del ejercicio, de los resultados acumulados y de la reserva de utilidades; y a cuenta de la reserva de capital.

3. España

El artículo 341 de la Ley de Sociedades de Capital de España, aprobado mediante el Real Decreto Legislativo 1/2010, regula los 'bonos de disfrute': "En la reducción del capital con amortización de acciones podrán atribuirse bonos de disfrute a los titulares de las acciones amortizadas, especificando en el acuerdo de reducción el contenido de los derechos atribuidos a estos bonos" (2010). Bajo el artículo citado, el bono de disfrute es una contraprestación por la amortización de acciones, de manera similar a los bonos de goce de la legislación argentina.

4. Italia

El artículo 2353 del Código Civil italiano, regula las acciones de disfrute que son emitidas a los titulares de acciones que han sido amortizadas. Estas 'acciones' carecen de derecho de voto en la junta general de accionistas y concurren en la distribución de utilidades –luego de pagadas las acciones no amortizadas– con un dividendo igual al interés

---

[3] Texto original:

> Artículo 46.- A companhia pode criar, a qualquer tempo, títulos negociáveis, sem valor nominal e estranhos ao capital social, denominados "partes beneficiárias".
>
> § 1 As partes beneficiárias conferirão aos seus titulares direito de crédito eventual contra a companhia, consistente na participação nos lucros anuais (artigo 190).
>
> § 2 A participação atribuída às partes beneficiárias, inclusive para formação de reserva para resgate, se houver, não ultrapassará 0,1 (um décimo) dos lucros.
>
> § 3 É vedado conferir às partes beneficiárias qualquer direito privativo de acionista, salvo o de fiscalizar, nos termos desta Lei, os atos dos administradores.
>
> § 4 É proibida a criação de mais de uma classe ou série de partes beneficiárias (1976).

[4] Artículo 201.- A companhia somente pode pagar dividendos à conta de lucro líquido do exercício, de lucros acumulados e de reserva de lucros; e à conta de reserva de capital […] (1976).

legal y, en caso de liquidación, sobre el haber neto resultante del patrimonio social tras el reembolso de las otras acciones[5] (1942).

V. CARACTERÍSTICAS LEGALES DEL TPP

A pesar de que no existe una regulación orgánica para el TPP, pues apenas está reconocido por el artículo 257, inciso 4, de la LTV, este se sujeta a ciertas disposiciones legales generales que le resultan aplicables, lo que proporciona un marco legal para su emisión, negociación y sus derechos asociados.

Esta y las siguientes secciones de este artículo se sumergirán más en el tratamiento de los TPP bajo la ley peruana, explorando sus características y ventajas para las sociedades emisoras e inversionistas.

A. Es un título valor

El TPP es un título valor. Bajo ley peruana, la creación de títulos valores se encuentra reservada a la ley (sistema conocido como *numerus clausus*)[6], es decir, solamente la ley puede asignar la calidad de título valor a un valor que incorpore derechos patrimoniales. Como se ha señalado, el artículo 257, inciso 4, de la LTV expresamente prevé la posibilidad de que se emitan títulos de participación patrimonial, por lo que resulta incuestionable que estos tienen la calidad de títulos valores.

El hecho de que el título de participación patrimonial sea un título valor trae consigo evidentes consecuencias, algunas de las cuales se listan a continuación:

a) Se encuentran materializados en un título o son representados por anotación en cuenta y registrados ante una Institución de Compensación y Liquidación de Valores.

b) Deben señalar un valor patrimonial expresado como una suma de dinero, en moneda nacional o moneda extranjera. Este valor debería ser el valor de suscripción, es decir, el monto que el tenedor suscriptor pagó a la sociedad como contraprestación por su emisión y que será el valor nominal del título. Sin embargo, dicho valor nominal no expresa el monto de la acreencia del tenedor contra la sociedad. El derecho al tenedor consiste en una parte de las utilidades de la sociedad en un plazo, las cuales pueden ser sustancialmente mayores o menores al valor nominal del título.

c) Sobre ellos, es posible ejercer o constituir derechos reales y, además, trabar medidas cautelares o constituir dominio fiduciario, los cuales deben ser anotados en el mismo título o, si fuesen representados por anotación en cuenta, en el registro contable respectivo (Ley de Títulos Valores, artículo 13) (2000).

d) Si su emisión fuera suscrita por un representante sin facultades, este se obliga a título personal, como si hubiera nombrado a nombre propio (Ley de Títulos Valores, artículo 7, inciso 1) (2000).

e) No pueden ser emitidos al portador. El artículo 23 de la LTV dispone que "[e]l título valor al portador que contenga la obligación de pagar una suma de dinero no puede ser emitido sino en los casos permitidos expresamente por la ley […]" (2000); y la ley no establece dicha posibilidad. En consecuencia, solo puede ser emitido de manera nominativa o a la orden.

   Si el TPP es emitido a la orden, su transferencia se realiza por endoso. De acuerdo con el artículo 39, inciso 1, de la LTV, el endoso obliga al endosante solidariamente con los obligados anteriores, salvo que el endoso se realice mediante la cláusula 'sin responsabilidad' (2000).

   Ahora bien, si el TPP es emitido de manera nominativa, la transferencia tiene efectos de cesión de derechos, no existiendo responsabilidad solidaria frente al cesionario por parte del cedente y los cedentes anteriores. Adicionalmente, de conformidad con el artículo 29, inciso 2, de la LTV:

[5] Artículo 2353.-

Azioni di godimento. Salvo diversa disposizione dello statuto, le azioni di godimento attribuite ai possessori delle azioni rimborsate non danno diritto di voto nell'assemblea. Esse concorrono nella ripartizione degli utili che residuano dopo il pagamento delle azioni non rimborsate di un dividendo pari all'interesse legale e, nel caso di liquidazione, nella ripartizione del patrimonio sociale residuo dopo il rimborso delle altre azioni al loro valore nominale (1942).

[6] Acorde con el artículo 3 de la Ley de Títulos Valores:

Artículo 3.- Creación de nuevos títulos valores

La creación de nuevos títulos valores se hará por ley o por norma legal distinta en caso de existir autorización para el efecto emanada de la ley o conforme al Artículo 276 de la presente Ley (2000).

> Para que la transferencia del titulo valor nominativo surta efecto frente a terceros y frente al emisor, la cesión debe ser comunicada a éste para su anotación en la respectiva matrícula; o, en caso de tratarse de valor con representación por anotación en cuenta, la cesión debe ser inscrita en la Institución de Compensación y Liquidación de Valores correspondiente […] (2000).

f) Es posible pactar las cláusulas típicas de los títulos valores, tales como cláusula de intereses compensatorios y moratorios (en caso de que el emisor incumpla con su obligación frente al tenedor una vez verificadas las utilidades), jurisdicción y ley aplicable.

B. Es un valor mobiliario

El TPP es un valor mobiliario. Como se ha mencionado, el TPP se encuentra expresamente recogido en el artículo 257, inciso 4, de la LTV, ubicado en la sección de Valores Mobiliarios de dicho dispositivo legal. Son valores mobiliarios aquellos emitidos en forma masiva y libremente negociables que confieren a sus titulares derechos crediticios, dominiales o patrimoniales, o los de participación en el capital, el patrimonio o las utilidades del emisor (LMV, artículo 3; LTV, artículo 255). Como se puede apreciar, el TPP encaja perfectamente en la definición de valores mobiliarios prevista en el ordenamiento jurídico peruano.

Considerando que el TPP es un valor mobiliario, cabe puntualizar lo siguiente:

a) Puede ser inscrito en el RPMV.

b) El TPP es libremente negociable (LTV, artículo 255, inciso 2) (2000).

c) El TPP no requiere de protesto (LTV, artículo 255, inciso 6) (2000).

d) Aunque la LTV prevé que los valores mobiliarios tienen mérito ejecutivo (LTV, artículo 255, inciso 6) (2000) el artículo 86 de la LMV, al establecer que los valores representativos de deuda constituyen títulos valores ejecutivos (1996), parece no reconocer mérito ejecutivo a los instrumentos de *equity*, es decir, al TPP.

e) Al no ser un instrumento representativo de deuda, los tenedores de TPP no pueden solicitar la inscripción en el RPMV (LMV, artículo 26, 1996).

f) Al no ser un instrumento representativo de deuda, no se les aplica las normas de emisión de obligaciones previstas en la LGS, en la LMV ni en la LTV. No obstante, de acuerdo con el artículo 86 de la LMV, si el emisor desea emitir TPP en oferta pública, deberá cumplir con las regulaciones aplicables a bonos, sujetándose a las disposiciones sobre emisión de obligaciones contenidas en la Ley de Sociedades (1996).

C. Ciclo de vida del TPP

1. Emisión

El artículo 39 de la LGS dispone que la distribución de beneficios a los socios se realiza en proporción a sus aportes al capital, pero que el pacto social o el estatuto pueden fijar otras proporciones o formas distintas de distribución de los beneficios. En otras palabras, toda forma de participación en las utilidades que no siga la regla general de distribución entre los socios a prorrata de su participación debe constar en el pacto social o el estatuto. Considerando que el TPP tiene por objeto el reparto de utilidades entre terceros diferentes a los accionistas, para que una sociedad pueda emitir dicho TPP, el estatuto o el pacto social deberá preverlo.

Para tal efecto, basta con que el pacto social o estatuto disponga de manera general que la sociedad podrá emitir TPP que otorgue a su tenedor derecho de participación en las utilidades. Con esta autorización general contenida en el pacto social o estatuto, cualquier representante con facultades para emitir títulos valores en nombre de la sociedad podrá emitir un TPP.

Naturalmente, el pacto social o el estatuto puede regular una autorización más específica. Por ejemplo, podría disponer que la sociedad puede emitir TPP que otorguen derecho, en conjunto, a participar en un porcentaje máximo de utilidades o durante un plazo máximo. En tal caso, la emisión de TPP deberá respetar las limitaciones establecidas en la referida autorización.

Considerando que el estatuto se modifica por la mayoría establecida en la ley, salvo que se hayan previsto mayorías más altas, existe el riesgo de que se considere que la mayoría puede diluir el derecho de la minoría a la utilidad mediante la emisión de TPP, es decir, que la mayoría apruebe una emisión de TPP que prive a la minoría de su derecho a las utilidades. A fin de evitar este riesgo, los accionistas minoritarios estarían interesados en que el estatuto de la sociedad establezca 'supermayorías' para la emisión de TPP.

Como se ha mencionado más arriba, el TPP puede ser emitido como título cartular o mediante ano-

taciones en cuenta. Aunque la ley no establece el contenido mínimo del título, algunos elementos indispensables deberían ser los siguientes:

(i) Nombre, documento oficial de identidad y firma del emisor.

(ii) Promesa de pagar una participación en las utilidades o en el resultado de la liquidación del emisor indicando el plazo y cualesquiera otras condiciones que deben verificarse para dicho pago (por ejemplo, que la junta general de accionistas haya aprobado los estados financieros que arrojan utilidades o el balance final de liquidación que arroja el haber neto de la liquidación).

(iii) Nombre del tomador del TPP (incluyendo, de ser un título a la orden, la cláusula 'a la orden').

2. Pago de derechos

De conformidad con el artículo 66 de la LTV, a falta de indicación del lugar de pago, los derechos derivados del TPP deben ser pagados en el domicilio que figure al lado del nombre del emisor o, en su defecto, en el domicilio real del emisor. Naturalmente, para que el tenedor del TPP pueda exigir el pago de sus derechos, deberán haberse cumplido los plazos y condiciones establecidos en el título.

Si el TPP se encontrara inscrito en el RPMV, serán de aplicación las normas contenidas en el Reglamento sobre Fecha de Corte, Registro y Entrega, aprobado por Resolución CONASEV 069-2006-EF-94.10.

3. Amortización, conversión en acciones, redención

Normalmente, un TPP será amortizado cuando se hayan pagado todos los derechos que otorga o se hayan cumplido los plazos o condiciones para su amortización. Por ejemplo, será amortizado cuando se hayan pagado el monto máximo de utilidades o cuando se haya cumplido el plazo o condición resolutorios pactados en él.

Sin perjuicio de ello, también es posible pactar que el TPP puede ser convertido en acciones a opción del tenedor. Para ello, sería necesario que el TPP incluya un derecho de opción para suscribir acciones, para lo que deberá cumplirse con el artículo 103 de la LGS. De conformidad con este artículo, tal opción podrá otorgarse al tenedor del TPP solo cuando lo establezca la escritura pública de constitución o lo acuerde la junta general con el voto favorable de accionistas que representen la totalidad de las acciones con derecho a voto (1997). Este es el candado que el legislador ha previsto para evitar que terceros suscriban acciones, diluyendo la participación de los minoritarios. El plazo de la opción no podrá superar los dos años.

De ser ejercida la opción antes referida, el TPP sería amortizado y el emisor emitiría al tenedor acciones a cambio. Puede pactarse que el valor de suscripción del TPP pagado en su momento por el tenedor se impute al valor de colocación de la acción, pero, para que ello tenga sentido económico para el emisor, dicho valor de suscripción tendría que haber considerado que el TPP otorgará el derecho a percibir utilidades de la empresa de manera indefinida.

Finalmente, el TPP también será amortizado si la sociedad lo redime, es decir, lo readquiere. Dicha redención, para futura amortización, no requiere cumplir con las formalidades propias de una reducción de capital y puede ser libremente pactada, como se indicará más abajo.

VI. VENTAJAS COMPARATIVAS DEL TPP

A. Ventajas para el tenedor

1. Es esperable que el retorno de un tenedor de TPP sea mayor que el de un accionista

Puede llegar a pensarse que la acción es siempre un instrumento más atractivo que el TPP, pues, si bien ambos otorgan una participación en las utilidades (característica principal de los instrumentos de *equity*), la acción otorga derechos políticos establecidos imperativamente en la LGS. Más aun, algunos de esos derechos políticos pueden ser ejercidos incluso por las acciones sin derecho a voto.

Sin embargo, precisamente porque las acciones otorgan estos derechos políticos, es esperable que el emisor, al momento de establecer las condiciones de suscripción de un TPP, otorgue un retorno mayor al de un accionista. De otro modo, no existiría un mercado para los TPP; ningún inversionista adquiriría un instrumento que ofrezca un retorno similar al de una acción sin los derechos políticos de esta. Como se ha señalado antes, el mecanismo natural para fijar este mayor retorno es que el emisor, al momento de calcular el valor presente de los flujos de utilidades (que debería constituir el valor de suscripción), asigne una tasa de retorno mayor a la que asignaría para calcular el valor presente de los flujos de utilidades de una acción.

2. El derecho a la participación en las utilidades que otorga un TPP no puede ser diluido

Una ventaja del TPP respecto de las acciones sin derecho a voto es la imposibilidad de diluir el dividendo que perciben mediante la creación de nuevos TPP, como sí ocurre en el caso de las acciones sin derecho a voto. Ello incentivaría a un potencial inversionista a preferir un TPP frente a las acciones sin derecho a voto.

La LGS dispone que las acciones sin derecho a voto deben tener un dividendo preferencial. La ley no regula en qué debe consistir dicha preferencia, aunque la práctica ha identificado que esta puede ser de cantidad (es decir, que las acciones sin voto perciban un dividendo mayor que el de las acciones comunes) o de rango (es decir, que el dividendo correspondiente a las acciones sin voto se pague antes que el de las acciones comunes).

Ahora bien, según el artículo 96, inciso 5, literal c, de la LGS, en una sociedad que tenga emitidas acciones sin derecho a voto, es posible que un acuerdo de aumento de capital prevea la creación únicamente de acciones sin derecho a voto (1997). En este caso, tanto los accionistas con voto como los accionistas sin voto tienen derecho a suscribir acciones sin derecho a voto a prorrata de su participación en el capital. Al suscribir los accionistas con derecho a voto acciones sin derecho a voto, los accionistas sin derecho a voto originarios verán diluida su preferencia en la percepción de dividendo, pues esta deberá ser compartida con los accionistas con derecho a voto. De este modo, aumentar el capital creando solamente acciones sin voto puede convertirse en una estrategia que adopten los accionistas con derecho a voto para diluir la preferencia de la que antes solamente gozaban los accionistas sin derecho a voto originarios.

A manera de ejemplo, una sociedad tiene la siguiente composición accionaria:

Cuadro 2: Ejemplo 2.1

Accionistas	Número de acciones	Clase
α	50	Con voto
β	30	Con voto
δ	20	Sin voto

Fuente: Elaboración propia

El estatuto de la sociedad establece que la clase de acciones sin derecho a voto percibe un dividendo preferencial consistente en el 10% de la utilidad distribuible; es decir, del 100% de la utilidad distribuible, el 10% es distribuido entre los accionistas sin voto, mientras que el 90% es distribuido entre todos los accionistas, a prorrata de su participación en el capital. Si se acuerda la distribución de S/ 100, esta se repartirá según se indica en el siguiente cuadro:

Cuadro 3: Ejemplo 2.2

Accionistas	Número de acciones	Clase	Dividendo preferente	Dividendo normal	Dividendo total
α	50	Con voto	0	45	45
β	30	Con voto	0	27	27
δ	20	Sin voto	10	18	28
			10	90	100

Ahora bien, considerando que solo los accionistas α y β tienen derecho a voto, estos podrían acordar en una junta general de accionistas el aumento del capital social mediante la creación de, únicamente, acciones sin derecho a voto. Considérese que la junta decide la creación de 100 nuevas acciones sin derecho a voto y que, de conformidad con el artículo 96, inciso 5, literal c, de la LGS, el accionista sin voto δ suscribe la cantidad máxima de acciones que puede suscribir en primera rueda y lo propio hacen los accionistas con derecho a voto, tal como se indica en el siguiente cuadro:

Cuadro 4: Ejemplo 2.3

Accionistas	Número de nuevas acciones sin derecho a voto	Número de acciones con derecho a voto total	Número de acciones sin derecho a voto total	Número total de acciones
α	50	50	50	100
β	30	30	30	60
δ	20	0	40	40

Fuente: Elaboración propia

En este escenario, si se acuerda la distribución de S/ 100, esta se repartirá según se indica en el siguiente cuadro:

Cuadro 5: Ejemplo 2.4

Accionistas	Número total de acciones	Dividendo preferente	Dividendo normal	Dividendo total
α	50	4.2	50	54.2
β	30	2.5	30	32.5
δ	20	3.3	40	43.3
			90	100

Fuente: Elaboración propia

Como puede apreciarse, como resultado de que los accionistas con voto hayan decidido que el aumento de capital sea únicamente mediante la creación de acciones sin voto, el dividendo preferencial del accionista δ se ve diluido en esta distribución de dividendos, pues pasa de S/ 10 a S/ 3.3.

Si el inversionista hubiera suscrito un TPP y no acciones sin derecho a voto, el TPP le habría otorgado una alícuota sobre las utilidades del emisor (en nuestro ejemplo, sobre S/ 100). El subsecuente aumento de capital mediante creación de acciones sin derecho a voto que acordaron los accionistas α y β no habría afectado la participación en las utilidades del tenedor del TPP.

3. El TPP sí otorga a su tenedor derechos de fiscalización

Pese a que el TPP no es una acción, el tenedor de un TPP puede ejercer los derechos de fiscalización que le otorgue la ley y el estatuto. En cuanto a los primeros, si bien la ley no otorga específicamente derechos de fiscalización a los tenedores de un TPP, la LGS sí otorga algunos derechos que pueden ser ejercidos contra una sociedad por cualquier tercero con legítimo interés:

(i) Bajo el artículo 38 de la LGS:

> Son nulos los acuerdos societarios (esto es, sean de la junta general de accionistas, del directorio o de cualquier otro órgano colegiado de la sociedad) adoptados con omisión de las formalidades de publicidad prescritas, contrarios a las leyes que interesan al orden público o a las buenas costumbres, a las estipulaciones del pacto social o del estatuto, o que lesionen los intereses de la sociedad en beneficio directo o indirecto de uno o varios socios (1997).

De conformidad con el artículo 35[7], que le es aplicable por remisión, la acción de nulidad puede ser iniciada por cualquier persona con legítimo interés. Un tenedor de TPP que considere que el emisor ha adoptado un acuerdo nulo puede interponer la acción de nulidad antes referida, pues resulta evidente su legítimo interés.

(ii) En el caso de sociedades anónimas, bajo el artículo 150 de la LGS[8], contra los acuerdos de la junta contrarios a normas imperativas o que incurran en causales de nulidad previstas en esta ley o en el Código Civil, procede la acción de nulidad. Esta acción puede ser ejercida por cualquier persona que tenga legítimo interés. Un tenedor de TPP que considere que la junta general de accionistas del emisor ha adoptado un acuerdo nulo puede interponer la acción de nulidad antes referida, pues, al igual que en el caso anterior, resulta evidente su legítimo interés.

(iii) Como resulta evidente, en caso de que el emisor o sus directores o gerentes causen un daño al tenedor de TPP, este último puede reclamar contra los primeros una indemnización por daños y perjuicios bajo el régimen de responsabilidad civil general. En esa línea, en el caso de sociedades anónimas, el

[7] Artículo 35.-

> La demanda de nulidad del pacto social, se tramita por el proceso abreviado, se dirige contra la sociedad y sólo puede ser iniciada por personas con legítimo interés. La acción de nulidad caduca a los dos años de inscrita la escritura pública de constitución en el Registro (1997).

[8] Artículo 150.-

> Procede acción de nulidad para invalidar los acuerdos de la junta contrarios a normas imperativas o que incurran en causales de nulidad previstas en esta ley o en el Código Civil. Cualquier persona que tenga legítimo interés puede interponer acción de nulidad contra los acuerdos mencionados en el párrafo anterior, la que se sustanciará en el proceso de conocimiento. La acción de nulidad prevista en este artículo caduca al año de la adopción del acuerdo respectivo (1997).

artículo 182 de la LGS[9] prevé que los terceros pueden interponer pretensiones de indemnización contra directores por los actos de estos que lesionen directamente sus intereses (1997).

Si bien los antes citados derechos están previstos legalmente, no existe impedimento para que la sociedad emisora otorgue derechos adicionales de fiscalización al tenedor de un TPP. Por ejemplo, el derecho a ser informado sobre la marcha de la sociedad periódicamente o a requerimiento del tenedor del TPP. Algunos de esos derechos adicionales deberán necesariamente constar en el estatuto del emisor; por ejemplo, el derecho a asistir a la junta.

B. Ventajas para el emisor

1. Financiamiento

Como ya ha sido explicado, el TPP es un instrumento financiero de *equity*. Permite a las sociedades acceder a financiamiento en el mercado de capitales, a cambio de otorgar un derecho a participar en sus utilidades.

Una empresa podría incluso ser constituida con un capital mínimo y financiar sus operaciones exclusivamente mediante la emisión de TPP.

2. No es un instrumento financiero representativo de deuda

El TPP no es un instrumento de deuda, pues no otorga una renta fija a su tenedor. Los ingresos de este dependerán exclusivamente de la existencia de utilidades en la contabilidad del emisor. En consecuencia, el tenedor de un TPP no tiene un crédito dinerario exigible contra la sociedad, sino hasta el momento en que se hayan verificado las utilidades y, de ser el caso, se hayan cumplido las condiciones establecidas para el pago de la participación.

En esa línea, el derecho abstracto de participar en el patrimonio derivado de un TPP no podría ser reconocido como crédito en un procedimiento concursal (como sí lo podría ser el derecho concreto del tenedor del TPP o el de un accionista a cobrar su participación en utilidades ya verificadas). En ese sentido, a diferencia de lo que ocurre con la emisión de instrumentos de deuda, la emisión del TPP no incrementa el riesgo de la sociedad de ser sometido a un procedimiento concursal.

3. No otorga derechos políticos y económicos que la LGS reconoce a la acción

Para el emisor, uno de los principales atractivos del TPP es que no otorga los derechos inherentes a la calidad de accionistas. En ese sentido, para un emisor es más atractivo emitir un TPP en comparación con, incluso, una acción sin derecho a voto.

Como es bien sabido, la acción sin voto otorga un abanico de derechos cuyo ejercicio puede llegar a generar costos a la sociedad, entre ellos, el derecho a ser informado sobre la marcha de la sociedad (LGS, artículo 52-A[10]), el derecho a ser informado semestralmente (LGS, artículo 96, inciso 2[11]), el derecho a separarse en los casos previstos en la ley (LGS, artículo 96, inciso 4[12]), el derecho de suscripción preferente (LGS, artículo 96, inciso 5[13]).

---

9 Artículo 182.-

No obstante lo dispuesto en los artículos precedentes, quedan a salvo las pretensiones de indemnización que puedan corresponder a los socios y a los terceros por actos de los directores que lesionen directamente los intereses de aquellos. No se considera lesión directa la que se refiere a daños causados a la sociedad, aunque ello entrañe como consecuencia daño al accionista (1997).

10 Artículo 52-A.-

Las sociedades anónimas deberán proporcionar en cualquier oportunidad, a solicitud escrita de accionistas que representen al menos el cinco por ciento (5%) del capital pagado de la sociedad, información respecto de la sociedad y sus operaciones, siempre que no se trate de hechos reservados o de asuntos cuya divulgación pueda causar daños a la sociedad.

En caso de discrepancia sobre el carácter reservado o confidencial de la información, resuelve el juez del domicilio de la sociedad (1997).

11 Artículo 96.- La acción sin derecho a voto confiere a su titular la calidad de accionista y le atribuye, cuando menos, los siguientes derechos: […] (1997).

2. Ser informado cuando menos semestralmente de las actividades y gestión de la sociedad; […] (1997).

12 Artículo 96.- La acción sin derecho a voto confiere a su titular la calidad de accionista y le atribuye, cuando menos, los siguientes derechos: […]

4. Separarse de la sociedad en los casos previstos en la ley y en el estatuto; y, […] (1997).

13 Artículo 96.- La acción sin derecho a voto confiere a su titular la calidad de accionista y le atribuye, cuando menos, los siguientes derechos: […]

5. En caso de aumento de capital: […] (1997).

En este contexto, una sociedad que emita TPP no tendrá que asumir el costo de lidiar con producir o brindar información a los tenedores de TPP. Tampoco tendrá que afrontar las dificultades de financiar el reembolso producto de un derecho de separación.

4. Puede ser redimido por el emisor sin restricciones

Una acción solo puede ser adquirida por la sociedad emisora en los supuestos establecidos en el artículo 104 de la LGS[14]. A diferencia de ello, siempre que exista acuerdo entre emisor y tenedor, el TPP puede ser redimido (esto es, readquirido) libremente en cualquier momento por el emisor y sin restricciones en cuanto al monto que puede ser pagado por él. El TPP también puede incluir un derecho de opción de redención a favor del emisor que, de ser ejercido, transfiera la titularidad del TPP a favor de la sociedad. Al redimir un TPP, se producirá en el emisor la consolidación de la posición de deudor y acreedor, lo que traerá como consecuencia la amortización del título.

5. La sociedad puede otorgar préstamos o prestar garantías para la adquisición de TPP

El artículo 106 de la LGS[15] prohíbe que una sociedad otorgue préstamos u otorgue garantías para la adquisición de acciones (1997). Claramente, estas restricciones solamente son aplicables respecto de acciones y no de valores mobiliarios distintos a ellas. En consecuencia, una sociedad podría otorgar préstamos o prestar garantías con la finalidad de que potenciales suscriptores suscriban una emisión de TPP. Sin perjuicio de los potenciales riesgos que ello puede representar para los accionistas minoritarios, la posibilidad de que el propio emisor otorgue asistencia financiera al tenedor del TPP podría facilitar la emisión de este tipo de instrumentos.

6. Puede ser utilizado como una *poison pill* en una adquisición hostil

Una *poison pill* es un particular mecanismo de defensa que una sociedad puede desplegar para evitar ser objeto de una adquisición hostil (*hostile takeover*). Este escenario se produce cuando, en una sociedad con accionariado difundido, los accionistas reciben una oferta de adquisición de sus acciones formulada por un potencial adquirente y esta oferta no ha sido buscada ni planificada por el directorio. En este caso, el directorio puede implementar medidas con la finalidad de evitar que dicha adquisición se concrete. Las motivaciones del directorio para oponerse a la adquisición pueden variar; van desde un deseo egoísta de preservar sus empleos (de los cuales probablemente se verán despojados por el adquirente si se concreta la adquisición) hasta un deseo honesto de preservar la cultura corporativa y el valor de la empresa.

Una de las medidas más famosas empleadas en Estados Unidos para frenar la adquisición hostil es la conocida como *flip-in poison pill*. Esta medida *antitakeover* consiste en que el directorio emita a favor de los accionistas preexistentes la opción de suscribir acciones de la sociedad a un valor insignificante. La opción está sujeta a la condición que un tercero adquiera una participación significativa en el accionariado de la sociedad. Si el tercero concretara la adquisición, sería esperable que los accionistas preexistentes ejerzan su derecho de opción, lo cual traería como efecto que la participación significativa del tercero se diluya. La *poison pill* no se encuentra diseñada para ser ejercida, sino únicamente para desincentivar a cualquier tercero a formular una oferta a los accionistas sin negociarla previamente con el directorio.

Ahora bien, considerando que, bajo ley peruana, el directorio no tiene *per se* la facultad de emitir acciones, el TPP se puede convertir en un eficaz sustituto. Si el estatuto de la sociedad faculta al directorio a emitir TPP, un directorio podría acordar la emisión de derechos de opción para suscribir TPP a favor de los accionistas preexistentes, la cual sería ejercida en caso de que se produzca una adquisición hostil. Así, en caso de que dicha adquisición se concrete, los accionistas preexistentes suscribirían TPP a un valor mínimo, diluyendo

[14] Artículo 104.-

> La sociedad puede adquirir sus propias acciones con cargo al capital únicamente para amortizarlas, previo acuerdo de reducción del capital adoptado conforme a ley.
>
> Cuando la adquisición de las acciones se realice por monto mayor al valor nominal, la diferencia sólo podrá ser pagada con cargo a beneficios y reservas libres de la sociedad.
>
> La sociedad puede adquirir sus propias acciones para amortizarlas sin reducir el capital y sin reembolso del valor nominal al accionista, entregándole a cambio títulos de participación que otorgan derecho de percibir, por el plazo que se establezca, un porcentaje de las utilidades distribuibles de la sociedad. Estos títulos son nominativos y transferibles.
>
> La sociedad puede adquirir sus propias acciones con cargo a beneficios y reservas libres en los casos siguientes: […] (1997).

[15] Artículo 106.- En ningún caso la sociedad puede otorgar préstamos o prestar garantías, con la garantía de sus propias acciones ni para la adquisición de éstas bajo responsabilidad del directorio (1997).

la participación del adquirente hostil en las utilidades del emisor.

VII. RÉGIMEN TRIBUTARIO DE LA PARTICIPACIÓN EN LAS UTILIDADES

El inciso e) del artículo 24-A de la Ley del Impuesto a la Renta establece que, a efectos de este impuesto, se consideran dividendos y cualquier otra forma de distribución de utilidades a:

> Las participaciones de utilidades provenientes de partes del fundador, acciones del trabajo **y otros títulos que otorguen** a sus tenedores la facultad de intervenir en la administración o elección de los administradores, así como el derecho **a participar, ya sea directa o indirectamente, en el capital o los resultados de la entidad emisora** (2004) [el énfasis es nuestro].

En consecuencia, la utilidad que reciba el tenedor de un TPP (en caso de existir), será considerada como dividendo para efectos del Impuesto a la Renta y estará gravada con el Impuesto a la Renta de Segunda Categoría aplicable a los dividendos, el cual se calcula a una tasa de 5%.

Asumiendo que en el ejemplo de la Sección III de este artículo, la sociedad efectivamente llega a tener las utilidades proyectadas, en el año 1, el suscriptor no percibirá utilidad alguna, pues el emisor tiene pérdidas, por lo cual no hay renta gravada y no hay impuesto a pagar. No obstante, en el año 2, cuando las utilidades absorben las pérdidas del año 1, las utilidades distribuibles ascenderán a S/ 10 000 y el suscriptor del TPP percibirá S/ 100 (el 1% de la utilidad distribuible, según el ejemplo), por lo cual la renta gravada sería S/ 100 y estaría gravada con el impuesto a los dividendos. En consecuencia, en el año 2, la sociedad emisora deberá retener S/ 5 al suscriptor del TPP.

VIII. CONSIDERACIONES FINALES

En conclusión, el TPP es un olvidado instrumento de *equity*, reconocido tanto en la ley peruana (LTV y, en casos especiales, en la LGS) como en el derecho comparado. Este instrumento financiero es un título valor reconocido expresamente como tal por el artículo 257, inciso 4, de la LTV, el cual prevé la posibilidad de que se emitan títulos de participación en el patrimonio. Estos títulos pueden representar el derecho a percibir un porcentaje o un monto fijo de las utilidades del emisor o en el haber neto de la liquidación, con la condición de que estas existan al momento en que deban pagarse.

Como ha sido señalado, no existe una regulación orgánica para el TPP. No obstante, este se sujeta a ciertas disposiciones legales generales que le resultan aplicables, debido a su naturaleza jurídica de títulos valores y valores mobiliarios. Ante este escenario, el TPP ofrece ventajas competitivas tanto para los emisores como para los tenedores, lo que lo convierte en una opción a considerar en el ámbito financiero y de inversión.

Para los emisores, los TPP representan una alternativa de financiamiento en la cual pueden captar recursos en el mercado de capitales a un menor costo y riesgo, sin necesidad de recurrir a la emisión de deuda o la dilución del control accionarial.

Por su parte, para los tenedores, los TPP ofrecen la posibilidad de participar en las utilidades generadas por la entidad emisora, lo que puede generar un retorno preferencial sobre la inversión respecto de las acciones, el cual, de existir, no podrá ser diluido como ocurre en el caso de las acciones sin derecho a voto. Además, al ser títulos valores libremente transferibles, los tenedores pueden vender sus TPP en el mercado secundario si desean liquidar su inversión.

REFERENCIAS

Barreta Quineche, P. (1999). La emisión de instrumentos representativos de deuda. *Ius Et Veritas*, *9*(18), 182-193.

Cranston, R. (2002). *Principles of Banking Law.* Oxford University Press.

Ferran, E. (1999). *Company Law and Corporate Finance*. Oxford University Press.

(2014) *Principles of Corporate Finance Law (2nda edición)*. Oxford University Press.

López Sandoval, E. (1998). *Acciones en cartera* (tesis para optar por el grado de Bachiller en Derecho). Universidad de Lima, Lima, Perú.

Salloum, D., & Vigier, H. (1997). Los problemas del financiamiento de la pequeña y mediana empresa: la relación bancos - PyMes una revisión. *Estudios económicos*, *13*(30), 59-90. https://doi.org/10.52292/j.estudecon.1997.458

(1999). *Sobre la determinación de la estructura de capital en la pequeña y mediana empresa*. XXXIV Reunión Anual de la AAEP.

Stiglitz J. E. & Weiss A. (1981). Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *American Economic Review*, *71*(3), 393-410.

Storey, D. (1994). *Understanding the Small Business Sector*. Routledge.

Villegas, C. G. (2004). *Títulos valores y valores negociables.* La Ley.

LEGISLACIÓN, JURISPRUDENCIA Y OTROS DOCUMENTOS LEGALES

Aprueban el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (R.D.L. 2010, 1) (España).

Codice Civile [Cc] (1942) (It.).

Decreto Supremo 179-2004-EF, Aprueban el Texto Único Ordenado de la Ley del Impuesto a la Renta, Diario Oficial *El Peruano*, 8 de diciembre de 2004 (Perú).

Decreto Supremo 020-2023-EF, Aprueban el Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores, Diario Oficial *El Peruano*, 10 de febrero de 2023 (Perú).

Ley 6404, de 15 de diciembre de 1976, Diário Oficial do Rio de Janeiro [D.O.E.R.J.] (Bras.)

Ley 19.550, 30 de marzo de 1984 (Arg.).

Ley 26887, Ley General de Sociedades, Diario Oficial *El Peruano*, 9 de diciembre de 1997 (Perú).

Ley 27028, Ley que sustituye las acciones del trabajo por las acciones de inversión, Diario Oficial *El Peruano*, 30 de diciembre de 1998.

Ley 27287, Ley de Títulos Valores, Diario Oficial *El Peruano*, 19 de junio de 2000 (Perú).

Resolución 069-2006-EF-94.10 de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores, que aprueba el Reglamento sobre Fecha de Corte, Registro y Entrega y sus normas modificatorias, Diario Oficial *El Peruano*, 21 de septiembre de 2006 (Perú).

10.18800/themis.202302.003

ANÁLISIS PRÁCTICO DEL RÉGIMEN PARA EL CUESTIONAMIENTO DE VALIDEZ DE LOS ACUERDOS SOCIETARIOS DE UNA SOCIEDAD ANÓNIMA

PRACTICAL ANALYSIS OF THE REGIME FOR CONTESTING THE VALIDITY OF CORPORATE RESOLUTIONS OF A JOINT STOCK COMPANY

Samuel Véliz Ortíz*
Payet, Rey, Cauvi, Pérez Abogados

In this paper, the author seeks to provide proposals to overcome the existing problems in the regime for challenging the validity of corporate resolutions of a corporation provided for in Law 26887, Ley General de Sociedades*.*

For this purpose, the author first analyzes the nature of the corporate resolutions that may be adopted by a corporation. Subsequently, the author examines articles 38, 139 and 150 of the same law to provide answers to the problems that arise, mainly, with respect to the determination of the resolutions that can be contested under each article, the grounds that can be invoked, the active legitimacy to initiate the corresponding actions and the expiration periods that operate.

Keywords: Partnership agreements; nullity; voidability; contestability; legitimacy.

En el presente trabajo, el autor busca brindar propuestas para sobrepasar los problemas existentes en el régimen para el cuestionamiento a la validez de los acuerdos societarios de una sociedad anónima previsto en la Ley 26887, Ley General de Sociedades.

Para ello, el autor analiza, en primer lugar, la naturaleza de los acuerdos sociales que pueden ser adoptados por una sociedad anónima. Posteriormente, el autor examina los artículos 38, 139 y 150 de la misma Ley para dar respuestas a la problemática que se genera, principalmente, respecto, a la determinación de los acuerdos que pueden ser cuestionados bajo cada artículo, las causales que pueden invocarse, la legitimidad activa para iniciar las acciones correspondientes y los plazos de caducidad que operan.

Palabras clave: Acuerdos societarios; nulidad; anulabilidad; impugnación; legitimidad.

* Abogado. Magíster en Derecho de la Empresa por la Universidad de Navarra. Profesor del curso de Sociedades Anónimas de la Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú (PUCP). Árbitro del Centro de Arbitraje de la Cámara de Comercio e Industria de Arequipa. Asociado Senior del Área Corporativa del Estudio Payet, Rey, Cauvi, Pérez Abogados. Contacto: svelizo@pucp.pe

Nota del Editor: El presente artículo fue recibido por el Consejo Ejecutivo de THĒMIS-Revista de Derecho el 21 de agosto de 2023, y aceptado por el mismo el 26 de septiembre de 2023.

I. EL DERECHO A CUESTIONAR LOS ACUERDOS SOCIALES Y SU PROBLEMÁTICA EN LA LEY GENERAL DE SOCIEDADES

El derecho del accionista de una sociedad anónima a cuestionar la validez de un acuerdo societario resulta un derecho esencial y fundamental para la condición de socio. Tanto es así que dicho derecho no sólo es atribuible a los titulares de acciones con derecho a voto; sino inclusive a titulares de acciones sin derecho a voto frente acuerdos sociales que lesionen sus derechos, tal como lo prevé el artículo 96.3 de la Ley 26887, Ley General de Sociedades (en adelante, LGS) y a terceros ajenos a la sociedad en algunos determinados supuestos. Al respecto, Abramovich opina en el mismo sentido al señalar que "uno de los derechos con los que cuenta todo accionista, es cuestionar los acuerdos sociales, en determinadas circunstancias y previo cumplimiento de los correspondientes requisitos […]" (2003, p. 243).

Entonces, el régimen de cuestionamiento de validez de los acuerdos sociales resulta un aspecto estructural en la normativa societaria; ya que, debe tenerse presente que a diferencia, por ejemplo, de un contrato, el cual se celebra ante el común acuerdo de las partes; los acuerdos de una sociedad se adoptan por mayorías que vincularán a las minorías y a la propia sociedad; por lo que podrán darse situaciones en que una parte es afectada (o al menos así se considera) por la decisión de la mayoría que tomó la decisión.

Es por ello que, los acuerdos sociales tendrán que cumplir requisitos de forma (por ejemplo, cuórums, mayorías, etc.) y de fondo (por ejemplo, no lesionar el interés social) para desplegar efectos jurídicos. De esta forma, que existan disposiciones claras para el ejercicio del derecho de cuestionar acuerdos societarios, es vital para el funcionamiento de la propia sociedad, la tutela de los derechos de los accionistas (ya sea de mayoritarios o minoritarios) e incluso de terceros ajenos a la sociedad.

La LGS busca brindar un régimen para cuestionar acuerdos societarios a través de tres artículos: (i) el artículo 38[1] que regula la nulidad de los acuerdos societarios, el cual es aplicable para todas las sociedades reguladas por la LGS; (ii) el artículo 139[2] que regula la "impugnación" de acuerdos adoptados por la junta general de accionistas de una sociedad anónima, y (iii) el artículo 150[3] que regula la nulidad de acuerdos adoptados por la junta general de accionistas de una sociedad anónima.

Sin embargo, la práctica a lo largo de los veinticinco años de vigencia de nuestra LGS permite concluir que el régimen planteado por la misma resulta confuso y muchas veces contradictorio; principalmente por dos motivos: (i) las mismas causales pueden ser sancionadas con diversos efectos; ya que, por ejemplo, el texto de la LGS permite, erróneamente, interpretar que un mismo acuerdo puede adolecer de un vicio de impugnación en virtud del artículo 139 y de un vicio de nulidad en virtud del artículo 150; y (ii) los plazos para interponer las acciones correspondientes no son claros. Esta problemática es resumida por Román Olivas del siguiente modo:

> Nuestra realidad legislativa –entiéndase principalmente a los artículos 38, 139 y 150 de la

---

[1] Artículo 38.-

> Son nulos los acuerdos societarios adoptados con omisión de las formalidades de publicidad prescritas, contrarios a las leyes que interesan al orden público o a las buenas costumbres, a las estipulaciones del pacto social o del estatuto, o que lesionen los intereses de la sociedad en beneficio directo o indirecto de uno o varios socios. Son nulos los acuerdos adoptados por la sociedad en conflicto con el pacto social o el estatuto, así cuenten con la mayoría necesaria, si previamente no se ha modificado el pacto social o el estatuto con sujeción a las respectivas normas legales y estatutarias. La nulidad se rige por lo dispuesto en los artículos 34, 35 y 36, salvo en cuanto al plazo establecido en el artículo 35 cuando esta ley señale expresamente un plazo más corto de caducidad (1997).

[2] Artículo 139.-

> Pueden ser impugnados judicialmente los acuerdos de la junta general cuyo contenido sea contrario a esta ley, se oponga al estatuto o al pacto social o lesione, en beneficio directo o indirecto de uno o varios accionistas, los intereses de la sociedad. Los acuerdos que incurran en causal de anulabilidad prevista en la Ley o en el Código Civil, también serán impugnables en los plazos y formas que señala la ley. No procede la impugnación cuando el acuerdo haya sido revocado, o sustituido por otro adoptado conforme a ley, al pacto social o al estatuto. El Juez mandará tener por concluido el proceso y dispondrá el archivo de los autos, cualquiera que sea su estado, si la sociedad acredita que el acuerdo ha sido revocado o sustituido conforme a lo prescrito en el párrafo precedente. En los casos previstos en los dos párrafos anteriores, no se perjudica el derecho adquirido por el tercero de buena fe (1997).

[3] Artículo 150.-

> Procede acción de nulidad para invalidar los acuerdos de la junta contrarios a normas imperativas o que incurran en causales de nulidad previstas en esta ley o en el Código Civil. Cualquier persona que tenga legítimo interés puede interponer acción de nulidad contra los acuerdos mencionados en el párrafo anterior, la que se sustanciará en el proceso de conocimiento. La acción de nulidad prevista en este artículo caduca al año de la adopción del acuerdo respectivo.

> Ley General de Sociedades– carece de la claridad necesaria a efectos de erigir una justicia predecible.
>
> A nuestro parecer, no merece elogio alguno, puesto que en esta se preceptúan una serie de supuestos sin diferenciar claramente la categoría jurídica invalidante, originando que diversos aspectos prácticos tan sencillos como el determinar a quien corresponde la legitimidad para obrar activa, o cual resultaría ser el plazo de caducidad aplicable, o bien verificar si la vía procedimental asignada es la correcta, no puedan ser definidas claramente (2009, pp. 93-94).

La problemática, entonces, es evidente y se vive en el mundo societario de forma cotidiana. Una de las tareas más complejas; ya sea para un abogado privado, un juez o un árbitro es poder determinar el vicio de validez de un acuerdo societario, dada la poca claridad de la LGS. Es más, este asunto, por lo controvertido, ha sido abordado en diversas ocasiones por varios especialistas en el tema (ejemplo, Abramovich, 2003; Palacios, 2007; Román, 2009; Cieza, 2011; Echaíz, 2015; Armengol y Delmar, 2019; entre otros). En las siguientes páginas no queremos ser reiterativos con anteriores trabajos haciendo denotar la ambigüedad en la LGS respecto al cuestionamiento de acuerdos societarios; ya que nos parece que el problema está evidenciado; sino que la intención del trabajo es brindar una guía práctica –sustentada– para buscar aclarar de cierto modo el régimen actual de la LGS; dado que somos de la opinión que; desde una lectura sistemática de esta, podemos encontrar soluciones a las contradicciones de la norma. De este modo, nos centraremos en plantear una propuesta para identificar (i) los acuerdos susceptibles de ser cuestionados bajo cada figura, (ii) las causales; (iii) la legitimidad activa; y (iii) los plazos de caducidad para el ejercicio de la acción respectiva.

II. ¿CUÁLES SON LOS ACUERDOS SOCIETARIOS DE UNA SOCIEDAD ANÓNIMA?

Como punto anterior a analizar los vicios de los que puede adolecer un acuerdo societario, resulta evidente que primero se debe tener claro qué actos califican como acuerdos societarios. Para ello, es necesario repasar la estructura organizativa de una sociedad anónima.

Tal como lo estructura la LGS, la sociedad anónima cuenta con dos órganos societarios. El primero es la junta general de accionistas y el segundo (o los segundos) los órganos de administración; siendo estos el directorio y la gerencia general[4]. La LGS; así como el resto de las legislaciones societarias a nivel internacional, prevé una estructura de organización que permita que la sociedad forme y manifieste su conciencia y voluntad; ya que, precisamente la conciencia y voluntad son atributos propios de las personas naturales. Por ello, más allá de que una sociedad anónima sea una ficción legal independiente a las personas naturales que la conforman que es capaz de tener sus propios derechos y obligaciones, al fin y al cabo, las decisiones de una sociedad son adoptadas; ya sea de forma directa o indirecta, por personas naturales. Sobre la necesidad de la existencia de los órganos societarios, Uría y Menéndez señalan lo siguiente:

> La sociedad anónima, como entidad jurídica dotada de personalidad, necesita valerse de órganos para el despliegue de su actividad interna y externa. La teoría organicista cobra en esta sociedad especial relieve en razón a su carácter capitalista e impersonal.
>
> Los órganos sociales encarnan en personas físicas o en pluralidades de personas investidas por la ley de la función de manifestar la voluntad del ente o de ejecutar y cumplir esa voluntad, desarrollando las actividades jurídicas necesarias para la consecución de los fines sociales (2007, p. 867).

No obstante, no todos los órganos societarios son susceptibles de adoptar 'acuerdos societarios'; ya que ello es propio y exclusivo de los órganos de conformación colectiva; siendo estos, la junta general de accionistas y el directorio.

La naturaleza colectiva de la junta de accionistas se aprecia en el artículo 111 de la LGS al indicar que "**los accionistas constituidos** en junta general debidamente convocada, y con el cuórum correspondiente, **deciden por la mayoría** que establece esta ley los asuntos propios de su competencia […]" [el énfasis es nuestro] y por el principio de pluralidad de socios recogido en el artículo 4 de la LGS[5] que establece la obligación de que una socie-

[4] Debe tenerse presente que el artículo 247 de la LGS permite que una sociedad anónima cerrada prescinda del directorio; por lo que podría contar únicamente con una junta general de accionista y con la gerencia general, como órganos sociales.

[5] Artículo 4.-

> La sociedad se constituye cuando menos por dos socios, que pueden ser personas naturales o jurídicas. Si la sociedad pierde la pluralidad mínima de socios y ella no se reconstituye en un plazo de seis meses, se disuelve de pleno derecho al término de ese plazo. No es exigible pluralidad de socios cuando el único socio es el Estado o en otros casos señalados expresamente por ley (1997).

dad peruana cuente como mínimo con dos socios; siendo así que en el Perú no se encuentran permitidas (aún) las sociedades unipersonales. Por su parte, la naturaleza colectiva del directorio se aprecia de una forma más clara en el artículo 153[6] de la LGS, el cual señala que el directorio es un órgano colegiado y que; según el último párrafo del artículo 155 de la LGS, debe estar conformado como mínimo por tres miembros. Es por dicho motivo –su naturaleza colectiva– de que la LGS regula normas de cuórum y mayorías para ambos órganos societarios.

En cambio, la gerencia general no es un órgano de conformación colectiva; sino, por el contrario, es un órgano individual; por lo que no es necesario que la LGS (y en efecto no lo hace) regule disposiciones de cuórum y de mayorías. Sobre la naturaleza individual de la gerencia general, Rey y Trelles nos explican lo siguiente:

> El gerente general, a diferencia de otros órganos sociales como el directorio, adopta sus decisiones individualmente. Es decir, esa sola persona debe evaluar y decidir respecto a la totalidad de problemas que se van generando día a día en una sociedad. Es la cabeza visible de la empresa […].
>
> Así, el gerente general tiene una doble función, por un lado, la de ejecutor en la gestión del negocio, y por otro la representación de la sociedad ante los distintos agentes que participan en el mercado, consumidores, entidades estatales, entre otros (2003).[7]

Resulta evidente que la actividad empresarial genera que la sociedad tenga un órgano social cuyo funcionamiento no esté revestido de formalidades que impidan o limiten su actuación rápida frente a las necesidades y oportunidades de la compañía. Ahora bien, el lector podrá pensar fácilmente en varias compañías en las que no solamente existe un gerente general; sino que, por la dimensión de sus actividades, existen varias gerenciales especializadas; tales como una gerencia financiera, gerencia legal, gerencia de operaciones, etc. La pluralidad o variedad de diversas gerencias de una sociedad está permita por el segundo párrafo del artículo 185 de la LGS, el cual señala que "cuando se designe un solo gerente este será el gerente general y cuando se designe más de un gerente, debe indicar en cuál o cuáles de ellos recae el título de gerente general".

No obstante, la posibilidad de que existan diversas gerencias especializadas en una compañía no convierte a la 'gerencia' en un órgano societario colectivo desde el punto de vista societario. Quizás en la práctica se pueda requerir que algunas decisiones no sean solamente adoptadas por el gerente general; sino que será necesario que se involucren a más gerencias; siendo incluso posible que dichas decisiones sean reflejadas en actas o documentos formales (por ejemplo, cuando existen comités dentro de una compañía); sin embargo, en el ámbito del derecho societario, dichos acuerdos no tendrán la naturaleza de acuerdo societario; ya que la LGS tiene como concepto estructural que la gerencia general es un órgano de naturaleza individual.

Por todo lo anterior, los acuerdos societarios de las sociedades reguladas por la LGS que son susceptibles de ser cuestionados bajo el régimen de cuestionamiento de validez de la misma ley son únicamente los acuerdos tomados por los órganos societarios de conformación colectiva; es decir, los acuerdos de la junta general de accionistas o de socios y del directorio; más no las decisiones del gerente general, pese a que en la práctica en algunas compañías existan más gerencias especializadas que también estén involucradas en la toma de decisiones en el plano gerencial.

III. LA NATURALEZA JURÍDICA DE LOS ACUERDOS SOCIETARIOS

En doctrina se suele debatir sobre la naturaleza de los acuerdos societarios a fin de calificarlos como 'hechos jurídicos', 'actos jurídicos' o 'negocios jurídicos'.

Sobre la calificación de hecho jurídico, Espinoza Espinoza nos comenta lo siguiente:

> Por hechos jurídicos se entienden aquellos acontecimientos o aquellas situaciones (o estados) que produzcan una modificación de la realidad jurídica, o sea un efecto jurídico y que por eso son jurídicamente relevantes. Los hechos jurídicos son los antecedentes necesarios (aunque no siempre suficientes) para que se produzca un efecto cualquiera que sea, en el mundo jurídico: sin hechos jurídicos (relevantes), el ordenamiento jurídico permanece inerte y no nacen efectos jurídicos (2008, p. 27).

[6] Artículo 153.- El directorio es órgano colegiado elegido por la junta general. Cuando una o más clases de acciones tengan derecho a elegir un determinado número de directores, la elección de dichos directores se hará en junta especial (1997).

[7] Véase a Rey y Trelles (2003).

Sobre la calificación de acto jurídico, Espinoza Espinoza nos enseña que el mismo es una especie dentro de los hechos jurídicos; ya que el acto jurídico es el hecho jurídico, voluntario, lícito, con manifestación de voluntad y que desprende efectos jurídicos. Así, Espinoza Espinoza explica lo siguiente al referirse al acto jurídico:

> Es una especie dentro del hecho jurídico, pues aquel descarta la involuntariedad y la ilicitud. Lo primero es indudable. La palabra misma "acto" indica una determinación de voluntad. Mas algunos son de la opinión que el término acto jurídico debe comprender el hecho voluntario, tanto el lícito como el ilícito (Enneccerus). Este parecer es inaplicable dentro de la sistemática de nuestro Código Civil, que asigna el carácter de licitud al acto jurídico (2008, p. 23).

Por otra parte, cierta parte de la doctrina –con la que estamos de acuerdo– opina que los negocios jurídicos son manifestaciones de voluntades destinadas a producir efectos jurídicos buscados por un agente; pero que requieren de otros actos para que efectivamente puedan desprender efectos jurídicos. Así, por ejemplo, De Castro y Bravo señalan que el negocio jurídico es:

> la declaración o acuerdos de voluntades (conducta significativa) con lo que los particulares se proponen conseguir un resultado, que el Derecho estima digno de su especial tutela, sean en base a dicha declaración o acuerdo sea completado con otros hechos o actos.[8]

Con las definiciones anteriores, se debe analizar la forma y naturaleza en que los acuerdos societarios son adoptados por los órganos sociales de conformación colectiva. Como señalamos en el anterior apartado, los órganos societarios tienen como objetivo formar y expresar la voluntad de la sociedad como persona jurídica independiente; para lo cual, los miembros de dichos órganos societarios (ya sea la junta de accionistas o el directorio) deben sesionar válidamente y adoptar las decisiones cumpliendo las formalidades previstas por la ley y las disposiciones estatutarias.

Entonces, debe tenerse claro de que un acuerdo de junta o de directorio no requiere la unanimidad de las partes (accionistas o directores); ya que las decisiones se adoptan bajo el principio de mayorías y, si bien puede existir intereses contrarios o, al menos, intereses diferentes en una sesión del órgano societario (por ejemplo, que un accionista quiera aumentar el capital socio y otro accionista no); ello no significa desde un punto de vista jurídico de que exista pluralidad de partes; ya que los accionistas y los directores no actúan a titulo personal como lo harían en un contrato; sino que lo hacen como integrantes de un órgano colectivo a fin de que dicho órgano exprese la voluntad de la persona jurídica de la que es parte el órgano. En síntesis, los miembros del órgano colectivo no contratan entre sí; sino que debaten y votan para formar la voluntad de la persona jurídica.

Además, los acuerdos societarios si bien desprenderán efectos frente a sus miembros y a la propia sociedad; dichos acuerdos no obligan a la sociedad frente a terceros. Ello se puede apreciar, por ejemplo, cuando la junta general de accionistas acuerda transferir un activo de su propiedad a un tercero y otorga facultades especiales para que una persona natural actúe en representación de la sociedad; ya que, si bien ya la sociedad ha manifestado su voluntad expresa de transferir el activo, dicho activo aún no se ha transferido al tercero; ya que para ello, se tendrán que celebrar los actos necesarios para cumplir tal fin, tal como puede ser la celebración de un contrato de compraventa.

Entonces, según nuestro punto de vista, un acuerdo societario es un hecho jurídico –como género– pero a su vez es también un negocio jurídico –como especie– precisamente porque implica la manifestación de la voluntad de la persona jurídica de obtener determinados efectos jurídicos, para lo cual deberán adoptarse diversas acciones/actos adicionales y que, si bien no vincula aún a la sociedad frente a terceros, si vincula a la propia sociedad y a los miembros de los órganos sociales. No obstante, la doctrina no es unánime en este campo; ya que, por ejemplo, Román Olivas opina que el acuerdo de una junta general es únicamente un hecho jurídico dado que la junta es un presupuesto para la declaración de voluntad de la sociedad; pero no es la declaración en si misma aún (2008, p. 23); mientras que Rojo opina que el acuerdo social si es un negocio jurídico al indicar que:

> Los acuerdos son aquellos negocios jurídicos mediante los cuales los miembros o integrantes de los órganos colegiados de una persona jurídica o de una colectividad organizada determinan la voluntad de esa persona o de esa colectividad. Cuando esa persona jurídica, es una sociedad, los acuerdos que adopta se denominan "acuerdos sociales" (2011, p. 1434).

[8] Véase a De Castro y Bravo (2016).

IV. LA NULIDAD DEL ARTÍCULO 38 DE LA LEY GENERAL DE SOCIEDADES

En este punto del trabajo, nuestra intención es que el lector tenga presente que los acuerdos sociales que pueden ser impugnados bajo el régimen de la LGS son únicamente las decisiones adoptadas por los órganos de conformación colectiva. Así, como primer artículo a analizar desde un enfoque práctico, es el artículo 38 de la LGS, el cual señala lo siguiente:

> Artículo 38.-
> Son nulos los acuerdos societarios adoptados con omisión de las formalidades de publicidad prescritas, contrarios a las leyes que interesan al orden público o a las buenas costumbres, a las estipulaciones del pacto social o del estatuto, o que lesionen los intereses de la sociedad en beneficio directo o indirecto de uno o varios socios.
>
> Son nulos los acuerdos adoptados por la sociedad en conflicto con el pacto social o el estatuto, así cuenten con la mayoría necesaria, si previamente no se ha modificado el pacto social o el estatuto con sujeción a las respectivas normas legales y estatutarias.
>
> La nulidad se rige por lo dispuesto en los artículos 34, 35 y 36, salvo en cuanto al plazo establecido en el artículo 35 cuando esta ley señale expresamente un plazo más corto de caducidad (1997).

A. Acuerdos susceptibles de ser cuestionados

Para determinar cuáles son los acuerdos sociales que están dentro del ámbito de aplicación del artículo 38 es vital identificar que dicho artículo se encuentra dentro del Libro I de la LGS que contiene las reglas aplicables a todas las sociedades de la antedicha ley. Es decir, así como las disposiciones sobre el objeto social, domicilio, duración, etc., que resultan de aplicación para todas las sociedades reguladas por la misma y no solo para la sociedad anónima, el artículo 38 engloba a todos los acuerdos societarios de las sociedades reconocidas por la LGS.

Por lo tanto, en primer lugar, se debe considerar que los acuerdos societarios de las sociedades colectivas, sociedades en comandita, sociedades comerciales de responsabilidad limitada y sociedades civiles son susceptibles de ser cuestionados bajo el artículo 38 de la LGS. No obstante, los acuerdos de junta general de accionistas de una sociedad anónima no son posibles de ser cuestionados en base a dicho artículo; ya que tienen normas expresas al respecto (los artículos 139 y 150 de la LGS).

Ahora bien, el lector podrá preguntarse por qué estamos analizando el artículo 38 de la LGS cuando el propósito de este artículo es analizar los cuestionamientos de validez de los acuerdos societarios de una sociedad anónima (más de no otras formas societarias) y la respuesta es que dentro del artículo 38 también están comprendidos los acuerdos de directorio de una sociedad anónima; ya que, en las disposiciones especiales aplicables para la sociedad anónima, no se encuentra norma específica para ello. Esta falta de regulación especial para los acuerdos de directorio –a diferencia de la especialidad del régimen de validez de los acuerdos de junta general de accionistas– generó el debate de si la LGS permitía o no que los acuerdos de directorio puedan ser cuestionados o sí; por el contrario, la ley pretendía de que los acuerdos de directorio estén exentos de ser objetados en un plano judicial o arbitral; ya que –al existir un órgano societario superior como la junta general de accionistas– correspondía que la junta de accionistas se pronuncie sobre la validez de los mismos.

El debate señalado en el párrafo anterior fue analizado y resuelto por el Pleno Jurisdiccional Comercial del 2013 llevado a cabo el 27 y 28 de septiembre del 2013, en el que –sobre la interrogante de si resulta procedente la pretensión de impugnación o nulidad de los acuerdos de directorio de una sociedad anónima– se debatieron dos posturas. La primera ponencia sustentaba de que la LGS no había regulado expresamente la impugnación o nulidad de los acuerdos de directorio; dado que cualquier decisión del directorio puede ser ratificada o revocada por la junta general de accionistas, en su condición de órgano supremo de la sociedad. La segunda ponencia sustentaba de que, si bien la LGS no preveía el cuestionamiento a acuerdos de directorio, tampoco lo prohibía; por lo que debía aplicarse lo dispuesto por los artículos 38 y 49 de la ley. Finalmente, el Pleno adoptó por mayoría la conclusión plenaria de que si resulta procedente la impugnación o nulidad de acuerdos de directorio[9].

Acerca de la conclusión plenaria del Pleno Jurisdiccional Comercial del 2013, opinamos que es correcta parcialmente; ya que nos parece que resulta claro de que los acuerdos de directorio deben ser

[9] Para mayor análisis, se puede consultar a Echaiz Moreno, en "¿Cabe la impugnación y/o la nulidad de los acuerdos de directorio?". A propósito del debate en el Pleno Jurisdiccional Nacional Comercial de 2013.

posibles de ser objetados en base al artículo 38 de la LGS; ya que una posición en contra generaría que los acuerdos de directorio estén fuera de las luces del Derecho al sujetarlos únicamente a la revisión de la junta de accionistas (Que sigue siendo un órgano privado) y exonerándolos de una posible revisión judicial o arbitral.

No obstante, nos parece que el Pleno incurre en error al señalar que los acuerdos de directorio pueden ser cuestionados tanto mediante la vía de la nulidad como por la vía de la impugnación; ya que únicamente el artículo 38 se refiere a la nulidad de acuerdos societarios. Por lo tanto, nos parece que lo correcto hubiese sido que se concluya que los acuerdos de directorio si pueden ser cuestionados judicialmente (o arbitralmente) pero únicamente bajo la acción de nulidad.

B. Causales de nulidad

Consideramos que el artículo 38 de la LGS, y su redacción enredada principalmente entre el primer y segundo párrafo, pretende regular cinco causales de nulidad, pero finalmente termina regulando únicamente cuatro causales. De una lectura textual del artículo 38, vemos que el artículo bajo análisis se refiere a las siguientes cinco causales de nulidad de un acuerdo societario:

1. Acuerdos que omitan las formas de publicidad prescritas

Sobre esta primera causal, resulta llamativo el término de 'publicidad'; ya que es una causal que no se encontrará presente en los artículos aplicables para los acuerdos de la junta general de accionistas. Nos parece que la intención de esta primera aparente causal es que los acuerdos sean nulos en caso no se cumpla con las formalidades de convocatoria, tales como una posible falta de publicación de avisos de convocatoria en caso ello sea requerido por la ley o por los estatutos; ya que no encontramos algún otro evento en la LGS que requiera algún tipo de 'publicidad' para que un acuerdo sea válido.

Si bien hay algunos acuerdos que requieren actos de publicidad posteriores a la adopción del acuerdo social; por ejemplo, la publicación de un aviso (en el caso de reducciones de capital) o el otorgamiento de una escritura pública (en el caso de modificaciones estatutarias); dichos actos posteriores no involucran o afectan de modo alguno la validez del acuerdo; sino que afectarán la posibilidad de ejecutarlo o llevarlo a cabo. Así, por ejemplo, si en una reducción de capital por devolución de aportes no se cumple con publicar los avisos de reducción de capital requeridos por la LGS, no significará que el acuerdo en sí adolece de un vicio de validez; sino que simplemente no podrá ejecutarse dicha reducción.

Entonces, bajo esa postura, consideramos que esta primera aparente causal en realidad no es una causal real de nulidad aplicable (al menos para acuerdos de directorio); ya que la no observancia de las formalidades de convocatoria estarán dentro de la causal 3 del presente apartado referida a los acuerdos adoptados en contra de las leyes de orden público o dentro de la causal 4 del presente apartado referida a los acuerdos adoptados en contra de los estatutos sociales.

2. Cuando los acuerdos sean contrarios a las leyes que interesan al orden público o a las buenas costumbres

Esta causal si responde a un evento concreto que puede calificarse como una causal de nulidad propia e independiente. Lo llamativo de esta causal es que el artículo 38 utiliza un texto idéntico al del artículo V del Título Preliminar del Código Civil, el cual señala que "es nulo el acto jurídico contrario a las leyes que interesan al orden público o a las buenas costumbres".

Ahora bien, lo primero a analizar es cuáles son las 'leyes que interesan al orden público' y si dicho concepto es un sinónimo o no de las 'normas imperativas'. En otras palabras, corresponde preguntarse si todas las normas de carácter imperativo son normas de orden público o si; por el contrario, hay algunas normas que, si bien pueden ser de obligatorio cumplimiento, no interesan al orden público. Esta problemática que es trasladada al ámbito societario de la LGS por el artículo 38 es, hasta ahora, abordada continuamente por la doctrina civil al estudiar la nulidad del acto jurídico regulada por el Código Civil. Si bien existen algunas voces doctrinarias que postulan que las 'leyes que interesan al orden público' son distintas a las 'normas imperativas', nosotros nos mostramos acordes a las opiniones de Espinoza Espinoza[10] y de Rubio[11] al comentar el alcance del artículo V del Título Preliminar cuando señalan que el legislador peruano entendió como sinónimos el concepto de "normas que interesan al orden público" y el de 'normas imperativas'; por lo que no se debe pretender establecer rangos distintos a ambos.

[10] Véase a Espinoza Espinoza (2008).

[11] Véase a Rubio Correa (2008).

Por otra parte, el concepto de 'buenas costumbres' también ha sido analizado en reiteradas ocasiones por la doctrina civil; siendo que su carácter valorativo asignando a unas conductas la calificación de 'buenas' y por antinomia, a otras conductas como 'malas' genera que su definición sea, al menos, difícil de aplicar. Sin perjuicio de que el objetivo del presente artículo no es abordar esta problemática de forma profunda, nos permitimos destacar la definición de 'buenas costumbres' del profesor Espinoza Espinoza al indicar que las buenas costumbres son entendidas como "los cánones fundamentales de honestidad pública y privada a la luz de la conciencia social" (2002, p. 302).

Con lo anterior, un acuerdo de directorio será nulo en caso contravenga una disposición imperativa contenida en la LGS; como podría ser que –en base a una delegación de la junta de accionistas– acuerde que las acciones representativas del capital social se emitan al portador, lo cual iría en contra del artículo 51 de la LGS que obliga que las acciones representativas del capital social de una sociedad anónima sean nominativas. Asimismo, un acuerdo de directorio será nulo en caso contravenga las buenas costumbres; lo cual quedará dentro del ámbito de valoración del juez o árbitro (por citar un ejemplo, que un acuerdo de directorio disponga que la sociedad dejará de realizar donaciones a un albergue de ancianos ¿será contrario a las buenas costumbres? Para algunos sí y para otros será una decisión adoptada válidamente).

3. Cuando los acuerdos sean contrarios a las estipulaciones del pacto social

El pacto social es el negocio jurídico por el que se constituye la sociedad. En otras legislaciones, el pacto social es denominado expresamente como contrato de sociedad. No debe confundirse al pacto social con los estatutos sociales; ya que –como hemos señalado– el primero es el negocio jurídico por el cual los socios fundadores convienen en constituir una sociedad; mientras que los estatutos sociales son las reglas de funcionamiento de la sociedad. El pacto social está regulado por el artículo 53 de la LGS.

De este modo, esta causal de nulidad de acuerdos societarios estará estrechamente vinculada a la realidad de cada sociedad y a su acto fundacional; siendo, por ejemplo, posible que en el contrato de sociedad se haya pactado que los socios fundadores tendrán el derecho de nombrar al gerente general de la sociedad durante los cinco primero años de existencia de la sociedad; por lo que, un acuerdo de directorio que vaya en contra de dicho acuerdo será nulo más allá de que no contravenga ninguna norma de la LGS y/o alguna disposición de los estatutos sociales. En ese sentido, el pacto social no debe verse únicamente como un hecho aislado que dejó de tener importancia en la vida social luego de culminado el proceso de constitución de la sociedad; sino que lo acordado en el pacto social podrá tener incidencia en los acuerdos sociales futuros.

4. Cuando los acuerdos sean contrarios a los estatutos sociales

Como señalamos previamente, los estatutos sociales son las normas de funcionamiento de una sociedad anónima cuyo contenido está regulado por el artículo 55 de la LGS. Los estatutos entonces tendrán normas para el funcionamiento de los órganos societarios; ya sea desde el punto de vista formal (por ejemplo, estableciendo mayorías necesarias para la adopción de acuerdos) o desde el punto de vista de fondo (por ejemplo, reservando determinados asuntos para la competencia exclusiva de los órganos sociales). De este modo, esta causal también esta estrechamente vinculada a la realidad de cada sociedad y sus normas de funcionamiento. Entonces, para clarificar esta causal, un acuerdo de directorio será nulo en caso no haya cumplido con el cuórum requerido para la adopción de determinado asunto según las normas especiales que pueda tener los estatutos.

5. Cuando los acuerdos sen contrarios a los intereses de la sociedad en beneficio directo o indirecto de uno o varios socios.

Este asunto es bastante interesante de analizar; ya que el tema del interés social es un aspecto bastante debatido a nivel doctrinario. ¿Cuál es el propósito de una sociedad anónima? ¿Será acaso el maximizar el interés/beneficio económico de los accionistas o acaso la propia persona jurídica tendrá un interés propio independiente al de las personas que la conforman? Para contestar dichas interrogantes, la doctrina ha sabido adoptar dos posturas tradicionalmente.

La primera es la teoría contractualista (también llamada 'monista') la cual defiende de que el interés social:

> Debe definirse e identificarse como el interés común de todos los socios que integran los distintos intereses de los aportantes del capital, sirviendo de punto de referencia en la actuación de los órganos sociales. Esta teoría no oculta la existencia de otros intereses presentes en la vida de la sociedad, pero en la adopción de las decisiones no es posible individualizar otro interés que no sea el de los socios o accionistas (Sanz, 2019, p. 495).

La segunda es la teoría institucionalista (también llamada 'pluralista') la cual defiende de que el interés social "tiene un valor superior al de los aportantes del capital y supone la consecución de la mayor eficiencia productiva de la empresa sacrificando los intereses particulares de los socios" (Sanz, 2019, p. 501).

En el Perú, no existe actualmente alguna corriente jurisprudencial o siquiera una corriente doctrinaria significativa que nos permita adoptar alguna teoría (entre la institucional, la contractualista o alguna otra tesis) que sirva de guía para definir en el presente artículo cuándo un acuerdo social será contrario al interés social; por lo que –ante un eventual proceso judicial o arbitral de nulidad de acuerdo societario por esta causal– le corresponderá al juez o al árbitro definir en primer término el concepto de interés social; para luego, analizar si el acuerdo supuestamente nulo ha ido en contra de dicho interés. No obstante, el análisis de esta causal no se limita en determinar si hay una vulneración del interés de la sociedad; sino que también el acuerdo societario debe implicar un beneficio directo o al menos indirecto a uno o varios socios para que sea considerado nulo.

Para concluir este apartado, debemos comentar el segundo párrafo del artículo 38 de la LGS el cual señala que, serán nulos los acuerdos adoptados en conflicto con el pacto social o el estatuto, así cuenten con la mayoría necesaria, "si previamente no se ha modificado el pacto social o el estatuto con sujeción a las respectivas normas legales y estatutarias". Desde nuestro punto de vista, dicho párrafo no regula una causal distinta de nulidad y ni siquiera resulta necesario; siendo incluso susceptible de generar confusión; ya que si un acuerdo es adoptado sin cumplir lo dispuesto por el pacto social o el estatuto vigente al momento de adoptar el acuerdo; simplemente estará en alguna de las causales de nulidad que hemos abordado previamente (ya sea en la tercera o la cuarta de ellas).

C. Legitimidad activa

Un aspecto controvertido sobre la nulidad de acuerdos societarios según el artículo 38 de la LGS es que dicho artículo no señala expresamente quienes están legitimados para poder iniciar la acción de nulidad. No obstante, el último párrafo del artículo 38 indica que la nulidad se rige también, entre otros, por el artículo 35[12] de la LGS, el cual expresa (al referirse a la pretensión de nulidad del pacto social) que la acción podrá ser iniciada por 'personas con legítimo interés'.

Entonces, para el caso de una acción de nulidad de un acuerdo de directorio, la LGS prevé una fórmula amplia para invocar legitimidad para obrar activa; ya que no contempla una lista limitativa de personas que puedan iniciar dicha acción; sino que se deberá acreditar contar un legítimo interés; por lo que las posibilidades son amplias; tales como que sea un accionista, un director, el gerente general o un tercero incluso quien pueda iniciar una acción de nulidad, dependiendo de cada caso concreto.

D. Plazo para iniciar la acción de nulidad

Por último, al igual que en el caso de la legitimidad para obrar activa, si bien el artículo 38 de la LGS no señala expresamente el plazo dentro del cual se podrá iniciar una acción de nulidad, dicho artículo si nos remite al artículo 35 de la LGS, el que –al referirse a la pretensión de nulidad de pacto social– señala que la acción de nulidad caduca a los dos años de inscrita la escritura pública de constitución en los Registros Públicos.

Si bien es cierto que, tal como señala Abramovich:

> El artículo 35 establece un plazo de dos años contando a partir de la inscripción (en ese caso) de la escritura pública de constitución. No obstante, en el caso del directorio, la mayoría de los acuerdos adoptados por dicho órgano social no dan origen a una escritura pública, por lo que la aplicación directa de esa norma trae ciertos problemas de interpretación (2003, p. 253).

Consideramos que el hecho relevante es considerar el plazo señalado en el artículo 35 y no el evento de partida para el cómputo de plazo; ya que es evidente que en el caso de las nulidades de acuerdos societarios del artículo 38 de la LGS, el inicio del cómputo de plazo es el acuerdo viciado.

Entonces, nuestra opinión es que la LGS prevé que una acción de nulidad de acuerdos de directorio estará sujeta a un plazo de caducidad (que no acepta interrupción) de dos años contados desde la adopción del acuerdo.

[12] Artículo 35 de la Ley General de Sociedades:

> La demanda de nulidad del pacto social, se tramita por el proceso abreviado, se dirige contra la sociedad y sólo puede ser iniciada por personas con legítimo interés. La acción de nulidad caduca a los dos años de inscrita la escritura pública de constitución en el Registro (1997).

V. LA IMPUGNACIÓN DEL ARTÍCULO 139 DE LA LEY GENERAL DE SOCIEDADES

El artículo 139 de la LGS señala lo siguiente:

> Artículo 139
> Pueden ser impugnados judicialmente los acuerdos de la junta general cuyo contenido sea contrario a esta ley, se oponga al estatuto o al pacto social o lesione, en beneficio directo o indirecto de uno o varios accionistas, los intereses de la sociedad. Los acuerdos que incurran en causal de anulabilidad prevista en la Ley o en el Código Civil, también serán impugnables en los plazos y formas que señala la ley.
>
> No procede la impugnación cuando el acuerdo haya sido revocado, o sustituido por otro adoptado conforme a ley, al pacto social o al estatuto.
>
> El Juez mandará tener por concluido el proceso y dispondrá el archivo de los autos, cualquiera que sea su estado, si la sociedad acredita que el acuerdo ha sido revocado o sustituido conforme a lo prescrito en el párrafo precedente.
>
> En los casos previstos en los dos párrafos anteriores, no se perjudica el derecho adquirido por el tercero de buena fe (1997).

A. Acuerdos susceptibles de ser cuestionados

Al respecto, no cabe duda de que únicamente los acuerdos de junta general de accionistas pueden ser cuestionados a través del artículo 139 de la LGS por disposición expresa de dicho artículo. Este artículo –al tratarse de una norma específica para sociedades anónimas– no puede (o no debe) extrapolarse a otros acuerdos societarios como los acuerdos de directorio o los acuerdos de otras sociedades que tienen otras formas societarias.

No obstante, en el presente apartado nos permitimos pronunciarnos respecto al término de 'acuerdos impugnables' que utiliza el artículo 139; ya que –desde un punto de vista civil– los actos jurídicos (incluidos los negocios jurídicos) adolecen de vicios de nulidad o de anulabilidad; pero no de vicios de 'impugnabilidad'; ya que la impugnación está más ligada al acto necesario para ejecutar la acción. Es como decir que un acuerdo es 'demandable'; siendo que uno puede iniciar una demanda de nulidad o una demanda de anulabilidad. En otras palabras, el término de 'impugnabilidad' resulta confuso; ya que pareciera ser una nueva categoría de vicios del acto y del negocio jurídico.

No obstante, dado que el artículo 150 de la LGS regula la nulidad de los acuerdos de junta general de accionistas, consideramos que, más allá del nombre que la LGS le ha atribuido a este tipo de vicios, en realidad el propósito de la LGS es que el artículo 139 regule los vicios de anulabilidad de un acuerdo de junta de accionistas. Esta postura no es únicamente semántica ya que incide directamente en los efectos de una sentencia de 'impugnación' de acuerdos societarios; ya que una sentencia de nulidad es una sentencia declarativa, mientras que la sentencia de anulabilidad es una sentencia constitutiva. Además, al ser las causales del artículo 139 de la LGS, causales de anulabilidad, serán susceptibles de ser subsanados (como efectivamente es permitido por el segundo párrafo del artículo 139 de la LGS).

B. Causales de impugnación (o anulabilidad)

Según nuestra opinión, el artículo 139 de la LGS prevé cinco causales de impugnación (anulabilidad) de un acuerdo de junta general de accionistas, las cuales son las siguientes:

1. Acuerdos cuyo contenido sea contrario a la Ley General de Sociedades

Sobre este punto, nos parece interesante que el artículo 139 utilice el texto de que un acuerdo adolecerá de un vicio de anulabilidad cuando su 'contenido' vulnere alguna disposición de la LGS. Es decir, desde nuestro análisis, esta primera causal no se refiere a errores de forma, tal como puede ser algún defecto en el proceso de convocatoria de la junta; sino que el vicio está ligado a la propia sustancia del acuerdo.

Sin embargo, como veremos más adelante, precisamente este es el defecto más complicado de salvar según la redacción actual de la LGS; ya que un acuerdo contrario a la LGS también podrá ser considerado nulo según el artículo 150. Sin embargo, como una propuesta para la aplicación del actual régimen de cuestionamiento de acuerdos societarios, consideramos que puede interpretarse que serán acuerdos impugnables (anulables) aquellos acuerdos que vulneren disposiciones imperativas de la LGS que no estén sancionadas expresamente con la nulidad. Así, por ejemplo, el artículo 194 señala expresamente que un acuerdo de junta general de accionistas que absuelva de forma anticipada la responsabilidad del gerente general será nulo; por lo que, un acuerdo de junta con dicho contenido no será impugnable; ya que el propio artículo le reserva la sanción de nulidad.

En este punto, destacamos que podrán darse casos que un acuerdo vulnere tanto disposiciones de la LGS como de los estatutos de la sociedad;

ya que en muchos casos los estatutos de las sociedades peruanas se limitan a replicar las disposiciones de la LGS. En ese supuesto de que una disposición estatutaria refleje una disposición de la LGS, en caso exista un acuerdo que vaya en contra de ambas (por el hecho de regular exactamente lo mismo), opinamos que únicamente se debe considerar que el acuerdo vulnera a la LGS; ya que los estatutos no han regulado una situación especial o distinta; sino que se han limitadoa replicar lo señalado por la LGS.

2. Acuerdos que se opongan al estatuto de la sociedad

En la línea de lo estudiado en el apartado referente al artículo 48 de la LGS, esta causal está estrechamente vinculada a la realidad de cada sociedad y sus normas de funcionamiento consignadas en el estatuto. Entonces, un acuerdo de junta general de accionistas será anulable en caso no haya cumplido con alguna disposición expresa de los estatutos; tal como podría ser que no se haya observado alguna mayoría requerida en los estatutos que sea superior a las mayorías por *default* previstas en la LGS.

3. Acuerdos que se opongan al pacto social

Siguiendo la misma lógica que el análisis realizado para el artículo 38 de la LGS, esta causal de anulabilidad de acuerdos de junta general de accionistas estará estrechamente vinculada a la realidad de cada sociedad y a su acto fundacional; siendo, por ejemplo, posible que en el contrato de sociedad (pacto social) se haya pactado que la junta de accionistas sea el único órgano social competente para acordar aumentos de capital por un determinado monto; por lo que, un acuerdo de junta de accionistas en sentido contrario adolecerá de un vicio de anulabilidad.

4. Acuerdos que lesionen los intereses de la sociedad en beneficio directo o indirecto de uno o varios accionistas

Tal como explicamos previamente, en el Perú, no existe actualmente alguna corriente jurisprudencial o doctrinaria significativa que nos permita adoptar alguna teoría que sirva de guía para definir al 'interés' de una sociedad; por lo que, corresponderá, en primer lugar, que el juez o árbitro adopte una tesis (ya sea contractualista, institucionalista u otra) para definir al interés social y; bajo dicho parámetro, analizar si un acuerdo de junta de accionistas va en contra de dicho interés. En segundo término, para que opere este causal de anulabilidad, deberá acreditarse no solo la afectación del interés social; sino también que el acuerdo de junta de accionistas le generó un beneficio –directo o indirecto– a uno o varios accionistas.

5. Acuerdos que incurran en causal de anulabilidad prevista en el Código Civil

Desde nuestra opinión, la LGS incurre en un error al vincular al régimen especial de anulabilidad de acuerdos societarios de la LGS al régimen ordinario de anulabilidad del Código Civil; ya que la intención de tener un régimen especial es, precisamente, tener causales mucho más limitadas para el cuestionamiento de acuerdos societarios, dado que es propósito de la LGS preservar la validez de los acuerdos, tomando en cuenta el dinamismo de la actividad empresarial. Más allá de esta opinión crítica, el régimen de anulabilidad de acuerdos de junta de accionistas también comprenderá entonces las causales de anulabilidad del artículo 221 del Código Civil[13].

Para concluir este apartado, también debemos mencionar que, por ejemplo, el artículo 143 de la LGS señala que los acuerdos que adolezcan de algún defecto de convocatoria o de cuórum serán susceptibles de ser impugnados (anulados). Lo mismo ocurre para los acuerdos de junta general de accionistas que se adopten en situaciones de conflicto de interés según el artículo 133 de la LGS; ya que dicho artículo señala expresamente que los acuerdos adoptados sin observar el deber de abstención de voto del accionista en casos de conflicto de interés serán impugnables en tenor del artículo 139 de la LGS. Es decir, en dichos casos, opinamos que no debe existir duda de que un acuerdo con dichos defectos serán objeto de ser cuestionados vía impugnación (anulabilidad) y no vía la acción de nulidad; por referencia expresa de la propia LGS.

[13] Artículo 221.-

El acto jurídico es anulable:

1. Por capacidad de ejercicio restringida de la persona contemplada en los numerales 1 al 8 del artículo 44.
2. Por vicio resultante de error, dolo, violencia o intimidación.
3. Por simulación, cuando el acto real que lo contiene perjudica el derecho de tercero.
4. Cuando la ley lo declara anulable (1984).

C. Legitimidad activa

Según el artículo 140 de la LGS[14], la acción de impugnación (anulabilidad) de un acuerdo de junta general de accionistas únicamente puede ser iniciada (i) por los accionistas que en la junta hubiesen dejado constancia de su oposición al acuerdo, ya sea en la propia acta de junta de accionistas o mediante carta notarial conforme a lo dispuesto por el artículo 135 de la LGS; (ii) por los accionistas ausentes en la junta de accionistas cuyo contenido se cuestiona; y (iii) por los accionistas que hayan sido ilegítimamente privados de emitir su voto (como podría darse el caso de un accionista que, sin haber estado incurso en una situación de conflicto de interés, se le haya considerado en tal situación y; por ende, no se haya considerado su voto para la adopción de un acuerdo). Asimismo, de forma excepcional, los accionistas titulares de acciones sin derecho a voto podrán iniciar una acción de impugnación frente a acuerdos que afecten sus derechos especiales.

Como puede notarse, las personas a quienes la LGS les atribuye la legitimidad para obrar activa es bastante limitada (únicamente a los accionistas de la sociedad en determinadas situaciones); por lo que no será posible que un director, un gerente general, un tercero o, inclusive, un accionista que haya votado a favor del acuerdo pueda iniciar válidamente una acción de impugnación en base al artículo 139 de la LGS.

Es más, según el artículo 144 de la LGS, el accionista que inicie una acción de impugnación debe mantener su condición durante todo el proceso; siendo que, cualquier transferencia voluntaria, ya sea parcial o total, de las acciones de su titularidad generará que el proceso de impugnación se extinga respecto de él. De hecho, debe notarse que el artículo 144 señala que la trasferencia parcial de las acciones del accionista impugnante generará que el proceso de impugnación se extinga; por lo que, por ejemplo, si un accionista titular de 1000 acciones que haya interpuesto una demanda de impugnación transfieren durante el proceso 1 acción de su propiedad, dicha transferencia (que parecería inmaterial) implicará la extinción del proceso de impugnación.

D. Plazo para iniciar la acción de impugnación

El artículo 142 de la LGS prevé tres plazos de caducidad (que, por ende, no admiten interrupción) para iniciar la acción de impugnación, los cuales son (i) dos meses contados desde la adopción del acuerdo si el accionista concurrió a la junta; (ii) tres meses contados desde la adopción del acuerdo si el accionista no concurrió a la junta; y, en caso de acuerdos inscribibles en Registros Públicos, (iii) un mes desde la inscripción en sede registral.

El asunto problemático se genera en el tercer plazo referido a los acuerdos que pueden ser inscritos en Registros Públicos; ya que, en caso el acuerdo no sea inscrito en sede registral (ya sea por observaciones que se puedan formular por los Registros Públicos, por el simple hecho de que no se haya seguido con el procedimiento formal de formalización del acuerdo o por cualquier otro motivo) implicaría que el plazo nunca inicie su cómputo, lo cual va en contra de la intención de la norma de prever plazos cortos para que un acuerdo pueda ser cuestionado, precisamente para proteger los efectos que el acuerdo haya podido desprender en el mercado.

Entonces, consideramos que el plazo de tres meses únicamente debe ser utilizado para acuerdos que necesariamente deben quedar inscritos en la partida registral de la sociedad según la LGS y no en aquellos acuerdos en los que la inscripción únicamente tenga efectos de publicidad. Así, por ejemplo, un acuerdo de aumento de capital que obligatoriamente debe quedar inscrito en Registros Públicos como lo prevé el artículo 201 de la LGS[15] opinamos que debe estar sujeto al plazo de tres meses; siendo que la demora en el inicio de cómputo recaerá en la diligencia de la propia sociedad para formalizar el acuerdo; mientras que, por ejemplo, un acuerdo con el nombramiento de apoderados que si bien puede quedar inscrito en Registros Públicos, debe estar sujeto a los plazos de un mes o dos meses (dependiendo de si el

[14] Artículo 140.-

> La impugnación prevista en el primer párrafo del artículo anterior puede ser interpuesta por los accionistas que en la junta general hubiesen hecho constar en acta su oposición al acuerdo, por los accionistas ausentes y por los que hayan sido ilegítimamente privados de emitir su voto. En los casos de acciones sin derecho a voto, la impugnación sólo puede ser interpuesta respecto de acuerdos que afecten los derechos especiales de los titulares de dichas acciones (1997).

[15] Artículo 201.-

> El aumento de capital se acuerda por junta general cumpliendo los requisitos establecidos para la modificación del estatuto, consta en escritura pública **y se inscribe en el Registro** (1997) [el énfasis es nuestro].

accionista concurrió o no a la junta); ya que la inscripción del nombramiento no implica un requisito para su validez, tal como lo prevé el artículo 14 de la LGS[16].

VI. LA NULIDAD DEL ARTÍCULO 150 DE LA LEY GENERAL DE SOCIEDADES

El artículo 150 de la LGS señala lo siguiente:

> Procede acción de nulidad para invalidar los acuerdos de la junta contrarios a normas imperativas o que incurran en causales de nulidad previstas en esta ley o en el Código Civil.
>
> Cualquier persona que tenga legítimo interés puede interponer acción de nulidad contra los acuerdos mencionados en el párrafo anterior, la que se sustanciará en el proceso de conocimiento.
>
> La acción de nulidad prevista en este artículo caduca al año de la adopción del acuerdo respectivo (1997).

A. Acuerdos susceptibles de ser cuestionados

Sobre el particular, no cabe duda de que únicamente los acuerdos de junta general de accionistas pueden ser cuestionados a través del artículo 150 de la LGS por disposición expresa de dicho artículo. Este artículo –al tratarse de una norma específica para sociedades anónimas– no puede (o no debe) extrapolarse a otros acuerdos societarios como los acuerdos de directorio o los acuerdos de otras sociedades que tienen otras formas societarias.

B. Causales de nulidad

Según nuestra lectura, el artículo 150 de la LGS prevé dos causales de nulidad de un acuerdo de junta general de accionistas, los cuales son los siguientes:

1. Acuerdos contrarios a normas imperativas de la Ley General de Sociedades

Como señalamos al estudiar el régimen de impugnación de acuerdos de junta general de accionistas del artículo 139 de la LGS, quizás el más grande problema e incongruencia en el régimen de cuestionamiento de validez de los acuerdos de junta general de accionistas de una sociedad anónima es que pareciera que tanto el artículo 139 como el artículo 150 contemplan que los acuerdos contrarios a las normas imperativas de la LGS adolecen –al mismo tiempo– de un vicio de nulidad y de anulabilidad; lo cual, a todas luces, resulta erróneo y, sobre todo, implica una situación de inseguridad jurídica para la sociedad, accionistas, administradores y terceros.

Entonces, tal como desarrollamos previamente, la tesis que consideramos puede adoptarse para sobrepasar dicha problemática es que únicamente las normas imperativas de la LGS que tengan la sanción expresa de nulidad puedan ser cuestionadas mediante el artículo 150 de la LGS (tal como sucede con el artículo 194 de la LGS); mientras que el resto de normas imperativas que no tengan una sanción expresa de nulidad ni anulabilidad; sean susceptibles de ser cuestionadas solamente bajo el artículo 139 de la LGS.

Algún lector podrá estar preguntándose por qué no postulamos la idea inversa; es decir, que los acuerdos impugnables (anulables) sean solamente aquellos en los que la LGS los sancione expresamente con tal efecto (como el caso del artículo 133 de la LGS) y que en aquellas normas imperativas de la LGS en las que no haya sanción expresa se considere que debe aplicarse el régimen de nulidad del artículo 150; y la respuesta está principalmente en la naturaleza de ambos vicios. La nulidad es el vicio más fuerte del cual puede adolecer un acto o negocio jurídico; ya que no puede ser subsanado por el tiempo ni por voluntad de las partes y porque una sentencia de nulidad tiene una naturaleza declarativa; ya que el acto nulo no será susceptible de desprender efectos jurídicos (como se dice coloquialmente, el acto nulo nació muerto o simplemente no existió); por lo que sus causales deben ser mucho más limitadas que las de la anulabilidad (vicio que puede ser subsanado y cuya sentencia de nulidad es constitutiva).

Por último, en caso existan estatutos sociales que se limiten a recoger las disposiciones de la LGS, un acuerdo de junta de accionistas que vaya en contra –por ser regulaciones espejo– tanto de la LGS como de los estatutos sociales, opinamos que únicamente el acuerdo debe ser considerado como

[16] Artículo 201 de la Ley General de Sociedades:

> El nombramiento de administradores, de liquidadores o de cualquier representante de la sociedad así como el otorgamiento de poderes por ésta **surten efecto desde su aceptación expresa o desde que las referidas personas desempeñan la función o ejercen tales poderes**. Estos actos o cualquier revocación, renuncia, modificación o sustitución de las personas mencionadas en el párrafo anterior o de sus poderes, deben inscribirse dejando constancia del nombre y documento de identidad del designado o del representante, según el caso (1997) [el énfasis es nuestro].

contrario a las disposiciones de la LGS; ya que los estatutos no regularon disposiciones especiales a las previstas por la normativa societaria; por lo que –en el fondo– no hay una vulneración a los estatutos de la sociedad.

2. Acuerdos que adolezcan de algún vicio de nulidad previsto en el Código Civil

Si bien consideramos que el régimen de impugnación de acuerdos societarios debería ser independiente al régimen civil ordinario, el texto actual de la LGS no permite otra conclusión distinta a que un acuerdo de junta general de accionistas también puede adolecer de un vicio de nulidad previstos en el artículo 219 del Código Civil peruano[17].

C. Legitimidad activa

Conforme lo señala el artículo 150 bajo análisis, cualquier persona que tenga legítimo interés puede iniciar una acción de nulidad de un acuerdo de junta general de accionistas; por lo que, en principio, cualquier accionista (sin la distinción de que haya participado o no en la junta de accionistas), un director, el gerente general, un trabajador o un tercero ajeno a la sociedad podrá interponer una acción de nulidad en base al articulo 150 siempre que acredite su 'legítimo interés'. En este punto, debemos precisar de que, a diferencia del régimen de nulidad civil ordinario del Código Civil, que incluso permite que la nulidad sea alegada por el Ministerio Público según el artículo 220 del Código Civil, el régimen de nulidad societaria no extiende la legitimidad para demandar la nulidad de un acuerdo de junta de accionistas al Ministerio Público.

D. Plazo para iniciar la acción de nulidad

Un aspecto que debemos destacar del régimen de nulidad de un acuerdo de junta de accionistas es su claridad respecto al plazo de caducidad para iniciar la acción; ya que el tercer párrafo del artículo 150 señala expresamente de que la acción de nulidad tiene un plazo de caducidad (por lo que no permite interrupción) de un año contado desde la fecha de adopción del acuerdo, sin establecer situaciones excepcionales –como en el régimen de impugnación de acuerdos– en caso los acuerdos puedan o no ser inscritos en sede registral o vinculados a la participación del accionista en la junta de accionistas.

VII. COMENTARIOS FINALES

La posibilidad de cuestionar la validez de acuerdos societarios es una forma indispensable, no sólo para tutelar los derechos de los socios; sino también para proteger los intereses de la propia sociedad y de terceros; por lo que contar con un régimen claro de cuestionamiento resulta esencial para lograr tales objetivos. La LGS tiene una serie de virtudes que le han permitido tener una vigencia de veinticinco años (a la fecha de preparación del presente artículo) y que pareciera no tener una fecha de término próximo; sin embargo, una de sus principales debilidades es precisamente la regulación sobre el cuestionamiento de acuerdos sociales.

Si bien en el presente trabajo hemos brindado algunas ideas para despejar la falta de claridad en la LGS y así obtener al menos cierto grado de seguridad jurídica en este tema, somos de la opinión que resulta apremiante que se apruebe un nuevo régimen a nivel dispositivo para clarificar la normas sobre el cuestionamiento de acuerdos societarios; ya que, dada la débil técnica sobre este régimen, somos conscientes que las interpretaciones que se le pueden dar son numerosas y principalmente, sustancialmente contradictorias.

REFERENCIAS

Abramovich, D. (2003). La problemática de la impugnación y nulidad de acuerdos en la ley general de sociedades. *THĒMIS-Revista De Derecho*, (47), 243.

De Castro & Bravo, F. (2016). *El negocio jurídico.* Editorial Civitas.

[17] Artículo 219 del Código Civil:

El acto jurídico es nulo:

1. Cuando falta la manifestación de voluntad del agente.
2. Derogado.
3. Cuando su objeto es física o jurídicamente imposible o cuando sea indeterminable.
4. Cuando su fin sea ilícito.
5. Cuando adolezca de simulación absoluta.
6. Cuando no revista la forma prescrita bajo sanción de nulidad.
7. Cuando la ley lo declara nulo.
8. En el caso del artículo V del Título Preliminar, salvo que la ley establezca sanción diversa (1984).

Espinoza, J. (2002). El orden público y las buenas costumbres en la experiencia jurídica nacional. *Ius et Veritas*, (24), 302-313.

(2008). Acto Jurídico Negocial. Análisis Doctrinario, Legislativo y Jurisprudencial. Gaceta Jurídica.

Rey, A. & Trelles, J. (2003). El Gerente General. En *Tratado de Derecho Mercantil* (pp. 465-485). Gaceta Jurídica.

Rojo, A. & Beltrán, E. (2011). *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*. Editorial Civitas.

Roman, M. (2009). *El derecho de impugnación de acuerdos societarios.* Editorial Grijley.

Rubio, M. (2008). El Título Preliminar del Código Civil. Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú.

Sanz, P. (2019). El concepto de interés social en el Derecho societario español: Las teorías contractualistas e institucionalista a debate. En I. E. Lázaro González & A. Serrano Molina (direcs.), *Estudios Jurídicos en homenaje al profesor Don José María Castán Vásquez* (pp. 491-511). Editorial Reus.

Uría, R. & Menéndez, A. (2007). *Curso de Derecho Mercantil.* Editorial Civitas.

LEGISLACIÓN, JURISPRUDENCIA Y OTROS DOCUMENTOS

Código Civil [CC], Decreto Legislativo 295, Diario Oficial *El Peruano*, 25 de julio de 1984 (Perú).

Ley 26887, Ley General de Sociedades, Diario Oficial *El Peruano*, 5 de diciembre de 1997 (Perú).

ELIAS PUELLES

Confidencialidad. Integridad. Disponibilidad

Boutique legal especializada en
Derecho Penal y Cibercrimen

Av. Javier Prado Este 596, San Isidro - Lima

eliaspuelles.com

+51 966 789 787

Accede a nuestras redes

10.18800/themis.202302.004

EL RÉGIMEN SUCESORIO DE LAS ACCIONES

INHERITANCE REGIME OF SHARES

Guillermo Auler Soto*
Pontificia Universidad Católica del Perú

The purpose of this article is to provide the reader with an understanding of how the transfer of shares in companies, especially in corporations, takes place once the original owner has passed away, i.e., the transfer of shares in the inheritance regime; as well as the different problems and risks that may arise due to the lack of regulation in commercial matters on this specific figure.

For the analysis, reference is made to the different stages of the transfer and to other regulations that complement the legal solutions to these cases. Thus, the Civil Code and the different resolutions on registry area are analyzed, with the purpose of knowing the moment in which the heirs can effectively call themselves owners of the shares that correspond to them; this process goes through knowing the heirs of the estate of the deceased and subsequently, through the division and partition of the co-ownership that arises on the shares.

Keywords: Shares; heirs; stages; new shareholders; corporations.

El presente artículo tiene como objetivo que el lector pueda comprender cómo se desarrolla la transferencia de acciones en las sociedades –especialmente la Sociedad Anónima– una vez que el propietario original ha fallecido, es decir, la transferencia de acciones en el régimen sucesorio; así como los diferentes problemas y riesgos que pueden darse debido a la falta de regulación en materia mercantil sobre esta figura específica.

Para el análisis, se hace alusión a las diferentes etapas de la transferencia y a otras normativas que complementan las soluciones legales frente a estos casos. Así, se analizan el Código Civil y las diversas resoluciones en materia registral, con la finalidad de conocer el momento en el que los herederos pueden llamarse efectivamente propietarios de las acciones que les corresponden; este proceso pasa por conocer a los herederos de la masa hereditaria del causante y, posteriormente, por la división y partición de la copropiedad que surge sobre las acciones.

Palabras clave: Acciones; herederos; etapas; nuevos accionistas; sociedades.

* Abogado. Máster of Laws por la Universidad de Duke. Profesor en la Maestría de Derecho de la Empresa de la Pontificia Universidad Católica del Perú (PUCP) (Lima, Perú) y de la Universidad de Lima (Lima, Perú). Socio Consejero en Santiváñez Abogados. Contacto: gauler@pucp.edu.pe

Nota del Editor: El presente artículo fue recibido por el Consejo Ejecutivo de THĒMIS-Revista de Derecho el 31 de julio de 2023, y aceptado por el mismo el 07 de septiembre de 2023.

I. INTRODUCCIÓN

El propósito de este artículo es tratar sobre las transferencias de acciones por sucesión y, en particular, el caso de la sucesión intestada. Si bien nos centraremos en la sociedad anónima, el análisis que efectuaremos se puede extender a otros tipos de personas jurídicas y, asimismo, al caso de la sucesión testamentaria.

Tener clara la regulación vigente para el supuesto indicado puede ser de utilidad, especialmente si, luego del fallecimiento del accionista, se llevarán a cabo juntas generales de accionistas. A manera de ejemplo, conforme lo comentaremos, el fallecimiento de un accionista podría ser un obstáculo para llevar a cabo juntas universales, porque sin su participación no podrían estar presentes todos los accionistas. Asimismo, el hecho que el accionista haya sido titular de un porcentaje significativo de acciones podría impedir la adopción de ciertas decisiones en la junta, considerando que la Ley General de Sociedades (en adelante, LGS) exige *quorum* y mayorías calificadas para la aprobación de determinados asuntos. Por otro lado, desde el punto de vista del accionista minoritario, podría ser un obstáculo para ejercer ciertos derechos que la ley otorga a este tipo de socios, como, por ejemplo, el derecho de impugnación, el derecho de suscripción preferente u otros como el derecho de adquisición preferente.

A simple vista, puede parecer que el supuesto planteado no presenta complejidades. Fallece el accionista y su patrimonio es transferido a sus herederos a título universal, patrimonio que incluye todos sus activos y que, por lo tanto, también debería incluir como regla general a las acciones de las que haya sido titular; así lo establecen las normas sobre sucesiones del Código Civil –que comentaremos– y lo reconoce la LGS inclusive para sociedades que tienen la características de sociedades de personas, como es el caso de la Sociedad Anónima Cerrada (en adelante, SAC) y el de la Sociedad Comercial de Responsabilidad Limitada (en adelante, SCRL), como también lo comentaremos en lo posterior.

Es más, el Código Civil establece en el artículo 660 que los herederos adquieren los activos inmediatamente después del fallecimiento: "Desde el momento de la muerte de una persona, los bienes, derechos y obligaciones que constituyen la herencia se trasmiten a sus sucesores" (1984). Entonces, ¿cuál es el problema?

El problema que surge es que, en la práctica, para que los herederos adquieran dicha condición y, por lo tanto, la titularidad de los bienes del accionista fallecido, requieren ser declarados como tales. En el caso de una sucesión intestada, esta declaración puede ser hecha por un juez o por un notario a través de un procedimiento que requiere publicaciones y el transcurso de plazos. Eventualmente podrían, inclusive, surgir controversias en lo que respecta a la identificación de los herederos, lo que implicaría mayor tiempo de resolución y la intervención del Poder Judicial, si fuese tramitado ante un notario. Así lo comenta, por ejemplo, César Fernández Arce: "Los sucesores necesitan del «título» para poder ejercitar sus correspondientes derechos" (2023, p. 49).

Entonces, hasta que no se haya identificado o confirmado a los herederos, transcurre un período de tiempo en el cual, así no exista mayor duda respecto de quienes son los herederos, estos no contarán con el título que los identifique como tales. Ello se puede apreciar de manera más notoria en el caso de las SCRL, pues toda vez que la titularidad de las participaciones consta inscrita en Registros Públicos, para inscribir la transferencia por sucesión, el registrador solicitará que previamente se otorgue la declaratoria de herederos o se aperture el testamento, tal como lo comentaremos más adelante. En el caso de las sociedades anónimas, si bien la transferencia de acciones no es un acto inscribible en Registros Públicos, se espera un deber de diligencia similar por parte del Gerente General o de la persona a cargo de anotar las transferencias de acciones, quien también debería solicitar un título para anotar la transferencia de acciones a favor de los herederos.

Luego, inclusive una vez obtenida la declaratoria de herederos, ello no implica que las acciones sean divididas y adjudicadas automáticamente a los herederos. Por el contrario, los herederos serán considerados copropietarios de las acciones heredadas, hasta que no acuerden la división y partición de las acciones, debiendo nombrar a un representante para participar en las juntas generales de accionistas.

Como en otros casos en los que el derecho de sociedades se interrelaciona con otras áreas del derecho, vemos, en este caso en particular, que lo hace con el derecho de sucesiones. En efecto, la LGS establece ciertas disposiciones sobre el caso planteado. Sin embargo, como sabemos, el régimen de sucesiones está regulado en el Código Civil, por lo que tendremos que tener en cuenta también sus disposiciones, además de otras normas complementarias. De este modo, en el desarrollo de este artículo veremos que algunas de las situaciones planteadas se solucionarán recurriendo a dichas normas.

A continuación, desarrollaremos el supuesto planteado. En primer lugar, describiremos de manera general el régimen de transferencia de acciones en la Ley General de Sociedades. Seguidamente, analizaremos el registro de la transferencia de acciones por sucesión, el período que transcurre entre el fallecimiento y la declaratoria de herederos y, asimismo, lo referente a la comunidad hereditaria y la división y partición para, finalmente, resumir las conclusiones obtenidas.

II. EL RÉGIMEN DE TRANSFERENCIA DE ACCIONES EN LA LEY GENERAL DE SOCIEDADES

Como sabemos, las transferencias de acciones se anotan en un registro denominado matrícula de acciones; así lo dispone el artículo 92 de la Ley General de Sociedades:

> En la matrícula de acciones se anota la creación de acciones cuando corresponda de acuerdo a lo establecido en el artículo 83. Igualmente se anota en dicha matrícula la emisión de acciones, según lo establecido en el artículo 84, sea que estén representadas por certificados provisionales o definitivos.
>
> **En la matrícula se anotan también las transferencias**, los canjes y desdoblamientos **de acciones**, la constitución de derechos y gravámenes sobre las mismas, las limitaciones a la transferencia de las acciones y los convenios entre accionistas o de accionistas con terceros que versen sobre las acciones o que tengan por objeto el ejercicio de los derechos inherentes a ellas.
>
> La matrícula de acciones se llevará en un libro especialmente abierto a dicho efecto o en hojas sueltas, debidamente legalizados, o mediante registro electrónico o en cualquier otra forma que permita la ley. Se podrá usar simultáneamente dos o más de los sistemas antes descritos; en caso de discrepancia prevalecerá lo anotado en el libro o en las hojas sueltas, según corresponda.
>
> El régimen de la representación de valores mediante anotaciones en cuenta se rige por la legislación del mercado de valores (1997) [el énfasis es nuestro].

Conforme se indica en el tercer párrafo del artículo citado, la matrícula de acciones se puede llevar en un libro u hojas sueltas, es decir, en un registro físico legalizado ante un notario. También puede ser llevado mediante registro electrónico. Respecto al registro electrónico, actualmente, la única entidad autorizada para llevar tal registro es la Institución de Compensación y Liquidación de Valores (en adelante, CAVALI ICLV). Será esta entidad, por lo tanto, la que se encargue de registrar también las transferencias de acciones.

En cambio, respecto del libro físico u hojas sueltas, en principio, es el gerente general de la sociedad anónima el llamado a custodiarlo según el artículo 190 de la LGS[1]. Llama la atención que esta ley no contenga una disposición sobre quién debe realizar las anotaciones en este libro, como si lo hace, por ejemplo, en el caso de los certificados de acciones[2]. De este modo, a falta de disposición en el estatuto –lo cual es usual–, en nuestra práctica profesional nos hemos encontrado ante opiniones en el sentido que los asientos de transferencia deben ser firmados solo por el gerente general, por dos directores (como en el caso de los certificados de acciones), por los transferentes y adquirentes o, inclusive, una combinación de estas posibilidades. La posición mayoritaria, en nuestra experiencia –por la misma disposición de la LGS antes citada–, es que tales anotaciones las debe hacer el gerente general, quien tiene la responsabilidad final de que la matrícula de acciones se encuentre al día y, por lo tanto, que el registro de las transferencias sea correctamente efectuado. Ante la falta de regulación, es importante que en el estatuto de la sociedad se regule quién será el encargado de anotar las transferencias de las acciones en la matrícula de acciones.

Ahora bien, es importante resaltar la importancia que tiene en nuestra legislación la anotación de la transferencia de acciones en la matrícula de acciones. En efecto, conforme al artículo 91, primer párrafo, de la LGS, se considera propietario a quien aparezca registrado en la matrícula de acciones de la sociedad: "La sociedad considera propietario de la acción a quien aparezca como tal en la matrícula de acciones" (1997). De este modo, la ley peruana otorga una relevancia subordinada a los certificados de acciones y les otorga básicamente la cali-

[1] Artículo 190 de la Ley General de Sociedades: "[...] El gerente es particularmente responsable por: 1. La existencia, regularidad y veracidad de los sistemas de contabilidad, los libros que la ley ordena llevar a la sociedad y los demás libros y registros que debe llevar un ordenado comerciante; [...]" (1997).

[2] Artículo 100 de la Ley General de Sociedades:

> Las acciones emitidas, cualquiera que sea su clase, se representan por certificados, por anotaciones en cuenta o en cualquier otra forma que permita la ley. [...] El certificado es firmado por dos directores, salvo que el estatuto disponga otra cosa (1997).

dad de medio probatorio de la propiedad de las acciones o un medio para transferirlas mediante su endoso, considerando, finalmente, propietario de las acciones a quien aparezca registrado como tal en la matrícula de acciones. Sobre el particular, Enrique Elías explica lo siguiente:

> En la norma vigente se establece que la sociedad considera propietario a quien esté registrado con esa condición en la matrícula de acciones. Bajo esta disposición la sociedad presume que es el titular legítimo de la acción aquella persona cuyo derecho ha sido debidamente anotado en el libro de la sociedad (2000, p. 227).

En tal sentido, considerando que las acciones otorgan a su titular tanto derechos políticos como económicos sin limitar el derecho de voto en las juntas generales de accionistas y el derecho a percibir dividendos, se desprende la relevancia de estar registrado como accionista en la matrícula de acciones para gozar de dichos derechos.

Al respecto, de acuerdo con artículo 93 de la LGS, para registrar la transferencia de acciones se requiere comunicar la transferencia a la sociedad[3]. Sin embargo, no se establece quién debe realizar tal comunicación o cómo se debe acreditar la transferencia[4]. Del mismo modo, la ley tampoco establece reglas sobre el registro de la transferencia en caso de fallecimiento del accionista o cómo se debe evidenciar la calidad de herederos.

En efecto, si bien la matrícula de acciones llevada en un libro u hojas sueltas legalizadas por notario presenta como ventaja su versatilidad, al tratarse de un registro privado; también presenta un problema por su falta de regulación. De este modo, al no existir ningún parámetro específico sobre cómo llevar este libro, la anotación de la transferencia de las acciones por sucesión dependerá de la diligencia, el buen saber y entender de la persona a cargo del registro y del consejo de sus asesores.

III. EL REGISTRO DE LA TRANSFERENCIA DE ACCIONES POR SUCESIÓN

Si bien estamos haciendo referencia a sociedades anónimas y a acciones, al estar, en nuestro caso, analizando el caso de transferencia de las acciones por sucesión, es necesario revisar las disposiciones generales del Código Civil en esta materia.

En primer lugar, como comentamos al inicio, el artículo 660 del Código Civil establece que los bienes de una persona que fallece se transmiten a sus herederos desde el momento de su fallecimiento. Es decir, podemos entender que la transferencia de propiedad es inmediata a su fallecimiento.

No debería haber diferencia en el caso de las acciones, pues la ley no establece que tal diferencia exista. Por el contrario, la LGS lo reafirma, en el caso de las SAC, en el artículo 240 y, en el caso de la SCRL, en el artículo 290. Entendemos que se hizo tal aclaración considerando que en este tipo de sociedades con rasgos de sociedades de personas existen limitaciones para la transferencia de acciones o participaciones y para efectos de reafirmar que dichas limitaciones no afectan la transferencia por sucesión, salvo que así se haya pactado en el estatuto. Estos artículos establecen lo siguiente:

> Artículo 240.- Transmisión de las acciones por sucesión
> **La adquisición de las acciones por sucesión hereditaria confiere al heredero o legatario la condición de socio**. Sin embargo, el pacto social o el estatuto podrá establecer que los demás accionistas tendrán derecho a adquirir, dentro del plazo que uno u otro determine, las acciones del accionista fallecido, por su valor a la fecha de fallecimiento [...]
>
> Artículo 290.- Transmisión de las participaciones por sucesión
> **La adquisición de alguna participación social por sucesión hereditaria confiere al heredero o legatario la condición de socio**. Sin embargo, el estatuto puede establecer que otros socios tengan derecho a adquirir, dentro del plazo que aquél determine, las participaciones sociales del socio fallecido, según mecanismo de valorización que dicha estipulación señale [...] (1997) [el énfasis es nuestro].

Pero ¿es suficiente el fallecimiento o comunicar el fallecimiento para que los herederos puedan ser registrados como accionistas y así poder disponer de las acciones, recibir dividendos o participar en las juntas generales de accionistas ejerciendo el

[3] Artículo 93 de la Ley General de Sociedades: Los actos a que se refiere el segundo párrafo del artículo anterior, deben comunicarse por escrito a la sociedad para su anotación en la matrícula de acciones [...] (1997).

[4] Tener en cuenta que la mecánica para transferir acciones sí se ha considerado en el Anteproyecto de la Ley General de Sociedades del 4 de abril de 2018, publicado por el Viceministerio de Justicia del Ministerio de Justicia y Derechos Humanos, el cual, si bien a la fecha no ha sido aprobado, establece en el artículo 71, inciso 2, que la transferencia de acciones se rige por las reglas de la cesión de derechos (2018).

derecho de voz y voto? Como hemos señalado, para ejercer dichos derechos es necesario estar registrado en la matrícula de acciones. Consecuentemente, para gozar de dichos derechos, luego del fallecimiento de los accionistas, los herederos deberán ser registrados en la matrícula de acciones. Así lo reafirmó, por ejemplo, el Tribunal Registral mediante la Resolución 610-2005-SUNARP-TR-L, al señalar lo siguiente:

> La transferencia de acciones de una sociedad anónima, vía sucesión intestada, no constituye acto inscribible, por cuanto la Ley General de Sociedades y el Reglamento del Registro de Sociedades establecen que todo lo concerniente a las acciones se anota en la matrícula de acciones que cada sociedad lleva.
>
> [...] la transferencia de acciones opera extraregistralmente, publicitándose únicamente en el Libro de Matrícula de Acciones y no en el Registro de Personas Jurídicas [...] (2005).

Ello se aprecia también en el artículo 4 del Reglamento del Registro de Sociedades, el cual establece que "[n]o son inscribibles en el Registro, entre otros señalados en este Reglamento: b) La transferencia de acciones u obligaciones emitidas por la sociedad; [...]" (2001). Ahora bien, reiteramos: ¿es suficiente acreditar el fallecimiento del accionista para que los herederos puedan exigir que sean anotados en la matrícula de acciones como titulares de las acciones? Como vimos en la sección anterior, en una sociedad anónima –con matrícula de acciones– recaerá –en principio– en el gerente general de la sociedad la responsabilidad de registrar las transferencias de acciones. El gerente general, para ello, debería cuidar de proceder conforme a lo dispuesto en la ley. El inconveniente en este caso es que la LGS guarda silencio al respecto. Entonces, consideramos que debería ser responsabilidad mínima del gerente general el verificar la condición de herederos de las personas que así lo solicitan. Para ello, ¿cómo se acredita la condición de herederos? El tema puede complicarse en el caso que existan o se presuma que existan otros herederos que no se hubieren presentado; inclusive, de no presumirse, podría existir la posibilidad que lo haya.

En este punto es útil revisar cómo se acredita la condición de herederos en el caso de otros registros, como, por ejemplo, en el caso de la matrícula de acciones llevada mediante registro electrónico; en el caso de una SCRL cuyo capital está dividido en participaciones, las mismas que se inscriben en Registros Públicos o, en el caso de la Empresa Individual de Responsabilidad Limitada (en adelante, EIRL).

A. Registro Central de Valores y Liquidaciones

Respecto a la matrícula de acciones mediante registro electrónico, según la Disposición Vinculada 04 del Capítulo IV del registro contable del Reglamento Interno de CAVALI ICLV aprobado por Resolución CONASEV 57-2002-EF/94.10, para solicitar el cambio de titularidad por herencia se debe presentar: "b) Copia literal en original de la ficha o asiento registral donde conste la inscripción del testamento o de la sucesión intestada, o en su defecto copia notarialmente legalizada de dicho documento [...]" (2003). Añade: "Los valores que estén a nombre del causante deberán ser registrados a nombre de la sucesión del Titular que estará conformada por todos los sucesores, bajo un código RUT de la sucesión" (2003).

B. Sociedad Comercial de Responsabilidad Limitada

En el caso de la SCRL, que, como sabemos, tiene su capital dividido en participaciones que se inscriben en el Registro de Personas Jurídicas (a diferencia de la sociedad anónima, cuyas acciones se anotan en la matrícula de acciones) y cuya regulación es aplicable también a otras formas societarias en las que su capital está dividido en participaciones, el Reglamento de Inscripciones de los Registros de Testamentos y de Sucesiones Intestadas, aprobado por Resolución del Superintendente Nacional de los Registros Públicos 156-2012-SUNARP-SN, indica lo siguiente en el artículo 58: "Para el caso de participaciones sociales inscritas en el Registro de Personas Jurídicas, se sujetan a las disposiciones contenidas en el Título VI del presente Reglamento, en cuanto le fuera aplicable" (2012). Entre las disposiciones del Título VI indicado, el artículo 52 del referido Reglamento de Inscripciones de los Registros de Testamentos y de Sucesiones Intestadas indica lo siguiente: "no se inscribirá en otro registro ningún derecho que tenga origen en causa sucesoria, sin que previamente el título del solicitante esté inscrito en el Registro de Testamentos o de Sucesiones Intestadas" (2012).

El artículo 53 del mismo reglamento indica por su lado:

> Las inscripciones en el Registro de Testamentos y de Sucesiones Intestadas no producen efectos traslativos en los registros de Bienes y en el Registro de Personas Jurídicas cuando se trate de participaciones sociales.
>
> Para efecto de realizar dicha inscripción se deberá presentar una solicitud indicando la partida registral donde consta inscrita la sucesión testamentaria o intestada.

> La transferencia de propiedad por sucesión en el Registro de Bienes o en el Registro de Personas Jurídicas se realizará en mérito al respectivo asiento de inscripción y de ser el caso al título archivado que dio lugar a la inscripción del acto sucesorio. En el asiento de inscripción se dejará constancia de dicha circunstancia (2012).

C. Empresa Individual de Responsabilidad Limitada

En el caso de la EIRL, el artículo 34 del Decreto Ley 21621, Ley de la Empresa Individual de Responsabilidad Limitada, señala que:

> La transferencia del derecho de Titular por sucesión mortis causa se inscribirá en el Registro Mercantil por mérito del testamento o del auto de declaratoria de herederos del causante, según el caso [...].
>
> La inscripción se efectuará dentro del plazo de treinta (30) días contados a partir:
>
> a. Del fallecimiento del causante, si el testamento fue otorgado por escritura pública;
> b. De la protocolización de los expedientes judiciales de apertura del testamento cerrado o de comprobación del testamento ológrafo, según el caso;
> c. De haber quedado consentido el auto de declaratoria de herederos […] (1976).

Finalmente, también consideramos útil referirnos a los requisitos para inscribir la transferencia por sucesión en otros registros. Así, por ejemplo, en el caso de predios, el Reglamento de Inscripciones del Registro de Predios aprobado por Resolución del Superintendente Nacional de los Registros Públicos 097-2013-SUNARP/SN, indica lo siguiente en el artículo 104:

> Artículo 104.- Transferencia de propiedad por sucesión
>
> Para la inscripción de una transferencia por sucesión debe verificarse que previamente se haya inscrito la sucesión intestada o la ampliación del asiento del testamento en el Registro de Personas Naturales del último domicilio del causante o del domicilio del testador, a cuyo efecto bastará que en el formato de solicitud de inscripción se indique el número de partida y la oficina registral en la que consta inscrito el referido acto sucesorio. En el asiento de inscripción se dejará constancia de dicha circunstancia.
>
> En el caso de inscripción de una transferencia por sucesión intestada se deberá tener en cuenta lo previsto en el artículo 56 del Reglamento de Inscripciones de los Registros de Testamentos y Sucesiones Intestadas (2013).

De lo revisado, se puede concluir que, para el caso de sucesiones intestadas, tanto CAVALI ICLV para el caso de la matrícula de acciones mediante registro electrónico, como los Registros Públicos para el caso de transferencia por sucesión de participaciones de otras formas societarias y transferencias de titularidad en una EIRL e inclusive para el caso de otros registros como el Registro de Predios, se exige, además de acreditar el fallecimiento, que previamente se haya inscrito la sucesión intestada en el Registro de Personas Naturales. Es decir, que se haya llevado a cabo el proceso de declaratoria de herederos y que este, luego de concluido, haya sido inscrito en Registros Públicos. Ello también lo dispone el Tribunal Registral mediante la Resolución 999-2017-SUNARP-TR-L, la misma que establece lo siguiente: "En nuestro ordenamiento jurídico la determinación de quienes son los sucesores del causante se efectúa a través del testamento otorgado en vida por el causante o en su defecto, mediante la declaratoria de herederos" (2017).

Bajo la misma lógica, para el caso de la sociedad anónima, cuya matrícula de acciones es llevada en un libro u hojas sueltas legalizadas, el Gerente General u otro responsable según el estatuto social, debería exigir que, para efectos de registrar a los herederos como nuevos titulares de las acciones se debe acreditar lo mismo, es decir, el fallecimiento del accionista y la inscripción de la declaratoria de herederos o apertura del testamento, donde aparezcan registrados como tales. Así lo comenta, por ejemplo, Elizabeth del Pilar Amado Ramírez:

> [...] no basta la transmisión hereditaria de pleno derecho, toda vez que es necesario que los sucesores exhiban títulos que los acrediten como tales: partida de matrimonio para él o la cónyuge supérstite, partida de nacimiento para los hijos, en algunos casos será el testamento, y en otros, la resolución judicial y el auto que lo declare consentida, que los declara herederos, entre otros (2016, p. 66).

IV. EL 'PERÍODO DE INCERTIDUMBRE'

De lo revisado en el acápite anterior, para registrar a los herederos como accionistas se requiere que acrediten que tienen tal calidad, mediante la inscripción de la declaratoria de herederos en el Registro de Sucesiones Intestadas o la inscripción de la apertura del testamento. Ahora bien, en el caso de la declaratoria de herederos, este proceso implica realizar un trámite ante un juez o ante un notario, realizar publicaciones y otorgar un plazo

para que los posibles herederos se presenten a reclamar su derecho.

Cabe comentar que la declaratoria de herederos era originalmente tramitada ante un juez, por lo que, si bien se trata de un proceso inicialmente no contencioso, se encontraba sujeta a los plazos que tienen en general los procesos judiciales. Posteriormente, mediante Ley 26662, Ley de Competencia Notarial en Asuntos No Contenciosos, se establece, en el artículo 1, que la sucesión intestada puede realizarse indistintamente ante el Poder Judicial o ante notario (1996). Si bien los plazos se han reducido considerablemente con el proceso ante un notario, este igualmente requiere la publicación de un aviso y otorgar un plazo de quince días útiles para el apersonamiento de herederos, luego de lo cual el notario solicitará al Registro de Sucesión Intestada que inscriba la sucesión intestada (1996). La norma indica igualmente, en el artículo 6[5], que se requiere el consentimiento unánime de los interesados y, si alguno de estos manifiesta oposición, entonces el notario debe suspender el proceso y remitir lo actuado al juez correspondiente (1996)[6].

Al respecto, el Reglamento de Inscripciones de los Registros de Testamentos y de Sucesiones Intestadas, aprobado por Resolución del Superintendente Nacional de los Registros Públicos 156-2012-SUNARP-SN, indica en el artículo 28, literal a, que son actos inscribibles en el Registro de Sucesiones Intestadas: "la declaratoria de herederos por sucesión total o parcialmente intestada dispuesta notarial o judicialmente" (2012). Asimismo, conforme al artículo 31 de dicho reglamento, para la inscripción de la sucesión intestada tramitada notarialmente se requerirá el parte notarial que contiene el acta que declara a los herederos intestados (2012). Adicionalmente, señala el mismo artículo que, en el caso de sucesión intestada tramitada judicialmente, se requerirá: "el parte judicial que contenga las copias certificadas de la resolución judicial que declara a los herederos, así como la resolución judicial que la declara firme, acompañados del correspondiente oficio cursado por el juez competente" (2012).

Podríamos tener entonces un 'período de incertidumbre', entre el fallecimiento del accionista y la inscripción de la declaratoria de herederos, dentro del cual, si bien ha fallecido el accionista, aún no es posible registrar las acciones a nombre de los herederos. Este período podría extenderse si la declaratoria de herederos se tramita por vía judicial o si, tramitándose por vía notarial, hubiese la oposición de algún interesado, lo que conllevaría a que se tenga que tramitar también por la vía judicial.

Sobre este período comenta lo siguiente Augusto Ferrero Costa: "no debe confundirse la apertura de la sucesión con una serie de actos realizados después del fallecimiento de una persona, como los procedimientos no contenciosos de apertura de testamentos cerrados, protocolización de los ológrafos o declaración de herederos" (2016, p. 143).

Por otro lado, Juan B. Zárate del Pino explica con mayor detalle lo que sucede en este período:

> Los sucesores adquieren los bienes, derechos y obligaciones del causante, sin necesidad de realizar actos o contratos de adquisición que específicamente correspondan a cada uno de dichos bienes patrimoniales, el heredero los adquiere en bloque y –por ficción jurídica– como si se realizara en un solo instante, de modo que no exista solución de continuidad entre el fallecimiento del causante y la atribución de su patrimonio a quienes deben sucederle.
>
> Pero en realidad la materialización de esa adquisición no se da en un solo instante, sino que se desarrolla a través de diversas fases o etapas que constituyen lo que se denomina el proceso sucesorio. Es por ello que se suele caracterizar a la herencia como un "patrimonio en tránsito", en la que sin embargo las relaciones jurídicas que deja el causante no resultan desprovistas de titular, pues todos los derechos sucesorios retrotraen sus efectos al momento en que fallece el causante (1996, p. 46).

Sobre el particular, es interesante tener en cuenta lo comentado por Carmen Muñoz Delgado, que, si bien refiere al derecho español, consideramos relevantes sus apreciaciones para nuestro análisis:

> Durante el período que transcurre desde el fallecimiento hasta la aceptación de la herencia, las participaciones sociales o las acciones son bienes sin titular determinado. Su titularidad

[5] Artículo 6 de la Ley 26662:

> Artículo 6.- Consentimiento Unánime
>
> Es requisito indispensable el consentimiento unánime de los interesados. Si alguno de ellos, en cualquier momento de la tramitación manifiesta oposición, el notario debe suspender inmediatamente su actuación y remitir lo actuado al juez correspondiente, bajo responsabilidad (1996).

[6] Artículo 31 del Reglamento de Inscripciones de los Registros de testamentos y de Sucesiones Intestadas: "[…] Para la inscripción de la sucesión intestada tramitada notarialmente, se requerirá el parte notarial que contiene el acta que declara a los herederos intestados […]" (2012).

> pende hasta que no se produzca la aceptación por los llamados a la herencia. La sociedad, en esta situación, no puede reconocer como socio a quien no es titular legítimo (art. 91 LSC) ni menos aún a quien no tiene personalidad jurídica (la herencia yacente) para ostentar tal condición. Esta negativa no puede interpretarse como una violación del ejercicio de los derechos sociales (art. 293 CP), sino como una consecuencia de la falta de legitimidad. En consecuencia, los derechos de socio se encuentran en suspenso hasta que se produzca la aceptación por el heredero o los herederos, recuperándose el pleno ejercicio de los derechos sociales en el momento en que se comunique y se inscriba en el registro de socios o en el registro de acciones nominativas la identidad de los nuevos titulares. Los nuevos titulares tendrán derecho a los efectos y consecuencias de los acuerdos adoptados durante la yacencia que todavía persistan, como puede ser el cobro de dividendos acordados o la suscripción preferente (en consonancia con el art. 989 C. que declara el ejercicio retroactivo de la aceptación) (2018, p. 187).

Concluye que: "durante este período, las participaciones sociales y las acciones carecen de un titular legítimo y, por tanto, la sociedad no puede reconocer la condición de socio" (2018, p. 189).

Si bien el derecho español recoge la figura de la 'herencia yacente' –no aplicable al derecho peruano–[7], es evidente que en nuestro caso también existe un período de tiempo en el cual, pese a que el accionista ha fallecido, aún no sería posible registrar las acciones a nombre de los herederos. Este período se prolongará en el caso de la sucesión intestada hasta que se inscriba la declaratoria de herederos, siendo la inscripción el 'título' requerido para que se anote la transferencia de acciones a favor de los herederos.

¿Cómo proceder durante este 'período de incertidumbre'? Recogiendo la cita de Carmen Muñoz Delgado, durante dicho período, las acciones son bienes sin titular determinado. El accionista ha fallecido y los herederos no tienen aún el título para ser reconocidos como tales. Ciertamente la salida práctica sería anotar la transferencia de forma inmediata, considerando que en una sociedad anónima en la cual probablemente sea el gerente general el encargado de anotar las transferencias en la matrícula de acciones, nada lo detendría para anotar la transferencia a favor de los herederos antes de obtenida la declaratoria de herederos. Tal como lo hemos comentado, no existe mayor regulación sobre los requisitos necesarios para que el gerente general –o el encargado de hacerlo– anote la transferencia. El gerente general podría verificar que son herederos, por ejemplo, con las partidas de nacimiento. De este modo, nada le impediría anotar la transferencia, inclusive sin realizar verificación alguna, por ejemplo, en sociedades con pocos accionistas en las cuales se tiene conocimiento de quiénes son los herederos de los accionistas. Consideramos al respecto que la ley debería regular esta situación, tal como lo hace para el caso del registro electrónico y la transferencia de participaciones, a fin de dar seguridad a las transferencias por sucesión.

¿Cuál debería ser el consejo legal en este caso ante la falta de regulación? Consideramos que si para anotar las transferencias de acciones cuya matrícula sea llevada mediante registro electrónico, la transferencia de participaciones o titularidad en otros tipos de personas jurídicas e, inclusive, para registrar la transferencia de otro tipo de bienes como los inmuebles, se requiere acreditar la obtención de la declaratoria de herederos, entonces debería exigirse el mismo estándar en el caso de las sociedades anónimas con matrícula de acciones que se lleven en libros u hojas sueltas. Lo contrario podría afectar los derechos de herederos que no hayan sido incluidos en la solicitud de transferencia por sucesión o podría ser utilizado de mala fe para excluirse a herederos.

Nos podemos encontrar entonces inevitablemente en este 'período de incertidumbre' en el cual los herederos, pese a serlo efectivamente por mandato de la ley, aún no podrían ejercer los derechos de accionistas hasta contar con la declaratoria de herederos, lo que implica que no puedan ejercer el derecho de voz y voto en las juntas generales de accionistas u otros derechos que les corresponden. Así, las acciones seguirán estando registradas a nombre del accionista fallecido. ¿Habrá diferencia en el caso que se comunique el fallecimiento del accionista? Si bien es importante que la sociedad conozca de dicho hecho a efectos de sus procesos internos y comunicaciones, para los efectos materia de revisión no encontramos diferencia, toda vez que ello no implicará que los herederos puedan ejercer derechos sobre las acciones.

---

[7] Ver lo comendado por Valverde, Emilio:

> La sucesión desenvuelta en la forma y circunstancias descritas, salvo la facultad de renunciar en el breve plazo señalado por el art. 672, excluye todo tiempo intermedio entre la apertura y adquisición de la herencia, con lo que se descarta de nuestro régimen sucesorio el instituto de la herencia yacente (1951, p. 173).

Al reflexionar sobre las formas en que se podría prevenir este problema pensamos, primero, en la representación de las acciones por parte del cónyuge, en caso el accionista haya sido casado bajo el régimen de sociedades de gananciales. En este supuesto surgen, al menos, dos posibilidades. La primera es que las acciones hayan sido adquiridas antes del matrimonio, en cuyo caso serían consideradas un bien propio del accionista y el cónyuge un heredero, no representando ninguna diferencia en el caso planteado[8]. La segunda posibilidad es que las acciones hayan sido adquiridas luego de contraer matrimonio bajo el régimen de sociedad de gananciales, en cuyo caso las acciones se considerarían de titularidad no del accionista, sino de la sociedad conyugal[9]. En este último caso, ante el fallecimiento del accionista, fenecería la sociedad conyugal, conforme a lo dispuesto en el artículo 318, inciso 5, del Código Civil[10], por lo que el cónyuge pasaría a ser titular del 50% de las acciones, pudiendo ejercer el derecho de voto en representación de estas[11]. Ello implicaría que el problema de incertidumbre se mantendría únicamente sobre el 50% restante.

No resuelve este problema que el accionista hubiese dejado poderes para participar en las juntas generales de accionistas, pues los poderes otorgados se extinguirían también con su fallecimiento. Así lo señala el Tribunal Registral, por ejemplo, en la Resolución 202-2018-SUNARP-TR-A al indicar lo siguiente: "el fallecimiento del poderdante ocasiona la extinción del poder conferido, es decir, la pérdida de eficacia por causal sobreviniente de un acto de apoderamiento que nació válido" (2018). Por otro lado, la Resolución del Superintendente Adjunto de los Registros Públicos 062-2021-SUNARP/SA que versa sobre la aprobación de los Lineamientos para la anotación de oficio de la extinción de mandatos o poderes por fallecimiento, indica que:

> El registrador que califica el título de sucesión intestada o de ampliación de testamento, verifica si existen inscritos mandatos o poderes otorgados por el causante o testador o a favor de estos en el Registro de Mandatos y Poderes; de ser así, califica también la extinción del mandato o poder por fallecimiento (2021).

Distinto sería el caso si el accionista hubiese otorgado las acciones en usufructo[12]; en este caso, el usufructo no se extinguiría por fallecimiento del accionista. Al respecto, el artículo 107 de la LGS señala lo siguiente: "En el usufructo de acciones, salvo pacto en contrario, corresponden al propietario los derechos de accionista y al usufructuario el derecho a los dividendos en dinero o en especie acordados por la sociedad durante el plazo del usufructo […]" (1997). Por su parte, el artículo 90 establece lo siguiente:

> […] Si se hubiera otorgado prenda o usufructo sobre las acciones y se hubiera cedido el derecho de voto respecto de parte de las mismas, tales acciones podrán ser representadas por quien corresponda de acuerdo al título constitutivo de la prenda o usufructo (1997).

Conforme se puede apreciar, la LGS permite la cesión del derecho de voto dentro de un contrato de usufructo. No hay mayor regulación sobre el alcance de la cesión del derecho de voto, pero, por su propia naturaleza vinculada al usufructo, entendemos que es distinto al otorgamiento de poder y que, por tanto, no se extinguiría al fallecer el nudo propietario. Los herederos, en consecuencia, recibirían acciones que están sujetas al usufructo. Regresando al supuesto comentado, el otorgamiento de usufructo sobre acciones con cesión del derecho a voto podría, por lo tanto, ser una forma de prevenir dicho supuesto.

---

8 Al respecto, el Código Civil establece, en el artículo 302, que: "Son bienes propios de cada cónyuge: 1. Los que aporte al iniciarse el régimen de sociedad de gananciales [...]" (1984).

9 Según el artículo 310 del Código Civil:

> Son bienes sociales todos los no comprendidos en el artículo 302, incluso los que cualquiera de los cónyuges adquiera por su trabajo, industria o profesión, así como los frutos y productos de todos los bienes propios y de la sociedad y las rentas de los derechos de autor e inventor [...] (1984).

10 Artículo 318 del Código Civil: "Fenece el régimen de la sociedad de gananciales: [...]. 5. Por muerte de uno de los cónyuges" (1984).

11 Así lo dispone, por ejemplo, el Tribunal Registral con la Resolución 207-2014-SUNARP-TR-A, recogiendo el precedente de observancia obligatoria aprobado en el Pleno XXXVII del Tribunal Registral, estableciendo que:

> Los bienes de la sociedad de gananciales constituyen un patrimonio autónomo, esto es, los bienes sociales no pertenecen a los cónyuges en copropiedad sino que el pertenecen a la sociedad de gananciales. El fenecimiento de la sociedad de gananciales determina el cambio de esta comunidad de bienes al régimen de copropiedad (2014).

Similar disposición se aprobó en el CCLXXIV Pleno del Tribunal Registral.

12 Artículo 999 del Código Civil: "El usufructo confiere las facultades de usar y disfrutar temporalmente de un bien ajeno [...]" (1984).

Otras figuras también podrían ayudar a prevenir este problema, al implicar –en la práctica– la cesión del derecho de voto, como, por ejemplo, la transferencia en vida de las acciones a un fideicomiso o a otra persona jurídica o '*holding*'. En ambos casos, las acciones saldrían de la esfera patrimonial del accionista, quien podría ordenar quién debería ejercer el derecho de voto a su fallecimiento. De igual forma, prever esta situación en un convenio de accionistas podría servir a los herederos, a fin de que no se adopten decisiones que los pudieran afectar hasta que no sean reconocidos como tales.

Por otro lado, el plazo de este 'período de incertidumbre' se podría reducir si se otorga testamento. Al respecto, el Código Civil hace referencia a dos tipos de sucesión: (i) la sucesión testamentaria; y (ii) la sucesión intestada. Respecto a la sucesión testamentaria, el Código Civil indica, en el artículo 686, que por el testamento una persona puede ordenar su propia sucesión (1984). Si bien los testamentos igual deben ser ampliados, los plazos son menores a los requeridos para la declaratoria de herederos, en especial en el caso del testamento por escritura pública[13]. Al respecto, el Reglamento de Inscripciones de los Registros de Testamentos y de Sucesiones Intestadas indica lo siguiente en el artículo 21: "producido el fallecimiento del que ha otorgado un testamento por escritura pública o uno cerrado, se ampliará el correspondiente asiento inscribiendo las disposiciones testamentarias" (2012).

V. LA COMUNIDAD HEREDITARIA

Ahora bien, el hecho de que se haya obtenido la declaratoria de herederos no implica que automáticamente cada heredero reciba las acciones en propiedad. Ello ocurrirá, ciertamente, si se trata únicamente de un heredero. Sin embargo, de tratarse de más de un heredero, lo que sucederá es que cada uno recibiría una alícuota de la masa hereditaria –que incluye a las acciones–, conformándose una comunidad hereditaria. De esta forma, si la herencia está compuesta por un grupo de acciones, cada heredero tendrá el derecho a un porcentaje de la masa hereditaria que incluye a dicho grupo de acciones, pero no a un número de acciones en particular. Es decir, los propietarios de las acciones serán los herederos en conjunto. Ello hasta que se acuerde la respectiva división y partición de la masa hereditaria o, en nuestro caso, de las acciones, adjudicándose las acciones a los herederos, según sea acordado.

Al respecto, César Fernández Arce indica, sobre la comunidad hereditaria, lo siguiente:

> Esta comunidad hereditaria se da a la muerte del causante cuando deja varios herederos sin que aquel haya dispuesto por testamento la división y partición de la herencia. Hay entonces una situación transitoria de indivisión desde el día de la apertura de la sucesión hasta la partición de la misma entre los interesados (2014, p. 521).

Añade lo siguiente:

> La comunidad hereditaria constituida por el patrimonio que el causante trasmitió a su muerte es una universalidad jurídica cuyo objeto es la masa hereditaria y está sometida a un régimen jurídico especial, donde los sujetos son los sucesores con el derecho de cada cual a la partición por cuotas ideales sobre toda la masa hereditaria. […] En la comunidad hereditaria, el derecho de cada coheredero recae sobre todo el patrimonio herencial y no sobre las cosas singulares que lo forman (2014, p. 522).

Por su parte, Juan Guillermo Lohmann Luca de Tena comenta lo siguiente respecto a este período:

> En realidad, los sucesores no reciben bienes (salvo los legatarios instituidos en cosa cierta) u obligaciones singulares, sino que se colocan en la posición jurídica de su causante respecto del conjunto patrimonial de este (salvo en aquello que por naturaleza sea intransmisible). El heredero, por lo tanto, no adquiere bienes, derechos u obligaciones individuales y desvinculadas entre sí, sino que sucede en una unidad o conglomerado patrimonial similar al que tiene otro sujeto viviente [...] (2014, p. 255).

Asimismo, María Teresa Cornejo Fava explica lo siguiente:

> Ahora bien, el heredero es titular de una cuota parte ideal del patrimonio hereditario toda vez que se trata de un sucesor a título universal. Siendo ello así, su participación en tal sucesión está constituida por dicha cuota parte ideal, la que recae sobre todos los bienes y derechos que configuran el acervo hereditario y que se concretarán sobre uno o más de ellos, determinados cuando se produzca la partición. Ello en virtud del artículo 844 del Código sustantivo, que dispone que si hay varios herederos cada uno de ellos es copropietario de los bienes de la herencia en proporción a la cuota que tenga

[13] Ver al respecto los artículos 696 y siguientes del Código Civil.

> derecho a heredar. Producida la partición, los bienes se adjudican en especie a cada uno de los herederos [...] (2006, p. 66).

Conforme se puede apreciar, la comunidad hereditaria se mantendrá hasta que se acuerde la división y partición. Al respecto, Juan Guillermo Lohmann Luca de Tena explica lo siguiente:

> Luego de efectuada la partición y adjudicación, ha quedado extinguida la comunidad sucesoria. Respecto de lo que se haya partido, ya no hay sucesión indivisa ni patrimonio hereditario conjunto o comunidad universal en la cual participar, sino simple copropiedad o cotitularidad sobre los bienes singurales que hayan sido adjudicados en común a varias personas (2014, p. 155).

Al respecto, añade sobre la división y partición lo siguiente:

> Partición total o parcial, que es el instante en el que desaparece y se extingue en todo o parte la comunidad o patrimonio hereditario. Es este momento al que los integrantes de la comunidad, que pueden no ser los sucesores originales –que acaso hayan muerto o cedido sus derechos–, se refieren para distribuirse los activos entonces existentes y los pasivos que aún no hubieran sido cancelados (2014, p. 159).

Sobre las acciones, resulta interesante lo dispuesto por el Tribunal Supremo de España en la sentencia recaída en el expediente 2004-1082/2004:

> La comunidad, que en el presente caso era la accionista de la sociedad anónima demandada, era una comunidad hereditaria formada por los coherederos, del primitivo accionista, en que no se ha practicado la partición. Cuya comunidad implica que cada sucesor, miembro de la misma, tiene derecho al conjunto que integra el contenido de la herencia, pero no sobre los bienes hereditarios concretos; es decir, en el presente caso, cada coheredero, como el demandante, no es titular de acciones, sino titular junto con los demás coherederos, del patrimonio del que forma parte el conjunto de acciones; así, el accionista no es el coheredero, sino la comunidad. Cuya comunidad no da lugar a una copropiedad de cada una de las cosas, sino que estas forman parte de la misma (sentencia de 25 de mayo de 1992), de la que sus miembros tienen derechos indeterminados (sentencia de 6 de octubre de 1997) y cuya naturaleza es de comunidad germánica (sentencia de 19 de junio de 1995) (2004).

Por otra parte, el Código Civil regula cómo se maneja la herencia en este período, entre la declaratoria de herederos, la división y partición. El artículo 844 del Código Civil establece que: "si hay varios herederos, cada uno de ellos es copropietario de los bienes de la herencia, en proporción a la cuota que tenga derecho a heredar" (1984). Por su lado, artículo 845 indica que "[e]l estado de indivisión hereditaria se rige por las disposiciones relativas a la copropiedad […]" (1984).

César Fernández Arce explica al respecto lo siguiente:

> La copropiedad, como tesis próxima a lo que acontece a los herederos frente a la masa hereditaria, no resulta sin embargo totalmente satisfactoria si se considera la copropiedad en su sentido técnico-jurídico. La copropiedad solo puede darse en bienes concretos y determinados, no en el caso de las universalidades para los que cabe el concepto más amplio de "comunidad" (2014, p. 521).

En lo que refiere a las acciones, el artículo 89 de la LGS establece lo siguiente[14]:

> Los copropietarios de acciones deben designar a una sola persona para el ejercicio de los derechos de socio y responden solidariamente frente a la sociedad de cuantas obligaciones deriven de la calidad de accionistas. La designación se efectuará mediante carta con firma legalizada notarialmente, suscrita por copropietarios que representen más del cincuenta por ciento de los derechos y acciones sobre las acciones en copropiedad (1997).

Conforme se puede apreciar, una vez otorgada la declaratoria de herederos, los herederos no adquieren acciones a título individual, sino que adquieren un porcentaje de la herencia y, por lo tanto, un porcentaje de las acciones. Luego, deberán nombrar por mayoría a quien represente a dichas acciones en las juntas generales de accionistas. Ello podría afectar a los herederos que no conforman la mayoría, pues estarían sujetos a las decisiones de los herederos que sí la conforman.

[14] Similar norma existía en la anterior Ley General de Sociedades, aprobada por la Ley 16123 y modificada por el Decreto Legislativo 311. En el artículo 104 sostenía que: "Las acciones son indivisibles. Los copropietarios deberán designar una sola persona para el ejercicio de los derechos de socio, y responden solidariamente frente a la sociedad de cuantas obligaciones deriven de la calidad de accionistas" (1966). Sin embargo, esta norma no indicaba la forma de representación. Al respecto, véase el comentario de Ricardo Beaumont Callirgos (1998), citado más adelante.

Al respecto, notamos que existe cierta contradicción entre dicha norma y lo dispuesto en el artículo 851 del Código Civil, que indica: "mientras la herencia permanezca indivisa será administrada por el albacea, o por el apoderado común nombrado por todos los herederos o por un administrador judicial" (1984). Sin embargo, conforme lo explica Juan Olavarría Vivian:

> El apoderado común –a falta de albacea– responde siempre al nombramiento por acuerdo unánime de todos los coherederos, **salvo en el caso de la Ley General de Sociedades y para la situación específica del manejo de un paquete de acciones en copropiedad sobre el capital social de una sociedad anónima, en donde se requiere solo acuerdo mayoritario para tal designación**; mientras que el administrador judicial de bienes comunes es producto de la ausencia de albacea y de la falta de acuerdo unánime en los coherederos para designar al apoderado común, por lo que se requiere la designación de un encargado que administra y cuya designación se haga mediante pronunciamiento jurisdiccional, a través del proceso no contencioso (2010, p. 234) [el énfasis es nuestro].

Ello según explica el mismo autor, teniendo en cuenta, además, la especialidad de la norma.

De igual forma lo entiende Ricardo Beaumont Callirgos, al comentar la posibilidad de nombrar a un representante por mayoría, conforme al artículo 89 de la LGS citado, a diferencia de lo dispuesto en ley anterior:

> El artículo 104 del (Anteproyecto de la) LGS señalaba igual: que las acciones son indivisibles y que los copropietarios debían designar una sola persona para el ejercicio de los derechos de socio. No había como interpretar que el acuerdo de los copropietarios se adoptada por mayoría; la decisión debía tomarse por unanimidad. Felizmente el artículo bajo comentario, recogiendo explícitamente la disposición contenida en el inciso 2 del art. 971 (del Código Civil) indica que la decisión sobre este bien común se adopta por mayoría absoluta, pues al describir que debe ser comunicada a la sociedad mediante carta con firma legalizada notarialmente, suscrita por copropietarios que representen más del 50% de los derechos y acciones sobre las acciones en copropiedad, está anunciando que es suficiente dicha mayoría absoluta de mitad más uno (1998, p. 235) [el agregado es nuestro].

Similar norma la encontramos en el artículo 126 de la Ley de Sociedades de Capital de España:

> En caso de copropiedad sobre una o varias participaciones o acciones, los copropietarios habrán de designar una sola persona para el ejercicio de los derechos de socio, y responderán solidariamente frente a la sociedad de cuantas obligaciones se deriven de esta condición (2010).

El artículo añade al final que: "la misma regla se aplicará a los demás supuestos de cotitularidad de derechos sobre participaciones o acciones" (2010). Al respecto, Jesús Alfaro, comenta lo siguiente:

> La carga de designar un representante común (principio de unificación subjetiva del ejercicio de los derechos inherentes a la condición de socio) se explica, como señala Pantaleón, por razones "prácticas de simplicidad y claridad en el ejercicio" de los derechos de socio, no porque sea una consecuencia del principio de indivisibilidad de las acciones o participaciones (2017).

Añade que dicha norma es "para permitir a la sociedad identificar fácilmente a quién tiene que reconocer como socio" (2017). Notamos así, que, en este caso, no se precisa que la designación es por mayoría.

De la lectura del artículo 89 de la LGS no se precisa si el representante tiene que ser uno de los herederos. Ello podría ser discutible para el caso de la SAC, en la cual la representación por terceros es limitada, salvo disposición distinta del estatuto[15]. Sin embargo, no lo es en el caso del derecho español, según indica Jesús Alfaro:

> El representante no tiene por qué ser socio, a pesar de lo dispuesto en el artículo 183 LSC, que limita el derecho a hacerse representar de los socios de una sociedad limitada a otros socios. El carácter excepcional del artículo 126 LSC, claramente limitativo de los derechos de los socios copropietarios y el carácter también excepcional del artículo 183 LSC justifican esta conclusión (2017).

Miguel Sasot, por su parte, indica una posición similar respecto al derecho argentino:

> Aunque la LSC no lo aclara, va de suyo que la representación de los condóminos de la acción

[15] Por ejemplo, el artículo 243 de la Ley General de Sociedades establece para la sociedad anónima cerrada que: "El accionista solo podrá hacerse representar en las reuniones de junta general por medio de otro accionista, su cónyuge o ascendiente o descendiente en primer grado. El estatuto puede extender la representación a otras personas" (1997).

> no tiene por qué recaer necesariamente en uno de ellos.
>
> El texto legal solo faculta a la sociedad para exigir la unificación de la representación. Cómo y en quiénes la harán recaer los condóminos, es cuestión ajena por completo a la sociedad.
>
> Es más, entendemos que no tendría fuerza para obligar a los condóminos una eventual disposición estatutaria que les impida la obligación de encomendar la representación a uno de ellos, pues la designación de representantes no es un acto societario en sí mismo ni vinculativo entre la sociedad y los accionistas (1985, p. 145).

En cuanto a la anotación de la declaratoria de herederos, conforme lo hemos comentado, la ley no ha regulado cómo se debe anotar la transferencia de acciones a los herederos en la matrícula de acciones. Lo indicado anteriormente sugiere que todos los herederos deberían ser registrados como titulares de las acciones, como una comunidad hereditaria. Así, se establece, por ejemplo, para la SCRL, respecto a la cual el artículo 95 de la resolución 200-2001-SUNARP/SN, Reglamento del Registro de Sociedades, establece lo siguiente:

> La transferencia de participaciones por fallecimiento del titular se inscribirá a favor de los herederos en copropiedad, salvo disposición testamentaria en contrario, considerándose a todos los nuevos titulares como un socio para los efectos del cómputo del máximo de socios establecido en el artículo 283 de la Ley [...] (2001).

Sin embargo, en nuestra experiencia hemos visto que es una práctica usual anotar a dicha comunidad como 'sucesión'. Similar situación la encontramos en el derecho español, donde Jesús Alfaro indica que: "cada coheredero, como el demandante, no es titular de acciones, sino titular junto con los demás coherederos, del patrimonio del que forma parte el conjunto de acciones; así, el accionista no es el coheredero, sino la comunidad" (2017).

Pese a ello, existe resistencia a que la sucesión sea considerada como accionista. Por ejemplo, el Tribunal Registral, mediante resolución 227-98-ORLC/TR, indica que:

> El hecho que la Ley del Impuesto a la Renta, Decreto Legislativo 774, considere a las sucesiones indivisas como personas naturales para efectos de este tributo no implica que ello se generalice a todo el derecho; en ese sentido, la sucesión intestada declarada judicialmente no puede considerarse como persona natural susceptible de incluirse como nuevo socio, independientemente de sus herederos (1998).

Asimismo:

> Que si bien la comunidad de bienes es sujeto de derecho, ello no implica que sea una persona natural o jurídica, según se ha indicado, razón por la que no podría considerarse a la sucesión como un nuevo socio de la sociedad, no configurándose en el presente caso el supuesto previsto en el artículo 287 de la Ley General de Sociedades derogada y 290 de la actual Ley (1998).

De esta forma, pese a que la comunidad hereditaria se presenta nominalmente como sucesión, entendemos que será necesario que se precise quiénes son los herederos que la integran.

Esta situación de comunidad hereditaria, tal como se ha señalado, se mantendrá hasta que los herederos acuerden cómo se dividirán las acciones. Al respecto, el artículo 853 del Código Civil indica que, si los bienes no se encuentran inscritos en registros públicos –como en el caso de las acciones– para la partición es suficiente documento privado con firmas notarialmente legalizadas (1984)[16]. Al respecto, para el caso del registro electrónico, la Disposición Vinculada 04 del Capítulo IV del Reglamento Interno de CAVALI ICLV indica lo siguiente:

> En caso los valores estén inscritos a nombre de todos los sucesores, deberá presentarse la siguiente documentación: [...] b) Si todos los sucesores son capaces, original del convenio de división y partición de masa hereditaria con la firma notarialmente legalizada de cada uno de ellos (1994).

De este modo, aplicando el mismo criterio, los herederos podrán, mediante documento privado con firma legalizada ante notario, acordar la forma en que se dividirán las acciones, adjudicándose las mismas; constituyendo en la práctica una transferencia de acciones entre los herederos. La

[16] Acorde con el artículo 853 del Código Civil: "Cuando todos los herederos son capaces y están de acuerdo en la partición, se hará por escritura pública tratándose de bienes inscritos en registros públicos. En los demás casos, es suficiente documento privado con firmas notarialmente legalizadas" (1984). Por ejemplo, en el caso de la SCRL, cuyas participaciones se encuentran inscritas en Registros Públicos, se requerirá escritura pública; así lo establece el artículo 95 del Reglamento del Registro de Sociedades (2001) antes citado.

división y partición se deberá anotar en la matrícula de acciones y es a partir de esta cuando cada heredero sería titular absoluto de las acciones que les sean adjudicadas.

VI. CONCLUSIONES

De lo expuesto se aprecia que el proceso de declaratoria de herederos tiene varias etapas. En particular, si bien el Código Civil establece que la herencia se transmite automáticamente con el fallecimiento, para que los herederos puedan disponer de la misma requieren de un título; esto es, ya sea que hayan sido nombrados como herederos vía un testamento o que sean declarados como tales en un proceso de declaratoria de herederos, que puede ser judicial o notarial.

Ello implica que, en la etapa inicial, en tanto los herederos no hayan sido aún declarados como tales, no podrán disponer de la herencia. En nuestro caso significa que, hasta que no sean declarados herederos, no pueden ser registrados como accionistas en la matrícula de acciones. De este modo, es posible que durante esta etapa las acciones heredadas queden sin representación en las juntas generales de accionistas que sean convocadas.

En el caso de la sociedad anónima, la titularidad de las acciones se registra en la matrícula de acciones que puede ser llevada en un libro físico, hojas sueltas legalizadas ante un notario o mediante registro electrónico. En el caso del libro físico u hojas sueltas, la ley no precisa quién es el encargado de anotar las transferencias de las acciones, incluyendo las que ocurran por sucesión. Por ello, es recomendable que dicho aspecto se regule en el estatuto social.

Como hemos explicado a lo largo del texto, el registro electrónico de acciones está a cargo, en el Perú, de la entidad CAVALI ICLV. En este caso, así como en el caso de las participaciones y titularidad de otro tipo de sociedades, para anotar la transferencia de las acciones por sucesión, a falta de testamento, se requiere acreditar haber obtenido la declaratoria de herederos. Es por ello que se sugiere que el gerente general o persona encargada de anotar las transferencias de acciones en la matrícula de acciones –que se lleve en un libro u hojas sueltas– siga el mismo criterio y solo proceda a anotar la transferencia de las acciones a favor de los herederos cuando obtengan el referido título. Consideramos que la ley debería precisar esta situación, al igual que lo hace en los otros casos citados, a fin de otorgar seguridad jurídica a las transferencias de acciones por sucesión.

El inconveniente en dicha situación es la descrita, es decir que, hasta que no se obtenga la declaratoria de herederos, las acciones podrían quedar sin representación en las juntas generales de accionistas que puedan ser convocadas. El tiempo durante el cual las acciones queden sin representación se podría reducir mediante el otorgamiento de un testamento por escritura pública, indicando a quién se adjudicarán las acciones y, en todo caso, cómo se dividirán y representarán. Con ello también se evitaría tener que nombrar a un representante de la comunidad hereditaria y tener que llevar a cabo la división y partición de las acciones. Otras formas de prevenir dicha situación incluyen la constitución de un derecho de usufructo sobre las acciones que comprenda la cesión del derecho de voto; la transferencia de las acciones a un fideicomiso o a una tercera persona jurídica, indicando quién podría ejercer el derecho de voto; así como prever esta situación en un convenio de accionistas.

Una vez otorgada la declaratoria de herederos, ello no implica que aquellos sean considerados como accionistas, sino que serán considerados como titulares de un porcentaje de la masa hereditaria, que incluye a las acciones, formando una comunidad hereditaria. De acuerdo con Código Civil, se aplicarán a esta comunidad hereditaria las reglas de la copropiedad, es decir, los herederos serán considerados como copropietarios de las acciones heredadas, debiendo nombrar a quien los represente en las juntas generales de accionistas mediante documento con firma legalizada ante notario. Para el nombramiento del representante se requiere la aceptación de la mayoría de los herederos. Esta situación de comunidad hereditaria se mantendrá hasta que los herederos acuerden la división y partición de las acciones, es decir, la forma en que serán adjudicadas, lo cual deberá ser anotado en la matrícula de acciones a fin de que se les considere como titulares de estas.

REFERENCIAS

Alfaro, J. (09 de agosto de 2017). Comunidad hereditaria como socia de una sociedad de capitales y régimen general de la copropiedad de accioneso participaciones. *Almacén de Derecho.* https://almacendederecho.org/comunidad-hereditaria-socia-una-sociedad-capitales-regimen-general-la-copropiedad-acciones-participaciones

Amado, E. (2016). *Derecho de Sucesiones*. Ediciones Legales.

Beaumont, R. (1998). *Comentarios a la Nueva Ley General de Sociedades*. Gaceta Jurídica Editores.

Cornejo, M. (2006). Transmisión de Acciones y Participaciones por Sucesión Hereditaria y Situación Jurídica del Sucesor como consecuencia de la aplicación de los artículos 240 y 290 de la Ley General de Sociedades. *Ius et Praxis*, *36* (36-37), 55-78.

Elías, E. (2000). *Derecho Societario Peruano. Ley General de Sociedades del Perú.* Normas Legales.

Fernández, C. (2014). *Derecho de Sucesiones* (1ra. Ed.). Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú.

(2023). *Derecho de Sucesiones* (2da. Ed.). Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú.

Ferrero, A. (2016). *Tratado de Derecho de Sucesiones*. Instituto Pacífico.

Lohmann, J. (2014). La llamada cesión de derecho a participar en patrimonio hereditario. *THĒMIS-Revista de Derecho*, (66), 153-162.

Muñoz, C. (2018). *Copropiedad de Participaciones Sociales y Acciones. La comunidad hereditaria y la sociedad legal de gananciales*. Tirant Lo Blanch.

Olavarría, J. (2010). *Comentarios al Derecho de Sucesiones.* Editorial Escolani.

Sasot, M. (1985). *Sociedades Anónimas. Acciones, bonos, debentures y obligaciones negociables*. Editorial Ábaco de Rodolfo Depalma.

Valverde, E. (1951). *El Derecho de Sucesión en el Código Civil Peruano.* Ministerio de Guerra.

Zárate, J. (1998). *Curso de Derecho de Sucesiones*. Palestra Editores.

LEGISLACIÓN, JURISPRUDENCIA Y OTROS DOCUMENTOS LEGALES

Código Civil [CC], Decreto Legislativo 295, Diario Oficial *El Peruano*, 25 de julio de 1984 (Perú).

Decreto Legislativo 311 [derogado], Modifican la "Ley de Sociedades Mercantiles" del 27 de Julio de 1966, transformándola en "Ley General de Sociedades", Diario Oficial *El Peruano*, 13 de noviembre de 1984.

Decreto Ley 21621, Ley de la Empresa Individual de Responsabilidad Limitada, Diario Oficial *El Peruano,* 28 de octubre de 1998 (Perú).

J.T.S., Nov. 5, 2004 (R.J., No. 1082) (España).

Ley 16123 [derogada], Autorizando al Poder Ejecutivo para promulgar la Ley "Libro de Sociedades Mercantiles" del Código de Comercio, Diario Oficial *El Peruano*, 10 de mayo de 1966.

Ley 26662, Ley de Competencia Notarial en Asuntos No Contenciosos, Diario Oficial *El Peruano,* 22 de septiembre de 1996 (Perú).

Ley 26887, Ley General de Sociedades, Diario Oficial *El Peruano*, 5 de diciembre de 1997 (Perú).

Resolución CONASEV 57-2002-EF/94.10 del Registro Central de Valores y Liquidaciones, Reglamento Interno de CAVALI, 2002 (Perú).

Resolución Ministerial 0108-2017-JUS del Ministerio de Justicia y Derechos Humanos, Anteproyecto de la Ley General de Sociedades, Diario Oficial *El Peruano*, 4 de abril de 2018.

Resolución 062-2021-SUNARP-SA de la Superintendencia Nacional de los Registros Públicos, aprueban los Lineamientos para la anotación de oficio de la extinción de mandatos o poderes por fallecimiento, 15 de abril de 2021 (Perú).

Resolución 097-2013-SUNARP/SN de la Superintendencia Nacional de los Registros Públicos, aprueban Reglamento de Inscripciones del Registro de Predios de la SUNARP, 4 de mayo de 2013 (Perú).

Resolución 156-2012-SUNARP-SN de la Superintendencia Nacional de los Registros Públicos, Reglamento de Inscripciones de los Registros de Testamentos y de Sucesiones Intestadas, 16 de noviembre de 2021 (Perú).

Resolución 200-2001-SUNARP-SN de la Superintendencia Nacional de los Registros Públicos, Reglamento del Registro de Sociedades, 1 de setiembre de 2001 (Perú).

Superintendencia Nacional de los Registros Públicos, CCLXXIV Pleno del Tribunal Registral, 14 de abril de 2023 (Perú).

Superintendencia Nacional de los Registros Públicos, Resolución 202-2018-SUNARP-TR-A, 28 de marzo de 2018 (Perú).

Superintendencia Nacional de los Registros Públicos, Resolución 207-2014-SUNARP-TR-A, 24 de abril de 2014 (Perú).

Superintendencia Nacional de los Registros Públicos, Resolución 227-98-ORLC/TR, 18 de junio de 1998, (Perú).

Superintendencia Nacional de los Registros Públicos, Resolución 610-2005-SUNARP-TR-L, 28 de octubre de 2005 (Perú).

Superintendencia Nacional de los Registros Públicos, Resolución 999-2017-SUNARP-TR-L, 8 de mayo de 2017 (Perú).

Superintendencia Nacional de los Registros Públicos, XXXVII Pleno del Tribunal Registral, 3 de setiembre de 2008 (Perú).

Texto refundido de la Ley de Soceidades de Capital (R.D.L. 2010, 1/2010) (España).

10.18800/themis.202302.005

UN EXTRAÑO VIENE A COMER A MI MESA: LA ASISTENCIA FINANCIERA Y LOS LEVERAGED BUY OUTS

A STRANGER COMES TO EAT AT MY TABLE: FINANCIAL ASSISTANCE AND LEVERAGED BUY OUTS

Adrian Tuesta Pasamar*
Lucha Startup Studio

The following work develops financial assistance and leveraged buyouts or leveraged purchases in light of article 106 of the Ley General de Sociedades *(Peruvian Companies Act). It is discussed whether this is a prohibited mechanism or not and its implications today in Peru. The objective is to give an answer about the prohibition or not of its use. It starts by explaining this way of financing in the market and to show its advantages its observations and why it is not within the legal prohibitions. A description of the current doctrine and a development of a personal position on the subject will be made.*

There is also the participation of prominent lawyers in the field who explain the usefulness and real impact that these operations have on the country's legal practice. The main conclusions reached is that it is not a mechanism prohibited by the LGS, however, there must be a more precise regulation to protect the interests of the creditors and minority shareholders of the target companies in this type of mechanisms. What is undeniable is that this is a mechanism that has been in force for 40 years in markets around the world and facilitates the mobility of capital. It came to stay and it must be given the correct regulation, without restricting operations, but protecting the rights that correspond.

Keywords: LBO; financial assistance; prohibition; minority shareholders; creditors; Ley General de Sociedades*; article 106.*

El siguiente trabajo desarrolla la asistencia financiera y los leveraged buyouts *o compras apalancadas, a la luz del artículo 106 de la Ley General de Sociedades. Se discute si es que este es un mecanismo prohibido o no y sus implicancias hoy en día en el Perú. El objetivo es dar una respuesta sobre la prohibición o no de su utilización. Se parte de explicar dicha forma de financiarse en el mercado, para mostrar sus ventajas, sus observaciones y por qué no se encuentra dentro de las prohibiciones legales. Se realiza una descripción de la doctrina actual y un desarrollo de una postura personal sobre el tema.*

*También se cuenta con la participación de abogados destacados en la materia que cuentan la utilidad y el impacto real que tienen estas operaciones en la práctica legal del país. Las principales conclusiones a las que se arriban es que no es un mecanismo prohibido por la LGS, no obstante, debe haber una regulación más precisa para llegar a proteger los intereses de los acreedores y los accionistas minoritarios de las sociedades objetivo (*Target*) de este tipo de mecanismos. Lo que es innegable es que este es un mecanismo con 40 años de vigencia en los mercados de todo el mundo y facilita la movilidad de capitales. Vino para quedarse y hay que darle la correcta regulación, sin restringir las operaciones, pero protegiendo los derechos que corresponden.*

Palabras clave: LBO; asistencia financiera; prohibición; accionistas minoritarios; acreedores; Ley General de Sociedades; artículo 106.

* Bachiller en Derecho. Analista legal en Lucha Startup Studio (Lima, Perú). Expracticante preprofesional de Azabache Caracciolo Abogados. Expracticante preprofesional y asistente legal en el área corporativa del estudio Payet, Rey, Cauvi, Pérez Abogados (Lima, Perú). Contacto: adrian.tuesta@pucp.edu.pe

Nota del Editor: El presente artículo fue recibido por el Consejo Ejecutivo de THĒMIS-Revista de Derecho el 13 de julio de 2023, y aceptado por el mismo el 02 de noviembre de 2023.

I. INTRODUCCIÓN

El punto de partida del presente trabajo es que la asistencia financiera es un tema debatido. En un principio, la discusión giró en torno a si era o no era un mecanismo prohibido. Esa postura, por lo que se señalará en el desarrollo, ya ha sido superada. Ahora lo relevante de este tema son las soluciones y las formas de regular dicho mecanismo. Surge la duda en el plano nacional con respecto al artículo 106[1] de la Ley 26887, Ley General de Sociedades (en adelante, LGS). El título de la norma es 'Prohibición de la asistencia financiera'. Por ende, vale la pena cuestionarse: ¿la asistencia financiera y los *leveraged buyouts* (en adelante, LBO) son métodos válidos y legales en el mercado a pesar de la existencia del artículo 106 de la LGS que prohíbe la asistencia financiera?

Las respuestas que se proponen son dos. En primer lugar, la asistencia financiera y los LBO se encuentran fuera de la prohibición del artículo 106 de la LGS que instituye los supuestos de asistencia financiera. Con respecto a este punto, queda bastante claro que la norma no prohíbe cualquier tipo de asistencia financiera. No señala que están prohibidos los cuatro supuestos y, además, cualquier otro tipo de asistencia financiera (algo que sí hace la norma española o el anteproyecto de reforma de la LGS peruana). Entonces, difícilmente se podrá decir que hay un fraude a la ley, cuando no hay una norma que se está buscando evadir con otros mecanismos legales, como la fusión.

En segundo lugar, la asistencia financiera y los LBO son legalmente válidos y generan un impacto positivo en el mercado. Son ventajosos para las sociedades en el mundo mercantil. Siguiendo la lógica de que las normas prohibitivas, no son extensivas y es muy discutible argumentar el fraude a la ley por la poca precisión normativa. Luego, partiendo de la realidad, dichos mecanismos brindan mayores oportunidades de negocio y favorecen a que la economía se mueva. Si este tipo de transacciones no fuesen ventajosas, el mercado las habría desterrado en el momento en el que causaran más costos que beneficios.

Habiendo dicho ello, ¿por qué investigar? ¿cuál es la relevancia? La asistencia financiera es un tema, por decirlo de alguna manera, 'nuevo' en el ámbito del derecho. No es lo mismo hablar sobre los actos *ultra vires* o la determinación del objeto social, que de mecanismos de financiamiento. Es una parcela pequeña dentro del derecho corporativo. Su desarrollo en el mundo tiene apenas 40 años. Lo que se tiene claro es que tuvo un incentivo inicial perverso, que luego fue censurado por el mismo mercado. En varios países ha sido aceptado como una forma más de financiamiento. Entonces, el debate gira mayoritariamente en cómo se debe regular y qué se debe proteger, más que debatir si se debe prohibir o no.

Al ser un debate vigente, y sobre todo que no hay mucho escrito en el ámbito local, es importante investigar porque se merecen aclarar algunos puntos que no son tomados en cuenta por los textos existentes. Además, los supuestos de asistencia financiera y LBO se dan en la realidad, por ese motivo, es necesario comprender el fenómeno, sus implicancias y su legalidad, debido a que no es un tema pacífico ni cerrado en la doctrina.

Con base en el desarrollo actual de la materia presentada en esta investigación y los problemas presentados con respecto a su regulación y las posibles soluciones, se buscan tres cosas principalmente. Primero, analizar las ideas y conclusiones a las cuales se han llegado, en el plano internacional y nacional, con respecto a la situación de la asistencia financiera en la actualidad.

En segundo lugar, sistematizar las posturas que se pueden encontrar en la literatura, mayormente internacional y en menor medida la local, para que las ideas sean más claras y el debate se torne hacia la regulación y sus deficiencias, y no tanto respecto de si debe estar prohibida la asistencia financiera o no. Por último, proponer, en concordancia con lo investigado, las soluciones razonables y plausibles que pueden ser tomadas en nuestro ordenamiento para tener una mayor seguridad con respecto a las operaciones de asistencia financiera.

El método a utilizar en este artículo es uno descriptivo-funcional. Se va a partir de los textos doctrinarios existentes y de sus posturas para elaborar y aportar ideas propias y ordenadas. Se hará una aproximación metodológica al fenómeno jurídico que será objeto de investigación, en nuestro caso la asistencia financiera y los LBO sobre la base del artículo 106 de la LGS.

Con un enfoque cualitativo, se realizarán entrevistas a reconocidos abogados de la práctica jurídica peruana para aclarar dos asuntos. El primero es que no hay una respuesta convincente de ciertos puntos por parte de las fuentes que se revisan.

[1] Artículo 106.- En ningún caso la sociedad puede otorgar préstamos o prestar garantías, con la garantía de sus propias acciones ni para la adquisición de éstas bajo responsabilidad del directorio (1997).

Sobre todo, no hay muchos artículos que hagan referencia a cómo es que estos negocios se plasman en la realidad. En segundo lugar, no hay una o algunas soluciones que den una idea clara de cómo es que se podría tratar a futuro el tema de la asistencia financiera.

II. ¿QUÉ ES LA ASISTENCIA FINANCIERA? EXPLICACIÓN, ORIGEN Y DESARROLLO

La asistencia financiera es un ejemplo fascinante de cómo se pueden financiar transacciones en el mercado. Es tan simple como lo siguiente: un tercero compra acciones, con deuda, a un accionista mayoritario y la deuda la acaba absorbiendo la empresa a la que le han comprado las acciones. Un extraño compra 'gratis' una parte de la compañía, normalmente el control de esta; un vendedor se lleva el dinero y es beneficiado; y un minoritario que se queda en una compañía con deuda que no gana nada. Se beneficia el que vende y el que compra con deuda a costa de la sociedad objetivo.

Partimos del concepto que proponen Escribens y Hernandez. La técnica más común y utilizada es hacerlo a través de una *leveraged buyouts* (LBO) o su traducción al castellano: compra apalancada. La idea central es que inversionistas y/o administradores de la sociedad adquirente constituyen un vehículo o Vehículo de Propósito Especial (en adelante, SPV) fuera del país con los fondos necesarios para adquirir la parte que quieren de la sociedad objetivo o *Target*. Luego, la SPV constituye una nueva compañía o *Newco* en el país de la *Target* con parte de los fondos de la SPV y con inversión en deuda por parte de los adquirientes. El siguiente paso es que la *Newco* adquiere las acciones del *Target*. Por último, se celebra un acuerdo por el que se fusiona la *Newco*, con la inversión en deuda, y el *Target*, volviéndose una única sociedad, en la que el pasivo se verá reflejado en las cuentas de la nueva sociedad (2007, p. 306). La *Target*, finalmente, acaba absorbiendo con sus recursos propios la deuda mediante la cual se realizó la compra.

Asimismo, Freddy Escobar ha desarrollado un concepto más actual que clarifica la idea:

> Las transacciones LBO emplean diversas estructuras. Una de las más conocidas requiere la realización de cuatro actos. Primero: el adquirente constituye una empresa (*shell company*) con el fin de que adquiera las Acciones de Control. Segundo: la *shell company* recibe un préstamo (de un banco o de un fondo) para el pago del precio de las Acciones de Control. Tercero: la *shell company* compra las Acciones de Control. Cuarto: el adquirente, que controla tanto a la *shell company* como al *target*, toma la decisión de que se fusionen. Producida la fusión, la *target* se convierte en deudor del préstamo (2019, p. 417).

A. Origen y desarrollo

Este mecanismo tan atractivo para financiarse tuvo sus inicios en la década de 1980 y fue originado principalmente en Estados Unidos. Silvestri desarrolla que este método de adquisición de compañías implicó tres grandes cambios en el gobierno corporativo: los incentivos de los administradores cambiaron, pues podían tener grandes inversiones en los *Target*; el alto nivel de apalancamiento disciplinó la gestión de las empresas; y los adquirentes podían monitorear y tomar parte en el gobierno de la empresa que estaban comprando. Sin embargo, la ola de bancarrotas que ocurrió en 1990 generó escepticismo con respecto al valor que podía proveer la asistencia financiera al mundo empresarial (2005, p. 106). No obstante, es de resaltar que en dicha época se utilizaba como una ventaja que favorecía a los 'capitalistas buitre'. El objetivo era ingresar con deuda al *Target* y vender todo para obtener el mayor beneficio posible, en el camino perjudicando a los minoritarios y acreedores, y declarando la bancarrota luego de despedazar la compañía.

Un ejemplo muy claro de la relevancia y consolidación en el mercado es la LBO de la que fue parte Nabisco. La gran empresa de alimentos, que tenía también incursiones en el negocio del tabaco, había quedado estancada porque las diversas estrategias pensadas para maximizar el valor de sus acciones no tenían éxito. Es por eso que uno de sus directores propuso que la única salida era que se dé una *leveraged buyouts*. Empezó una guerra de ofertas, que oscilaban entre el pago de 70 dólares por acción hasta el pago de USD 108 por acción. La guerra de ofertas era tan elevada, que sumar un dólar por acción en cada oferta implicaba que el costo de la operación incrementaba en USD 250 millones. Finalmente ganó la oferta mayor, por parte de un fondo de inversión. La operación rondaba los USD 35 billones, de los cuales Kohlberg, Kravis, Roberts & Co. (en adelante, KKR), el fondo de inversión especialista en LBO, solo llegó a pagar directamente el 10% de la transacción. Los casi USD 30 billones restantes fueron pagados con distintos tipos de deuda, que finalmente fueron garantizados con los activos de Nabisco y repagados con sus flujos de caja (López, 2004, pp. 247-250).

Luego de los incidentes que ocurrieron en sus inicios, parece que la tendencia del mercado hoy en día es volver a apostar por este modo de financiarse. Los fondos de inversión tienen esa menta-

lidad de negocio, comprar empresas con deuda y administrarlas porque les dan un buen beneficio, debido a que las compran con deuda; o también ingresan con asistencia financiera a los *Target* para mejorar el sistema de negocio y luego venderla para obtener beneficios. El esquema sigue siendo el mismo, pero el objetivo es hacer los negocios bien, no bajo la mentalidad del 'capitalismo buitre'. Y las LBO, por lo tanto, ayudan a que la economía se mueva.

Por poner un ejemplo, en Italia:

> El tamaño de estas transacciones es significativo. En 2003, el LBO de Seat Pagine Gialle, las páginas amarillas de Seat, alcanzó la cifra récord de valor de 5 650 millones de euros. En el mismo año, Italia fue incluido en el ranking de países líderes en Europa con respecto a inversiones de *private equity,* con un volumen de mercado del 14%. Entre el 2002 y 2003, hubo 41 *buy-outs* en Italia, con un incremento del 30% con respecto al año anterior y con 137% de incremento de volumen en dicho periodo (Silvestri, 2005, p. 106) [traducción libre][2].

Se tiene, entonces, que los LBO potencian la movilidad de capitales en los mercados. Permite distintos tipos de operaciones, y su finalidad es el crecimiento de las transacciones financieras. Siempre y cuando se tenga presente los intereses de las partes involucradas, no tendrá por qué ser algo peligroso. Ya se dejó atrás los mecanismos lesivos para lo que se utilizaba la asistencia financiera, y es una potencialidad para el mundo mercantil. Nada más hay que ver las cifras que se mencionan en el párrafo anterior.

B. Ventajas de las LBO

Freddy Escobar aporta a la discusión tres ventajas que tienen las LBO con respecto al gobierno corporativo. La primera es que las operaciones de asistencia financiera facilitan la competencia en el mercado de control corporativo. Se dice que hay actores que poseen las cualidades necesarias (tecnología, condiciones de negocio) para incrementar los beneficios que producen algunas compañías. Por dicha razón buscan hacerse con su control. Sin embargo, puede que dichos actores no puedan soportar el costo de una transacción para obtener el control de la *Target*.

Si es que la empresa objetivo facilita la adquisición mediante préstamos o garantías, estos actores podrán considerar adquirir las acciones, se generará mayor demanda, mayor competencia y las participaciones podrán ser adquiridas por quienes más valor le pueden dar. La segunda ventaja es que la misma administración de la *Target*, con el respaldo financiero del propio *Target*, contrarreste una operación de adquisición hostil. Es decir, los administradores presentarán una mejor oferta y así, incluso los accionistas de la *Target* se verán beneficiados. La tercera ventaja es que la *Target* puede subsistir, aun cuando los controladores decidan liquidarlo. Pueden otorgar préstamos o garantías a los administradores para que estos compren la participación de los controladores, protegiendo la existencia de la compañía, a los acreedores y a los minoritarios (2019, p. 418).

Desde un punto de vista económico, se puede señalar que si es que en la realidad se dan estas situaciones de financiamiento es porque hay una racionalidad detrás. El ser humano, al hacer negocio, se fija en los costos de transacción. Cuánto le cuesta hacer algo y cuánto beneficio le otorgará será algo determinante para tomar una decisión. A primera vista parece que la asistencia financiera es un buen incentivo: adquirir un negocio a precio cero y obtener beneficios. Sin embargo, las implicancias no son tan sencillas.

Según Williamson, no se puede decir simplemente que todas las transacciones son económicamente sostenibles o buenas. Este autor hace una aproximación con respecto a la eficiencia: el exceso de algo implica que no se está siendo eficiente, entonces si tengo exceso de liquidez, debería financiar dicha porción con deuda. También, defiende, que teoría solo una empresa con deuda baja podrá soportar una LBO, cuando en la realidad mucho dependerá de los activos que tenga y los ratios de endeudamiento que pueda soportar bajo su modelo de negocio. Señala, además, que las empresas prestamistas están dispuestas a otorgar financiamientos hasta del 85% del valor de la *Target*, dependiendo de las estrategias que tengan ellos con respecto a las garantías y al repago a mediano o largo plazo (Williamson, 1986).

La racionalidad del fenómeno es indudable. Partiendo desde el punto de vista económico, no hay

[2] Texto original:

The deal size of these transactions is also significant. In 2003, the LBO of Seat Pagine Gialle, the Italian directories company, reached the record-breaking value of €5.65 billion. In the same year, Italy ranked as one of the leading European private equity jurisdictions with a 14 per cent market share by volume. Between 2002 and 2003, there were forty-one buy-outs in Italy, with a conse- quent 30 per cent increase in the total number of deals with respect to the previous year and a staggering 137 per cent increase by volume over the same period.

nada que se haga sin una lógica detrás. Hay sinergias que se pueden obtener. Cuando hay un balance apropiado entre deuda y capital para las operaciones, provistas de estudios y variables adecuadas, se pueden ver sus ventajas en el día a día empresarial. Las grandes corporaciones no podrían existir sin distintos mecanismos, así como las que tienen poco capital pero buenas estructuras para ser eficientes y adquirir empresas con deuda de las empresas objetivo, para potenciarlas y obtener un rédito.

III. DISCUSIÓN DOCTRINARIA NACIONAL SOBRE LA ASISTENCIA FINANCIERA

Llevando la discusión al plano nacional, autores como Escobar, Forno, Payet, entre otros, han desarrollado la situación de la asistencia financiera. Se discute sobre su prohibición, sobre qué se debería proteger en este tipo de operaciones y sobre cómo se dan en la realidad las LBO. A raíz del artículo 106 de la LGS, que prohíbe la asistencia financiera, surge la discusión doctrinaria sobre las prohibiciones y las interpretaciones ante dicha regulación en el cuerpo normativo. Hay tres corrientes que se presentan: los que abogan por que la interpretación de una norma prohibitiva no se debe hacer extensiva, por lo que si no se encuentra dentro de la literalidad las LBO no se encuentran prohibidas; luego están otros autores que dicen que hay fraude a la ley, pues hacen una interpretación extensiva y consideran que usar mecanismos legales, como la fusión, es para escapar de la prohibición; y los que creen que se debe imputar la responsabilidad solo a los directores en caso de que la asistencia financiera perjudique al *Target* (sociedad objetivo).

La respuesta razonable parece unívoca. Siempre que los intereses de los minoritarios se vean protegidos, el perjuicio para los acreedores de la sociedad objetivo no sea de un grado considerable, la asistencia financiera debe proceder. Las soluciones son distintas: que no haya regulación, que la regulación que hay se interprete de una manera que permita supuestos de asistencia financiera pero que, según sus impactos, se prohíba o se permita, hacer una regla de responsabilidad tipo *indemnity* como propone Calabresi, entre otros. Entonces, hay bastos argumentos que permiten sostener que las LBO deben permitirse. No obstante, siguen existiendo posturas de prohibiciones absolutas.

Queda claro, del desarrollo mencionado anteriormente, que la gran mayoría de doctrina es extranjera. Dado su gran impacto en los negocios estadounidenses desde 1980 y su llegada a Europa al inicio del presente siglo, es donde más se ha estudiado. No obstante, el debate es vigente y actual. No termina de haber un consenso claro con respecto a la regulación. Son menos los argumentos que plantean una prohibición absoluta. Al fin y al cabo, si bien es cierto la asistencia financiera no es uno de los objetivos de las sociedades (no son bancos ni financieras), propician una dinámica en la economía al crear mayores oportunidades de adquisición por parte de los interesados en hacer negocios. Una corporación debería invertir una cantidad grande de dinero para adquirir una sola compañía, mientras que, si utiliza los LBO, podrá incurrir en más transacciones porque no necesita todo ese capital para hacer un único negocio, podrá hacer varios.

Hay dos ideas centrales que hay que resaltar. La primera es la que presenta Escobar, que concluye lo siguiente:

> Existe un extenso debate en la comunidad internacional sobre las consecuencias positivas y negativas de las Operaciones de Asistencia Financiera (OAF). Este debate alimenta una frondosa producción legislativa. Cada uno de los modelos existentes (modelo ex ante y modelo ex post) posee virtudes y defectos. No obstante ello, ambos funcionan razonablemente bien en sus respectivas jurisdicciones. El artículo 106 de la LGS parece haber sido concebido y redactado con absoluta abstracción de la experiencia internacional, algo ciertamente incomprensible. La modificación de este artículo es imprescindible […]. Existen diversas alternativas que el legislador puede considerar. El modelo de regulación *ex ante* parece ser el más completo y adecuado, en la medida en que protege a accionistas minoritarios y a acreedores no garantizados. Los requisitos de dicho modelo pueden, sin embargo, ser excesivos tanto en términos formales (contenido de los informes exigidos a los directores) como en términos sustanciales (súper mayorías). En todo caso la tarea de adoptar un modelo de regulación racional no parece especialmente compleja […] (2019, p. 435).

Lo que señala el autor es que hay dos tipos de modelos que pueden servir en el plano nacional para proteger y tutelar intereses para que la asistencia financiera proceda y no sea un mecanismo perjudicial. El modelo *ex ante*, bajo esa idea, es el que permite resguardar a los accionistas minoritarios (como por ejemplo otorgándoles derecho de separación, compensaciones por aceptar la operación) y a los acreedores no garantizados mediante la aseguración de su acreencia (como las deudas no tienen garantía, podrían ver perjudicado su crédito). La prohibición absoluta solo limita la movilidad y la manera de hacer negocios. El mundo empresarial se moviliza más rápido que el universo legal. Por ende, hay soluciones para que ambas facetas se encuentren en sintonía.

La segunda idea que señala Payet es que:

> Yo creo que se debería regular mejor. Lo que uno necesita al nivel de financiamiento de una adquisición es certeza respecto de lo que se puede y no hacer. Uno podría establecer algún tipo de regulación que filtre los casos donde se debiera o no dar la asistencia financiera. Los intereses a tutelar ahí son los del accionista minoritario que no participa en la venta y los del acreedor. Los del acreedor se tutelan como siempre, igual que una reducción de capital, lo que habría que ver es cómo tutelas el derecho del accionista minoritario porque no lo vas a proteger con un derecho de oposición judicial. Dicha manera es enviarlo por tiempo indeterminado al Poder Judicial. No funciona. Tendría que tener un mecanismo especial.
>
> Hay dos soluciones posibles. Por ejemplo, una regla como la de reducción de capital y en la que se pasa el procedimiento de oposición de acreedores o de oposición de accionistas minoritarios. También podría estar permitida la asistencia financiera, pero se tiene que compensar al minoritario, se debe garantizarlo. Es un problema complejo y yo creo que, al final, la solución debiera ser una de tipo contractual. En todo caso, si el interés minoritario es muy pequeño, no debería aceptarse que alguien que tiene 0.5% o 1% del capital, vaya a bloquear una operación de asistencia financiera. Sin embargo, alguien que tiene 10% la debería poder bloquear. Debería poder propiciarse que haya una revisión de la transacción. Debe recalcarse que no se está haciendo una operación de nivel simple, como que se esté cambiando de sitio la fábrica. Esta es una cuestión totalmente diferente (Tuesta, 2020).

Payet sostiene, con mucho criterio, una solución a favor de la asistencia financiera y los LBO. Sin embargo, también resalta el tema de la protección del accionista minoritario. Este no puede quedar en indefensión o a merced de los mayoritarios. Al final, no es una operación que sea parte del objeto social de la *Target*. Los accionistas mayoritarios se irán con dinero que al final será deuda asumida por la sociedad objetivo. Entonces, los intereses deben ser tutelados contractualmente, o mediante un tipo de mecanismo especial. No obstante, un número muy reducido, como señala Payet, no te puede frenar un mecanismo que moviliza la economía y el mercado. Eso sí, en temas transaccionales debe haber reglas claras.

Se vuelve interesante el estado de la cuestión en el Perú, pues tanto en el plano doctrinario como normativo, hay variados insumos para sostener una postura u otra. Personalmente, creo que es convincente señalar que, bajo la actual normativa, los LBO no se encuentran prohibidos, pero deben darse bajo ciertos parámetros (publicidad y oposición) y en condiciones de mercado.

Finalmente, cabe señalar que una mejor regulación dará mayor seguridad a los adquirentes y a los prestamistas, pero no necesariamente propiciará una mayor cantidad de operaciones. Si en el mercado existen estos mecanismos, el derecho debería moldearlos y no a la inversa: primero hay que ver qué funciona y luego mejorarlo.

IV. ANÁLISIS DEL ARTÍCULO 106 DE LA LGS Y ANTEPROYECTO DE LA LGS

Ferrero y Guarniz muestran que el esquema de compra apalancada vía fusión permite lo siguiente: (i) asegurar que la toma de decisiones se dé a través de los socios y no sean adoptadas por los administradores, puesto que los temas se ven en junta general de accionistas y no en directorios que generarían un problema de agencia; (ii) los accionistas minoritarios tienen protección; (iii) los acreedores tienen protección; (iv) si se cumplen los supuestos anteriores, se puede permitir la asistencia financiera; y (v) otorgar seguridad jurídica a los participantes. Si se analiza dicho esquema, los objetivos por los que se regula la asistencia financiera son cumplidos. Dado que la asistencia financiera produce sus efectos más claros en el momento de la fusión, los mecanismos propios de la fusión generan las garantías adecuadas para las partes involucradas (2015b, pp. 269-270).

En la opinión de Ferrero y Guarniz, la compra apalancada mediante la fusión funciona positivamente. Resulta balanceado para proteger los intereses de las partes que se encuentran involucradas en la transacción (2015b, pp. 269-270). A falta de una regulación de los LBO, la propia regulación existente sobre la fusión ayuda a defender los intereses de las partes en juego. Es por lo anterior que dichos autores se encuentran de acuerdo con que el mecanismo se utilice y que se encuentra permitido.

Forno Odría sostiene lo siguiente:

> Hemos llegado a la conclusión de que varias de sus estructuras principales no colisionan con la prohibición de asistencia financiera. Creemos que ello es positivo, pues el LBO es una figura que, como dijimos, ayuda a traer eficiencia al mercado y a la generación de valor (2017, p. 201).

Estos solo son un par de ejemplos que soportan la hipótesis presentada: las estructuras complejas como medio de asistencia financiera no se encuen-

tran prohibidas bajo el artículo 106 de la LGS y tienen un impacto positivo en el mercado.

Hoy en día nos encontramos en un mercado volátil y rápido, la inmediatez es un elemento de suma relevancia para los negocios. En dicho escenario, el Perú tiene una regulación en una de las aristas de las sociedades: la regulación/prohibición de la asistencia financiera. Esto es, evitar que una empresa asuma una deuda que no le correspondería naturalmente en una transacción. En el artículo 106 de la LGS se señalan 4 supuestos en los que se prohíbe la asistencia financiera.

A. Análisis del artículo 106 de la LGS

El punto central del desarrollo del trabajo se resume, pues en lo que prohíbe o no prohíbe el 106 artículo de la LGS: "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 estas bajo responsabilidad del directorio" (1997).

Entonces, se prohíbe:

a) Que la sociedad otorgue préstamos para la adquisición de sus propias acciones, la sociedad da un crédito para que compren sus propias acciones.

   Este escenario parece bastante claro. Una sociedad no puede otorgar un préstamo a un tercero para adquirir las acciones de la propia sociedad. Está dando parte de su capital a alguien que quizás no le llegue a devolver el dinero. Se busca proteger la integridad del capital y por ello se prohíbe.

b) Que la sociedad otorgue préstamos con la garantía de sus propias acciones, la sociedad da un préstamo y el prestatario le ofrece como garantía sus propias acciones.

   Se trata de evitar que la sociedad otorgue un préstamo y que este sea garantizado con sus propias acciones. Existe el riesgo de que la persona no pague y si se ejecuta la garantía la sociedad acabará teniendo acciones en autocartera, y su utilidad será nula. Puede llegar hasta tener que amortizarlas y habrá perdido parte de su capital al haber dado un préstamo garantizado con sus propias acciones.

c) Que la sociedad preste garantías para la adquisición de sus propias acciones, cuando la sociedad garantiza el préstamo de un tercero para la compra de sus propias acciones.

   También es la esencia de la asistencia financiera. Quiere decir que la sociedad no puede garantizar el préstamo de un tercero para que este adquiera sus propias acciones.

d) Que la sociedad preste garantías con la garantía de sus propias acciones.

Parece un error de redacción, ya que las garantías no se garantizan sino solo las obligaciones. En todo caso, se referirá a que una sociedad garantice una obligación dando en garantía para ello sus acciones. Cosa que tampoco será lógico por la integridad del capital, acabaría dando una garantía sin nada a cambio, con la posibilidad de perder parte de sus acciones ante un tercero.

Con base en lo desarrollado previamente, hay diversas razones que prohíben los supuestos anteriores. Proteger al socio minoritario con respecto a las actuaciones de los mayoritarios. Salvaguardar también la posición de los acreedores con respecto a los socios. Dadas las prohibiciones señaladas en la ley, quedan claros los supuestos regulados.

Freddy Escobar señala los dos principales costos que presentan las operaciones de asistencia financiera: perjuicios a los accionistas minoritarios y a los acreedores. Con respecto a los accionistas minoritarios, señala tres perjuicios principales. El primero es la pérdida de la opción de recibir dividendos. El segundo es el incremento de riesgo de la insolvencia. El tercero es el potencial peligro de expropiación patrimonial. Asimismo, por el lado de los acreedores, los potenciales perjuicios son dos. Uno es el incremento no retribuido del riesgo crediticio de la *Target*. El otro es que se incrementa el 'riesgo moral' en la relación entre la *Target* y sus acreedores (2019, pp. 418-421).

De acuerdo con Escobar, la pérdida de la opción de recibir dividendos se retrata de la siguiente manera:

> Si la *target* otorga un préstamo, los accionistas minoritarios dejan de tener la posibilidad de recibir, a título de dividendos, los fondos entregados al adquirente. Si la *target* otorga una garantía personal, su ratio deuda-capital se eleva. Si la *target* otorga una garantía real, su opción de ofrecer colaterales adicionales se reduce. En ambos supuestos sus costos de financiamiento se incrementan. El pago de mayores tasas por financiamientos reduce la posibilidad de que la *target* declare dividendos (2019, p. 419).

Es claro que, si la empresa objetivo va a acabar pagando de su caja la deuda que recibe a costa del LBO, u otorga garantías, entre otros, hay contra-

tos de por medio que prohibirán salidas de dinero que no sean para el pago de los créditos o venta de los activos hasta que se aseguren los repagos. Con lo anterior, va a ser imposible que los minoritarios, que no tienen interés en la operación, reciban dividendos.

En el mismo sentido, Escobar manifiesta que el incremento del riesgo de insolvencia se da:

> En caso que el mercado experimente retrocesos imprevistos, es razonable suponer que la *target* difícilmente resista los efectos de la disminución de ingresos, pues ha empleado sus flujos o sus activos, no para permitir la adquisición de activos productivos adicionales, sino para permitir la adquisición de las Acciones de Control. Sin flujo de caja ni activos productivos adicionales que generen ingresos, una contracción inesperada de la demanda probablemente ocasione que el monto de las deudas exigibles de la *target* sea superior al monto de los recursos líquidos de este último (2019, p. 419).

Es lógico suponer que el mercado pueda cambiar de un momento a otro. Lo hemos visto con la actual pandemia mundial. Cambios inesperados en el mercado que irrumpen con la expectativa de ingresos de una empresa. Lo que tenía planeado recibir y los beneficios que normalmente tiene, no los llega a conseguir. Entonces, al haber presupuestado que ello ayudaría a pagar la deuda, la liquidez se reduce y la deuda se mantiene o incrementa. Se pueden dar casos de bancarrota.

Por el lado del acreedor, se encuentra el incremento no retribuido del riesgo crediticio. Escobar sostiene lo siguiente:

> Tanto el otorgamiento de préstamos como la facilitación de garantías reducen la posibilidad de que los acreedores reciban el pago debido por la *target*. Cuando la *target* otorga un préstamo para la adquisición de las Acciones de Control surgen dos problemas potenciales: (i) el de reducción de patrimonio neto; y (ii) el de iliquidez (2019, p. 419).

La consecuencia de que la *Target* otorgue la asistencia financiera tiene un impacto directo en los acreedores. Si, por ejemplo, un banco otorgó un préstamo cuando la ratio de apalancamiento era de 1 a 1, es decir, por cada sol de capital hay un sol de deuda; si se da una operación de asistencia financiera, la ratio de apalancamiento puede cambiar de 2 a 1, y por cada sol de capital tener el doble de deuda. El riesgo crediticio habrá crecido y el acreedor habrá visto su posición perjudicada sin recibir nada a cambio.

Por el razonamiento anterior es que se desprende que hay una necesidad de regular las operaciones de asistencia financiera. La lógica debe ser que se deben permitir dichas formas de financiamiento siempre y cuando los beneficios superen a los costos. Hay distintas opciones de regulación: las que analizan la operación antes de que esta sucede y mida sus impactos y la que hace una revisión posterior de cómo es que se dio y qué es lo que no debe permitirse (Escobar, 2019, p. 423).

> Por ejemplo, la revisión ex ante, adoptada en Europa, requiere que las Operaciones de Asistencia Financiera (en adelante, OAF) sea aprobada con el voto favorable de los accionistas minoritarios. Debido a que últimos tienen un derecho legal de veto permanente y sin costo, es razonable anticipar que condicionarán la aprobación de la OAF al pago una prima, sin que sea relevante el efecto positivo que tenga la OAF per se. Por su parte, la revisión ex post, adoptada en los Estados Unidos de América, permite a los acreedores invalidar la OAF si, por ejemplo, ésta genera la insolvencia del *target* (Escobar, 2019, p. 423).

A raíz de los dos modelos de regulación surge la duda, acerca de qué modelo de regulación existe en Perú.

En nuestro país, se ha optado por un mecanismo *ex ante* contenido en la LGS y una herramienta *ex post* contenida en el Código Civil. Ambos escudos de seguridad protegen tanto a los accionistas minoritarios como a los acreedores. La defensa incluida en el Código se encuentra en su artículo 195, que permite impugnar los actos mediante los cuales el deudor disminuya su patrimonio y cause un perjuicio al acreedor. Si un *Target* otorga préstamos sin interés o con intereses, estaría disminuyendo su patrimonio. Si el acreedor demuestra perjuicio en su interés de cobro, ya sea porque genera imposibilidad en el pago de la deuda o dificulta su cobro, se opondría a la operación. Si se le da la razón, el acreedor le exigirá al adquirente los fondos recibidos de la *Target* (Escobar, 2019, p. 430). El mecanismo de la LGS es un análisis previo a la operación, se prohíben las cuatro formas de asistencia financiera tipificadas en el artículo 106 de la LGS. El debate gira en torno a cuál es la interpretación que se le debe dar.

Por su parte, Payet señala que la prohibición tiene dos niveles: el nivel textual o literal de la norma y la interpretación finalista. En la primera interpretación, esta se debe tomar como una prohibición restrictiva. Solo se prohíbe lo que se señala en la literalidad de la norma. En este escenario, los LBO no estarían prohibidos. Por el lado de la segunda

interpretación, la atención va a estar en qué es lo que busca proteger la norma, y por ello, qué es lo que prohíbe. Se estaría buscando aplicar analógicamente una prohibición. Ahí es donde se produce la tensión con respecto a la asistencia financiera. Señala también que en estos temas es en los que hay opinión, no hay una única respuesta (Tuesta, 2020).

En la industria financiera legal del M&A hay ya ciertas cosas que son aceptadas como estructuras que funcionan, en las que los bancos y los abogados se sienten cómodos. Los LBO son esas estructuras que ya son aceptadas. No obstante, hay operaciones que no pasan ni siquiera el estándar de la norma, están desaprobadas en su 100%. Por ejemplo, que la sociedad le dé un préstamo a una persona y él le da en garantía las acciones que está comprando. No se puede hacer, se encuentra directamente en la prohibición del artículo 106 de la LGS. Pero, por otro lado, hay supuestos que están completamente 'limpios'. Una persona compra acciones mediante un préstamo, le da al banco en garantía mobiliaria las acciones que está comprando, prenda los dividendos mediante un fideicomiso. Está comprando las acciones con deuda, pero sin la asistencia de la *Target*. Ello se encuentra completamente fuera de la prohibición. Entonces, la redacción de la norma es limitada para las zonas grises, las que no se encuentran en estos extremos (Tuesta, 2020).

García y Payet, ambos señalan, que en la práctica los términos de la transacción son negociados con los minoritarios de la *Target*. Esto se da para evitar impugnaciones posteriores. Mencionan que los LBO se deben dar en términos de transacciones *Arm's Length*, es decir, en condiciones de mercado, en las que se incluyan garantías y responsabilidades, indemnidades que beneficien a ambas partes. Esto se da cuando el LBO se hace para obtener el control de la compañía, quedando minoritarios en la *Target*. Por ejemplo, hay fondos de inversión que solo adquieren el 80% de la compañía, deben negociar con los minoritarios para que no haya afectaciones futuras en contra de ellos y no haya posibilidad de que la operación se vea perjudicada (Tuesta, 2020).

Si es que no se negocia con las partes involucradas, lo más probable es que se lleve al poder judicial y la transacción sea trabada. Se muestra que una parte crucial en la práctica corporativa es la negociación. Si ambas partes quedan satisfechas, no habrá conflicto a futuro.

Payet señala lo siguiente:

> Sí hay problemas con los legal opinions. Hay situaciones donde se elabora una estructura y el banco pide un legal opinion limpio de dicha transacción. Uno quiere poner sus carve outs normales y eso sí genera problemas a los bancos porque a ellos les preocupa que no haya seguridad. El banco está acostumbrado a materias claras: esto no se puede, esto sí se puede. La institución financiera viene de Estados Unidos, entonces estas zonas grises generan un poco de disrupción y de estrés en las operaciones (Tuesta, 2020).

Asimismo, García afirma que:

> Casos judicializados de este tipo no ha habido en Perú. El principal problema es al momento de emitir las opiniones porque, obviamente, el texto de la norma no es muy claro. Hay distintas opiniones de cuáles son las consecuencias de esta norma. Entonces sí, a veces, se genera un problema con los bancos (Tuesta, 2020).

Lo que genera la limitada redacción de la norma es que no haya una seguridad al 100% de que la operación esté libre de contingencias. Entonces, se debe ser muy cauteloso al momento de generar una estructura de asistencia financiera que sea válida.

Con respecto a la solución ante este problema hay tres posibilidades. La primera es aplicar una regla de propiedad. El minoritario puede vetar la operación y nunca se dará la asistencia financiera. Por eso lo que se hace es negociar para que lo anterior no suceda. Una segunda opción, que va de la mano con la anterior, es que la asistencia financiera se realice, por ejemplo, bajo los mismos mecanismos de una reducción de capital o de la fusión: con publicaciones, oposición, etc. La tercera tendencia es que se aplique una regla de responsabilidad como la que defiende Calabresi. No se prohíbe, no hay un veto previo a la transacción. Sin embargo, si se causa un perjuicio al *Target*, el adquirente será responsable por las pérdidas ante los minoritarios y los deberá indemnizar. Esta sería una *indemnity* que se puede incluir en la ley (Tuesta, 2020).

La conclusión es que los problemas surgen, no porque la asistencia financiera es un mal extraordinario o es un bien definitivo para el mercado, sino por la incertidumbre de lo que prohíbe o no la ley.

B. Análisis del anteproyecto de la LGS

El artículo 97 del anteproyecto de reforma de la LGS dice:

> 97.1. La sociedad no puede anticipar fondos, conceder préstamos, prestar garantías ni facilitar ningún tipo de asistencia financiera para la adquisición por otras personas de sus accio-

> nes o acciones o participaciones de su sociedad controladora. […]
>
> 97.2. La prohibición establecida en el numeral 97.1 no se aplica a las siguientes operaciones: […]
>
> b) Las operaciones aprobadas en junta general de accionistas por unanimidad de los accionistas participantes, siempre que se cuente con informe favorable aprobado por el directorio de la sociedad indicando expresamente que la operación no compromete la solvencia de la sociedad.
>
> c) Las operaciones aprobadas en junta general de accionistas con la mayoría necesaria para modificar el estatuto, en cuyo caso los accionistas que hayan votado a favor quedarán obligados solidariamente de pleno derecho a indemnizar a la sociedad por cualquier pérdida, desmedro o perjuicio patrimonial que sufra como consecuencia de la asistencia financiera prestada por la sociedad. La demanda puede ser interpuesta por la sociedad o, en representación de esta, por cualquier accionista que no haya votado a favor (MINJUS, 2018, p. 43).

La reforma, señala Payet, es un avance. En esta se incluye una regla de *indemnity*. Ello está bien, se está haciendo responsable al que votó a favor de cualquier riesgo o perjuicio que pueda ocurrir. Surge la duda de si se hace excesivamente responsable al accionista que vota a favor de otorgar la asistencia financiera. La respuesta es negativa. Estas operaciones son prácticamente *ultra vires*. No se está otorgando dinero para traer beneficios a la compañía. No es parte del giro de negocios de la sociedad. La *Target* no es un banco. Lo que está sucediendo en estas operaciones es que un tercero viene a la empresa, ingresa con deuda, se beneficia el mayoritario que vende, y la *Target* puede que tenga que hipotecar y ver sus beneficios mermados porque finalmente la asistencia financiera se otorga en beneficio del tercero. Entonces, la solución es que el favorecido, que es el mayoritario que vende y se está llevando todos los beneficios de la operación, porque se lleva el dinero, sea garante de los perjuicios ante los minoritarios (Tuesta, 2020). Se entiende que estas transacciones implican que un tercero, extraño y sin invitación, venga a comer de la torta, y encima gratis. Se sienta en la mesa del minoritario, sin haber puesto el dinero.

Payet asegura lo siguiente: "esto no es una operación de aumento de capital ni de reducción, la asistencia financiera se da en una venta. La compañía hipoteca sus activos para que salga el dinero de un banco y se la lleve uno de sus accionistas" (Tuesta, 2020).

Por último, señala García:

> Yo sí he escuchado a personas que dicen que no haya nada como el artículo 106. No sé hasta qué punto eso sea beneficioso ni cuántas operaciones más se darían. De hecho, hoy día se dan muchas operaciones de LBO con la norma como está, porque la gente la interpreta de una manera racional. En el caso de los minoritarios lo que hace el anteproyecto, probablemente de la manera menos costosa en términos de costos de transacción sea con este esquema de responsabilidad. Creo que justamente porque no hay legislación clara es que está la propuesta legislativa.
>
> Más bien hoy en día hay distintas interpretaciones y posturas sobre qué dice la norma y, a nivel de transacciones, esto complica. Cuando se hacen estas operaciones con bancos del extranjero que quieren una opinión legal, o es blanco o es negro, sobre todo cuando se elaboran los esquemas de garantías. Como sobre ello es que se hace el mecanismo de repago, tiene que estar bastante claro. Creo que la reforma en ese sentido va a ser positiva. No creo que porque haya esta reforma vaya a haber más o menos operaciones, lo que creo es que va a haber más claridad en las operaciones que ya se hacían (Tuesta, 2020).

Con todos los elementos sobre la mesa, se ha visto que hay distintas corrientes de interpretación sobre el artículo 106 de la LGS. Por un lado, la interpretación finalista aboga por prohibir todos los supuestos de asistencia financiera, estén tipificados o no, porque otras alternativas constarían como fraude a la ley. Los supuestos son cuatro, pero la finalidad de la norma es evitar todos los escenarios de asistencia financiera. Por ende, conseguir el financiamiento de la sociedad objetivo a través de las estructuras complejas estaría prohibido y hacerlo, aunque no esté textualmente prohibido, es fraude a la ley. Evitar el efecto de una norma utilizando otros mecanismos legales.

La otra interpretación es la restrictiva: se prohíben los 4 supuestos del artículo 106 de la LGS, pero no las estructuras complejas y la fusión. Entendido ello como que las prohibiciones normativas, restricciones, prohibiciones y limitaciones de derechos deben encontrarse tipificadas explícitamente. Por ende, lo que no está prohibido está permitido.

En la práctica, es complicado sustentar un fraude a la ley. Por ejemplo, en España y en el anteproyecto de reforma de la LGS peruana, se señala explícitamente que se prohíbe cualquier tipo de asistencia financiera. Sin embargo, en el actual fraseo del cuerpo normativo no existe dicha limitación. Por

ende, no sería del todo correcto afirmar que se utilizan otros mecanismos legales para evitar los efectos de una norma, pues esta no es prohibitiva de todos los supuestos de asistencia financiera. Lo que se da en la práctica es la negociación con los minoritarios en condiciones de mercado. Sí se garantiza la oposición y los derechos de los acreedores y minoritarios, respetando sus derechos, la prohibición carecería de sentido. ¿Por qué se va a prohibir algo si los posibles afectados aceptan los términos de la operación? También, la prohibición carece de sustento cuando el adquirente busca obtener el 100% de las acciones de la *Target*. Si no hay posibles minoritarios afectados, no tiene sentido la prohibición.

Inclusive, debería haber una atención mayor al mencionado anteproyecto. Este viene siendo discutido y se encuentra elaborado desde hace más de cuatro años. En vez de brindar claridad al asunto y ser aprobado, no se le da la importancia necesaria. Ello zanjaría mayores interrogantes. Como se ha señalado, hay veces que los inversores internacionales tienen dudas, pues legalmente no se les puede asegurar que sea un mecanismo que no vaya a ser observado, tal y como se encuentra regulado. Por mucho que las interpretaciones tengan un sentido permisivo, mientras no exista la claridad normativa que se desarrolla en este acápite, existirán problemas y dudas, tal y como ha venido sucediendo hasta ahora.

V. CONCLUSIONES

Luego de haber desarrollado los tres capítulos anteriores, se pueden concluir diversas premisas. En primer lugar, la asistencia financiera y los LBO se encuentran fuera de la prohibición del artículo 106 de la LGS que instituye los supuestos de asistencia financiera. Queda bastante claro que la norma no es prohibitiva de más supuestos de los que se señalan ahí. Los mecanismos complejos y los LBO se encuentran por fuera de la prohibición. No señala que están prohibidos los cuatro supuestos y, además, cualquier otro tipo de asistencia financiera (lo que si hace la norma española o el anteproyecto de reforma de la LGS peruana). Entonces, difícilmente se podrá decir que hay un fraude a la ley, cuando no hay una norma que se está buscando evadir con otros mecanismos legales, como la fusión.

En segundo lugar, la asistencia financiera y los LBO son legalmente válidas y generan un impacto positivo en el mercado. Son ventajosas para las sociedades en el mundo mercantil. Siguiendo la lógica de que las normas prohibitivas no son extensivas y que es muy discutible argumentar el fraude a la ley por la poca precisión normativa, la asistencia financiera y los LBO son legalmente válidas. Se ha podido ver como dichos mecanismos tiene asidero en el mercado, amplían la gama de posibilidades de negocio y la movilidad de capitales. Si este tipo de transacciones no fuesen ventajosas, el mercado las habría desterrado en el momento en el que causasen más costos que beneficios. Inclusive por un tiempo dejaron de utilizarse cuando su incentivo era perverso y era instrumentalizado para quebrar compañías y obtener beneficios por su liquidación. Eso fue eliminado.

Luego, la respuesta razonable apunta hacia una dirección en común: los intereses de los acreedores y los accionistas minoritarios de las *Target*. Siempre que los intereses de los minoritarios se vean protegidos, el perjuicio para los acreedores de la sociedad objetivo no sea de un grado considerable, la asistencia financiera debe proceder. Hay propuestas de mecanismos de revisión de este tipo de operaciones, que aseguren que sus derechos sean respetados. También, que exista un control posterior para verificar que sigan su curso, sin entorpecer el movimiento de capitales. Entonces, hay bastos argumentos que permiten sostener que las LBO deben permitirse.

La lógica sigue y demuestra que, si una corporación invierte una cantidad grande de dinero para adquirir una sola compañía, puede ver limitado su crecimiento. Por otro lado, al tener a su disposición los LBO, podrá incurrir en más transacciones porque no necesita todo ese capital para hacer un único negocio sino varios. Tanto es así que los casos no han sido judicializados y es una práctica común en el país. No obstante, al existir una regulación poco clara y difusa, dependiente de las interpretaciones, algunos inversores internacionales no se sienten seguros de utilizarla. Sobre todo, porque las opiniones legales no dan una respuesta unívoca, como la que sí se podría brindar con la solución del anteproyecto.

El anteproyecto es un buen comienzo para hacer responsables a los accionistas mayoritarios que votan a favor de los LBO. Por lo menos deja clara una regla para proteger otros intereses y no prohíbe este tipo de mecanismos. Es un paso adelante en la regulación nacional que puede traer beneficios ante la actual limitación de la normativa. Sin duda alguna, es una prioridad que se apruebe y se salga de la incertidumbre que genera el artículo 106.

Bajo la actual normativa los LBO no se encuentran prohibidos, pero deben darse bajo ciertos parámetros (publicidad y oposición) y en condiciones de mercado. Finalmente, señalar que una mejor regulación dará mayor seguridad a los adquirentes y a los prestamistas, pero no necesariamente pro-

piciará una mayor cantidad de operaciones. Si en el mercado existen estos mecanismos, el derecho debería moldearlos y no a la inversa: primero hay que ver qué funciona y luego mejorarlo.

Se puede concluir, finalmente, que la asistencia financiera y los LBO son mecanismos complejos, en los que hay bastante debate por los intereses que implica dicha operación. No es parte del giro de negocio de la empresa acabar con una deuda para ser adquirida por otra. Los beneficiados al final son los accionistas minoritarios, y quienes podrían verse perjudicados son los acreedores y los accionistas minoritarios de la sociedad objetivo. Es por ello que teniendo cuidado con su protección, puede salir adelante como se ha venido haciendo hasta ahora. A raíz de todo lo anterior es el título un extraño viene a comer a mi mesa. Una sociedad adquirente (el extraño) constituye un vehículo financiado con deuda, para comprar el control de una compañía objetivo (la mesa de los minoritarios) y fusionarse, para así dejarle la deuda a este *Target* (se sienta a comer), mientras que los accionistas mayoritarios que vendieron se llevan todo el beneficio monetario por dicha transacción.

Queda mucho por resolver aun con respecto a los mecanismos de asistencia financiera, pero se ha tratado de dar luces sobre lo anterior. La doctrina es bastante limitada y este es un aporte para poder entender mejor, en el plano nacional, cómo se puede proceder y como mejorar la interpretación con respecto a los *leveraged buyouts*. Habría que continuar investigando para complementar lo dicho hasta ahora. Finalmente, aunque no sea un tema nuevo y lleve 40 años desde su operatividad, en el Perú recién se ha discutido entrado el año 2007. Sin duda alguna, es algo bastante relevante e interesante y animaría a una mayor investigación y debate sobre el mismo.

BIBLIOGRAFÍA

Cervera, P. (2014). Asistencia financiera y problemas de agencia: reflexiones sobre LBO y MBO. *Estrategia Financiera*, (312), 27-31.

Escobar, F. (2019). La asistencia financiera bajo el artículo 106 de la Ley General de Sociedades. En M. Salazar Gallegos (coordinador), *Derecho Corporativo, Estudios en homenaje a la Facultad de Derecho PUCP en su centenario.* Facultad de Derecho PUCP, 415-439.

Ferrán, E. (2005). Simplification of European Company Law on Financial Assistance. *European Business Organization Law Review,* (6), 93-99.

Ferrero, G. & Guarniz, A. (2015a). Mesa Redonda: Reforma de la Ley General de Sociedades en el Perú. *THĒMIS-Revista de Derecho.* Lima, 2017, (72), 237-260.

(2015b). La Regulación de la asistencia financiera. *Ius et Veritas*, (50), 256-272.

Forno, H. (2017). *Asistencia financiera prohibida: análisis funcional del artículo 106 de la Ley General de Sociedades peruana* (tesis para optar por el título de Abogado). Pontificia Universidad Católica del Perú, Lima, Perú.

Hernández, J. & Escribens, J. (2007). Private equity y buyouts (MBO y LBO): Análisis de ciertas estructuras bajo el derecho societario y tributario peruano. *Derecho PUCP*, (60), 281-324.

López, E. (2004). Leveraged buyouts a la luz de la regulación societaria peruana sobre asistencia financiera prohibida. *Advocatus*, (10), 247-284.

Ministerio de Justicia y Derechos Humanos [MINJUS] (2018). Anteproyecto de la Ley General de Sociedades. https://www.gob.pe/institucion/minjus/informes-publicaciones/1941768-anteproyecto-de-la-ley-general-de-sociedades

Silvestri, M. (2005). The New Italian Law on Merger Leveraged Buy-Outs: A Law and Economics Perspective. *European Business Organization Law Review.* (6), 101-147.

Tuesta, A. (2020). Entrevista a José Antonio Payet y Giovanna García, 13 de julio de 2020.

Williamson, O. (1986). *Mergers, acquisitions and leveraged buyouts: An efficiency assessment*. Conference on the Economics of Corporate and Capital Markets Law. Harvard Law School, Cambridge, Estados Unidos.

LEGISLACIÓN, JURISPRUDENCIA Y OTROS DOCUMENTOS LEGALES

Ley 26887, Ley General de Sociedades, Diario Oficial *El Peruano*, 9 de diciembre de 1997 (Perú).

10.18800/themis.202302.006

GESTIONANDO EN ZONA DE INSOLVENCIA: DEBERES DEL DIRECTORIO ANTE SITUACIONES DE PÉRDIDAS

MANAGING IN THE ZONE OF INSOLVENCY: DUTIES OF THE BOARD OF DIRECTORS IN LOSS SITUATIONS

Paolo Robilliard D'Onofrio*
Estudio Echecopar

Luciana María Palomino Basurto**
Estudio Echecopar

The functions performed by the Board of Directors are delimited by the diligence and loyalty duties it maintains with the company. However, this delimitation is developed on the basis of the normal operation of the company in question. However, this delimitation structured based on regular business situations, leaving undefined duties that may be demanded during a situation of financial difficulties.

This article will explore how the behaviour of the Board of Directors should be when companies are in the 'zone of insolvency' considering the different economic scenarios that may arise in distress situations.

Keywords: Board of Directors; zone of insolvency; companies; insolvency proceedings; dissolution; irregular company; calling creditors; bankruptcy procedures.

Las funciones cumplidas por el Directorio de una sociedad se encuentran delimitadas por la diligencia y lealtad que este mantiene con la sociedad. Sin embargo, esta delimitación es generalmente desarrollada a partir de un funcionamiento normal de la sociedad en cuestión, dejando sin definir cuáles serían los deberes u obligaciones exigibles durante una situación de dificultad financiera.

Es por ello que el presente artículo explorará cuál debe ser el comportamiento del Directorio al encontrarse en la 'zona de insolvencia', partiendo de un análisis de los diferente deberes y obligaciones de los directores que se encuentran tipificados legalmente, y deteniéndose en los distintos posibles supuestos a generarse durante la 'zona de insolvencia'.

Palabras clave: Directorio; zona de insolvencia; sociedades; pérdidas; estados financieros; capital pagado; disolución; sociedad irregular; llamar a acreedores; procedimiento concursal.

* Abogado. Socio en Estudio Echecopar (Lima, Perú). Asociado a Baker & McKenzie International (Lima, Perú). Contacto: paolo.robilliard@bakermckenzie.com

** Abogada. Asociada en Estudio Echecopar (Lima, Perú). Asociada a Baker & McKenzie International (Lima, Perú). Contacto: luciana.palomino@bakermckenzie.com

Nota del Editor: El presente artículo fue recibido por el Consejo Ejecutivo de THĒMIS-Revista de Derecho el 19 de octubre de 2023, y aceptado por el mismo el 11 de noviembre de 2023.

I. INTRODUCCIÓN

Los alcances que deben tener la diligencia y lealtad de los directores (o administradores) de una sociedad son ampliamente discutidos, pero es poco lo que se ha dicho en nuestro medio en relación con la conducta esperada de ellos en contextos de dificultades financieras o económicas.

El concepto 'zona de insolvencia' es usado en el Derecho anglosajón para referirse a un momento en la vida de la empresa en el cual se aproxima o ya está en situación de insolvencia; y particularmente para referirse a las oportunidades en las cuales los deberes fiduciarios de los directores pueden requerir un nuevo enfoque.

Las fronteras de la zona de insolvencia no se pueden demarcar con total claridad, porque están vinculadas a criterios relativos y dependientes de cada empresa en particular. Estos criterios incluyen elementos más objetivos basados en la situación que se desprende de los estados financieros de la empresa, pero también elementos más relativos como su capacidad de generar flujos a futuro.

La ley peruana no tiene una definición de insolvencia, y con menor razón podríamos tener absoluta claridad sobre lo que sería la zona de insolvencia para nuestro ordenamiento. Sin embargo, el legislador sí ha previsto consecuencias para ciertos supuestos de hecho objetivos que presume parte de la ruta hacia la insolvencia, o evidencia que esta llegó.

Desde luego puede discutirse sobre los deberes de un Directorio que aprecia (o debiera apreciar) indicios de que la sociedad ha ingresado a zona de insolvencia, incluso si no se ha verificado alguno de los supuestos objetivos previstos en la Ley General de Sociedades (en adelante LGS), pero en este trabajo haremos particular mención a aquellos supuestos de hecho y a los deberes del Directorio vinculados a su ocurrencia.

En tiempos en los cuales los criterios ESG (*environmental, social and governance*, por sus siglas en inglés) vienen influyendo las decisiones de inversión, y por lo tanto el acceso de las empresas a financiamiento, la forma en la cual los órganos de administración se enfocan en los intereses a considerar en sus decisiones se vuelve particularmente relevante. Y en este contexto la zona de insolvencia conlleva particularidades interesantes, porque esa ruta hacia una imposibilidad de pagar las deudas pone en relieve la eventual necesidad de incorporar al análisis de lealtad y diligencia los intereses de los acreedores[1], y ya no solo los intereses de la sociedad y de sus accionistas.

II. ALGUNOS CONCEPTOS PREVIOS

A. Deberes de los directores

El deber de diligencia y el deber de lealtad se encuentran recogidos en el artículo 171 de la Ley General de Sociedades, cuando dispone que los directores deben desempeñar el cargo actuando con "la diligencia de un ordenado comerciante y de un representante leal".

El deber de lealtad impone a cada director el deber de actuar de manera independiente, en exclusivo interés de la compañía, sin favorecer intereses de determinados accionistas, propios o de terceros. El deber de diligencia, por su parte, se relaciona con cumplir su función con la dedicación y el profesionalismo propio de un conocedor del negocio. Se espera de un director que actúe adoptando decisiones sustentadas e informadas. Dado que los directores únicamente son responsables cuando actúan con dolo o negligencia grave[2], el estándar de conducta esperado de un director es aquel que se esperaría de cualquier director; o, dicho de otra forma, de la mayoría de aquellos 'ordenados comerciantes' (usando los términos de nuestra Ley) a los que normalmente se les encargaría la gestión de una sociedad.

En líneas generales estas consideraciones son las que se tienen en cuenta en condiciones de normalidad, cuando una sociedad es 'solvente', pero la jurisprudencia y la doctrina anglosajona reconocen que al ingresar a la llamada zona de insolvencia esos deberes fiduciarios cambian de enfoque:

---

1 Y habrá quienes incluso aboguen por la necesidad de incorporar también la necesidad de abogar por los intereses de otros *stakeholders* que se verían afectados por una eventual insolvencia, como serían los trabajadores, proveedores o clientes.

2 Y 'abuso de facultades', agrega el artículo 177 de la Ley General de Sociedades:

> Artículo 177.- Los directores responden, ilimitada y solidariamente, ante la sociedad, los accionistas y los terceros por los daños y perjuicios que causen por los acuerdos o actos contrarios a la ley, al estatuto o por los realizados con dolo, abuso de facultades o negligencia grave.
>
> Es responsabilidad del directorio el cumplimiento de los acuerdos de la junta general, salvo que ésta disponga algo distinto para determinados casos particulares.
>
> Los directores son asimismo solidariamente responsables con los directores que los hayan precedido por las irregularidades que éstos hubieran cometido si, conociéndolas, no las denunciaren por escrito a la junta general.

> En una sociedad solvente, los administradores tienen deberes fiduciarios para con la sociedad y sus accionistas. Cuando una empresa en dificultades financieras entra en la zona o las proximidades de la insolvencia, el número de partes a las que los directores deben sus deberes fiduciarios aumenta para incluir a los acreedores de la empresa. En consecuencia, los administradores de una sociedad en la zona de insolvencia deben equilibrar los intereses, a veces contrapuestos, de los accionistas y los acreedores, lo que aumenta el riesgo de responsabilidad personal de los administradores (Price, 2004) [traducción libre].

Es interesante recalcar que, desde una perspectiva del derecho norteamericano, los deberes fiduciarios de lealtad y diligencia se deben siempre a la propia empresa. Cuando una sociedad es solvente, se reconoce que los accionistas son los beneficiarios de esos deberes. Sin embargo, de acuerdo con determinados precedentes judiciales, cuando una sociedad se declara insolvente los acreedores se convierten en los beneficiarios de las obligaciones fiduciarias de los administradores y directivos (In re Sabine Oil & Gas Corp., 2016).

Por otro lado, la Corte Suprema del Reino Unido recientemente expidió una sentencia (BTI 2014 LLC [Appelant] v. Sequana S.A., 2022)[3] que ratificó el siguiente entendimiento: cuando una empresa es insolvente, el deber de los administradores de actuar de la manera que con mayor probabilidad promoverá el éxito de la compañía (de buena fe y de acuerdo a las normas aplicables) se ve alterado de forma inmediata y automática: los administradores deben tratar los intereses de los acreedores con prioridad a los intereses de los accionistas.

Asimismo, se concluyó por mayoría que la 'obligación de considerar o actuar en interés de los acreedores' nacería en el momento en que los administradores sabían, o debían haber sabido, que la empresa era insolvente (o era probable que lo fuera)[4].

A nivel nacional, este espíritu lo podemos identificar en determinadas normas que buscan anticiparse a la situación de crisis o afrontarla, poniendo en cabeza del Directorio una serie específica de obligaciones. Estas pretenden "salvaguardar la integridad del capital social como garantía común de los acreedores de la sociedad. […] el fin último de la norma es **proteger los intereses de los acreedores**" (Ezcurra, 2006, p. 165) [el énfasis es nuestro].

B. Responsabilidad de los directores

El artículo 177 de la Ley General de Sociedades establece los supuestos en los que los directores asumen responsabilidad personal, solidaria e ilimitada[5]. Como no podría ser de otra manera por tratarse de un órgano a cargo de la gestión y de la representación legal de una sociedad, la eventual responsabilidad del Directorio se extiende también a aquellas omisiones de actuación que generan daños (incluyendo a terceros).

Lo anterior es particularmente claro cuando se trata de obligaciones de actuación expresamente previstas en las normas, por lo que no quedan dudas de que los directores podrán resultar responsables por no observar una determinada conducta que la ley les manda realizar, si al no hacerlo generan un daño[6].

En el presente trabajo haremos referencia justamente a obligaciones de actuación específicamente impuestas a los directores en casos relacionados con lo que hemos venido llamando la zona de insolvencia.

Si bien, como en todo supuesto de responsabilidad civil, será necesario verificar el cumplimiento de los diferentes elementos que la configuran (imputabilidad, antijuridicidad, factor de atribución, nexo causal y daño), al tratarse de conductas expresamente exigidas ante la ocurrencia de determinados supuestos de hecho, por lo general no será difícil identificar el factor de atribución a título de dolo o culpa grave (intención de no cumplir

[3] Véase a Baker & McKenzie (02 de noviembre de 2022).

[4] Dicho tribunal abordó el contenido de este deber hacia los acreedores. Este desarrolló que, en primer lugar, cuando la compañía es insolvente o está 'bordeando' la insolvencia –pero es aún evitable la misma– los Directores deben balancear los intereses de los acreedores con los intereses de los accionistas (en este punto el 'riesgo real de insolvencia futura' aún no sería suficiente para gatillar este deber hacia los acreedores). Sin embargo, en segundo lugar, señaló que, cuando la insolvencia es inevitable, el interés colectivo de los acreedores se convierte en primordiales.

[5] Estos son (i) la toma de acuerdos o realización de actos contrarios a la ley o al estatuto (siempre que no hubiesen dejado constancia de su disconformidad); (ii) la toma de acuerdos o realización de actos con dolo, abuso de facultades o negligencia grave; y (iii) el incumplimiento de los acuerdos de la Junta General de Accionistas. Adicionalmente, el artículo 180 de la propia Ley General de Sociedades regula la responsabilidad de los directores en los casos de adopción de acuerdos cuando existe conflicto de interés (entre el director y la sociedad).

[6] Debe anotarse que, siendo que no existe responsabilidad sin daño, para que se configure un supuesto de responsabilidad es un requisito indispensable que se ocasione daños o perjuicios a la sociedad, los accionistas o terceros: "En el ilícito civil la presencia del daño es constitutiva de la responsabilidad. Hay ilícito civil en tanto se perjudique los intereses de otro" (Avendaño Valdez & Avendaño Cisneros, 1995, p. 26).

el mandato legal, o negligencia grave al omitir la conducta expresamente prevista); y el análisis de antijuridicidad se dará por superado rápidamente al tratarse de conductas (u omisiones) tipificadas.

C. Patrimonio social, patrimonio neto y capital social

Siguiendo a la doctrina nacional, podemos afirmar que, cuando se hace referencia a patrimonio social, "[…] nos estamos refiriendo al patrimonio de una sociedad; es decir, al conjunto de todos sus activos y pasivos que varían constantemente en toda la vida de una sociedad" (Hundskopf Exebio, 2001, p. 48). Es ese el patrimonio que, conforme al artículo 31 de la Ley General de Sociedades, responde por las obligaciones de la sociedad.

Por otro lado, el patrimonio neto es un concepto contable que representa la "parte residual de los activos de la entidad una vez deducidos los pasivos", (Plan Contable General Empresarial [PCGE], 2019, p. 13) donde se registran (i) los aportes efectuados por los socios; (ii) los resultados (utilidades o pérdidas) generados por la entidad; y (iii) las actualizaciones de valor (PCGE, 2019, p. 148).

Sin embargo, el patrimonio neto puede también ser entendido desde otra perspectiva más cercana a los efectos jurídicos que se le reconocen:

> No podemos pretender que la contabilidad sea perfecta y pueda predecir las condiciones del mercado, pero en principio el patrimonio neto representaría (o buscaría representar) el valor que seguiría teniendo la persona jurídica luego de su liquidación, pues esta justamente consistiría en vender los activos para generar dinero y con él pagar los pasivos (sin perjuicio de la posibilidad de emplear otros mecanismos para la extinción de obligaciones).
>
> […]
>
> Los aportes de los socios, los resultados obtenidos por la sociedad y las variaciones de valor que pudieran ocurrir en los activos o pasivos, pueden dar lugar a registros o movimientos en diferentes cuentas contables del patrimonio neto, pero tienen en común que representan valor aportado por los socios o generado con sus aportes. En otras palabras, en un contexto lucrativo el patrimonio neto representa aquel valor al cual los socios podrán tener derecho (sea por devolución de aportes, o por un rendimiento favorable de su inversión) (Robilliard D'Onofrio, 2021, p. 812-813).

Considerando esa doble forma de concebir el patrimonio neto, un patrimonio neto negativo por un lado evidenciará (aunque siempre reconociendo la relatividad de los valores contables) que los activos son insuficientes para pagar los pasivos, incluso si la sociedad se liquidara; y por otro lado significa que los socios habrían perdido la inversión que realizaron, cuando en un contexto lucrativo que esperaba precisamente lo contrario (y, como veremos, la Ley General de Sociedades [LGS] no es ajena a esa expectativa).

Nuestra norma societaria recoge el término patrimonio neto en distintos artículos, particularmente para hacer referencia a su relación con la cifra del capital social, poniendo en evidencia que se le reconoce al capital una función de garantía de la solvencia de la sociedad, y al patrimonio neto la utilidad de mostrar si esa solvencia se ha fortalecido o por el contrario viene siendo comprometida.

Así, por ejemplo, la Ley General de Sociedades regula la inexigibilidad de publicación para implementar un acuerdo de reducción de capital cuando se busque restablecer el equilibrio entre este y el patrimonio neto (artículo 218 de la LGS); establece entre las reglas de distribución de utilidades que solo puede pagarse dividendos si el patrimonio neto no es inferior al capital pagado (artículo 230 de la LGS); y, como veremos más adelante, recurre también al patrimonio neto para establecer los supuestos de hecho basados en pérdidas que requieren la actuación del Directorio.

El capital social, por su parte, representa los aportes efectuados por los socios, los mismos que quedan comprometidos en una cuenta contable que no es de libre disponibilidad. Los socios únicamente pueden acceder a esos recursos tras la liquidación de la sociedad (si esta logra cubrir sus pasivos), o siguiendo un proceso formal de reducción de capital por devolución de aportes (que conlleva el reconocimiento de un derecho de oposición de los acreedores).

Los acreedores, por su lado, tienen acceso al monto del capital social a través de la información que obra en los Registros Públicos y les permite tener una idea (tangible, pero muy limitada) de la solvencia de la sociedad. El capital cumple una función de garantía que la Ley General de Sociedades busca proteger, pues es un ideal del legislador que el patrimonio neto de las sociedades al menos conserve íntegro el capital, además de una reserva legal si la sociedad ha generado utilidades.

Es en base a ello que nuestra Ley recoge una serie de principios, normas y reglas que buscan mantener la integridad del capital (es decir, que la cifra declarada coincida o al menos se acerque a lo que realmente conserva la sociedad como un exceden-

te a favor de los socios que no es de libre disposición). Lo que precisamente se busca es que la sociedad mantenga un patrimonio neto (activos menos pasivos) en un importe que sea igual o mayor al capital social[7]. En otras palabras, lo que la Ley General de Sociedades busca (de diferentes maneras) es que las sociedades orienten su actuación hacia un escenario en el cual no solo sean capaces de pagar sus deudas (patrimonio neto positivo), sino además mantengan un excedente al menos equivalente al monto de su capital social (equilibrio entre el capital y el patrimonio neto).

D. ¿Capital o capital pagado?

Según veremos más adelante, en ocasiones la Ley General de Sociedades hace referencia al capital de las sociedades, y en otras a su capital pagado; incluyendo en lo relativo a los escenarios de pérdidas que han sido materia de una tipificación específica.

Desde una perspectiva legal no es difícil entender la diferencia, pues la Ley reconoce que las acciones pueden ser suscritas (y quedar emitidas) pagándose al menos el 25% de su valor (artículo 84 de la LGS), y establece reglas sobre el pago del saldo pendiente (dividendos pasivos) –artículo 78 de la LGS– y las herramientas con las que cuenta la sociedad para cobrarlo (artículos 79, 80 y 81 de la LGS). Además, queda claro en la Ley General de Sociedades que el estatuto de la sociedad debe indicar el monto del valor nominal pagado por cada acción suscrita (artículo 55 de la LGS). Por lo tanto, el capital social y el capital pagado pueden ser determinados sin dificultad a partir de los acuerdos societarios y, siendo el estatuto un acto inscribible, a través de los Registros Públicos (si la sociedad tiene sus inscripciones al día) será posible identificar no solo la cifra total del capital, sino además el capital pagado (es decir, la porción del valor nominal de las acciones que ya ha sido pagada).

Ahora bien, bajo nuestra legislación las situaciones de pérdidas se evalúan en función a un concepto contable que es el patrimonio neto. En el plano contable las suscripciones por cobrar a socios (dividendos pasivos) se registran en el activo como cuenta por cobrar a los socios, y en el patrimonio neto como capital adicional (de forma transitoria, hasta que la deuda sea pagada y con ello se incremente la cuenta capital). Por lo tanto, cuando se trate de sociedades con dividendos pasivos, aquello que la Ley General de Sociedades llama 'capital pagado' en principio coincidirá (o debería coincidir) con el monto registrado contablemente en la cuenta capital, y más bien para determinar lo que la Ley llama 'capital' habrá que sumar a ese monto el de los dividendos pasivos que estén registrados en la cuenta capital adicional.

Utilizar como referente el capital pagado implica hacer más difícil que se verifique un desbalance patrimonial. Así, por ejemplo, si una sociedad tiene un capital de S/ 150, respecto del cual solo se ha pagado S/ 50 del valor nominal de las acciones emitidas, y se han generado resultados negativos (pérdidas) por S/ 100; tendríamos que las pérdidas habrían llevado el patrimonio neto (S/ 50) a un tercio del capital (o, dicho de otro modo, a que se haya perdido el 66.66% del capital), pero solo a la mitad del capital pagado (o a que se haya perdido el 50% del capital pagado).

La intención de la Ley General de Sociedades al usar como punto de referencia el capital pagado sería que solo se considere en la comparación la inversión efectivamente realizada por los accionistas, y que además es publicitada a terceros porque la situación de pago del capital debe constar en el estatuto. De esta forma, el resultado de comparar el capital pagado con el patrimonio neto permite verificar cuánto del valor ya invertido por los accionistas se ha perdido, más allá de que los accionistas hayan comprometido aportes adicionales que todavía no pagan.

Veremos más adelante que, en lo que se refiere a escenarios de pérdidas, la Ley General de Sociedades usa las nociones de 'pérdida del capital' y de 'disminución del capital' para referirse a un patrimonio neto que resulta menor al capital. Si bien en estos casos no se menciona expresamente que se trata de capital pagado, somos de la opinión de que igualmente es a ello que se refiere la Ley (es decir, a que debe compararse el patrimonio neto con el capital pagado –o la cuenta contable capital–). Por un lado, porque no encontramos razones por las cuales el criterio de comparación deba ser distinto en uno u otro escenario de consecuencias legales derivadas de pérdidas, y en segundo lugar, porque no tendría sentido entender que se ha 'perdido' o 'disminuido' una inversión que no se ha hecho.

[7] Villota Cerna reconoce que en realidad la preservación de un patrimonio neto es lo que cumple una función de garantía a favor de los acreedores, y el capital social vendría a ser un parámetro o referencia para determinar el grado de preservación del margen mínimo del patrimonio neto. Coincidimos en que la mejor referencia para apreciar la situación económica de la sociedad es comparar la cifra del capital social con su patrimonio neto, pues el capital social es una cifra muy estática y un análisis aislado de la cifra del capital social no muestra de modo alguno la verdadera situación patrimonial ni la capacidad de una sociedad para afrontar sus obligaciones (2004).

Como mencionamos, lo anterior implica que (en sociedades con dividendos pasivos) sea más difícil alcanzar un escenario de pérdidas relevantes para la Ley, pero al mismo tiempo hay que reconocer que, para revertir uno de los supuestos tipificados a través de un aumento de capital, será necesario aumentar el capital pagado (es decir, pagar efectivamente aportes) y no únicamente el capital. Un aumento de capital con pago parcial del valor nominal (como lo permite la ley) podría no ser suficiente para revertir un escenario de pérdidas.

E. El Directorio y la información financiera de la sociedad

La Ley General de Sociedades es clara al señalar que es el Directorio quien formula anualmente los estados financieros de la sociedad (artículo 221 de la LGS)[8], y le impone el deber de que estos, conjuntamente con la memoria anual, reflejen con claridad y precisión la situación económica y financiera de la sociedad, el estado de sus negocios y los resultados del último ejercicio anual.

Sin embargo, en ese rol anual no termina el contacto del Directorio con la información financiera de la sociedad, y ello suele ser bastante claro en la práctica comercial.

En efecto, de acuerdo con la propia Ley General de Sociedades es responsabilidad de la gerencia la existencia, regularidad y veracidad de los sistemas de contabilidad (artículo 190 de la LGS), pero es el Directorio el órgano a cargo de la administración de la sociedad (artículo 152 de la LGS), y para ello cada director debe ser informado por la gerencia de todo lo relacionado con su marcha (artículo 173 de la LGS).

La Ley General de Sociedades únicamente prevé la formulación de estados financieros intermedios (es decir, no cerrados al 31 de diciembre de un ejercicio anual, sino a otra fecha) para efectos del pago de dividendos a cuenta (artículo 40 de la LGS), o con ocasión de los 'balances' que deben aprobarse en el marco de procesos de reorganización societaria (transformación, fusión y escisión). Sin embargo, es un hecho que el Directorio puede formular (aprobar formalmente) o conocer estados financieros intermedios elaborados por la administración de la sociedad[9], o por lo menos acceder a información que permita prever la situación de los activos y pasivos de la sociedad en diversos momentos del año. Es sobre la base de este conocimiento que el Directorio tiene o debería tener que la Ley General de Sociedades le impone las obligaciones que serán materia de análisis más adelante.

Ahora bien, creemos importante diferenciar las obligaciones vinculadas a una necesidad de reacción ante determinadas situaciones que pueden conocerse o presumirse en cualquier momento del año, considerando las funciones antes descritas que cumple el Directorio; de aquellas otras obligaciones que son consecuencia de los resultados del ejercicio anual y derivan del proceso formal de revisión de la gestión social que año a año debe realizarse.

La Ley General de Sociedades utiliza el término 'ejercicio' para referirse al periodo anual que, en el caso peruano, coincide con el año calendario. Así, el artículo 57 de la Ley del Impuesto a la Renta (Decreto Legislativo 774) y del TUO de la Ley del Impuesto a la Renta (Decreto Supremo 179-2004-EF) señala que "[…] el ejercicio gravable comienza el 1 de enero de cada año y finaliza el 31 de diciembre, debiendo coincidir en todos los casos el ejercicio comercial con el ejercicio gravable, sin excepción" (Artículo 57 de la Ley del Impuesto a la Renta).

Este periodo anual (ejercicio) es de vital importancia para reconocer diversos efectos legales previstos en la Ley General de Sociedades. En particular, son los resultados del ejercicio los que se consideran año a año para evaluar la gestión social a cargo del Directorio (artículos 114 y 221 de la LGS), y es recién luego de la evaluación de su último ejercicio que termina el periodo de funciones de cada Directorio (artículo 163 de la LGS). Además, es con el cierre de un ejercicio anual que se determinan los resultados que se compensan con pérdidas o utilidades de ejercicios anteriores (artículos 229 de la LGS), y se determinan las utilidades distribuibles (artículo 114 de la LGS; incluyendo el eventual dividendo obligatorio que se encuentra regulado en el artículo 231 de la LGS) y el monto del 'ahorro obligatorio' que deberá conformar la reserva legal (artículo 229 de la LGS).

---

8 Y, de acuerdo con la Cuarta Disposición Final de la Ley General de Sociedades, para efectos de esta norma se entiende por estados financieros tanto al balance general (hoy conocido como estado de situación financiera) como al estado de ganancias y pérdidas (hoy conocido como estado de resultados).

9 Joaquín Rodríguez Rodríguez, citado por Elías Laroza, opina que

> [...] **en cualquier momento**, los administradores de una sociedad pueden decidir la formación de un balance especial con vistas a la determinación de su situación patrimonial actual, y aún diríamos que ello es una exigencia de elemental prudencia cuando la sociedad haya pasado por contingencias extraordinarias" (Elías Laroza, 2015, p. 536) [el énfasis es nuestro].

Es por ello que, en nuestra opinión, por regla general los efectos legales de la situación financiera o económica de una sociedad deben ser reconocidos sobre la base de estados financieros anuales. Esto es además coherente con la realidad comercial, pues a lo largo de un ejercicio anual las sociedades pueden tener altos y bajos en su generación de ingresos, y la predictibilidad de una medición anual les permite estructurar sus operaciones de una manera que les permita afrontar adecuadamente las consecuencias legales de los resultados del ejercicio (como sería la posibilidad de distribuir utilidades o evitar caer en disolución).

Sin perjuicio de ello, y como quedará claro más adelante, esto en nada impide que, atendiendo a otros bienes jurídicos tutelados, la ley pueda establecer consecuencias legales también ante situaciones financieras no verificadas en estados financieros anuales.

III. SUPUESTOS DE HECHO OBJETIVOS EN LA ZONA DE INSOLVENCIA: CONSECUENCIAS LEGALES DE LAS SITUACIONES DE PÉRDIDAS

Moya Ballester enseña que, a nivel de Derecho comparado, históricamente se han distinguido dos modelos de regulación que presentan características de reacción distintas ante las pérdidas 'calificadas': el modelo germánico y el francés.

> El tratamiento que tradicionalmente se ha dado en el derecho comparado a las pérdidas cualificadas no ha sido homogéneo, pues existen dos bloques de ordenamientos claramente diferenciados. […]. En el **modelo francés o modelo de reacción**, las pérdidas cualificadas se consideran causa de disolución de la sociedad[10]. Por ello, en caso de que la sociedad sufra pérdidas graves o cualificadas, los administradores tendrán la obligación de convocar a una junta general con el objeto de que ésta acuerde la disolución de la sociedad o alguna medida alternativa que enerve la causa de disolución. Por el contrario, en el **sistema alemán o sistema de información**, que impone consecuencias menos gravosas en caso de pérdidas, se obliga a los administradores de la sociedad que sufra pérdidas cualificadas a convocar una junta general con el objeto de informar sobre la situación patrimonial de la sociedad (Moya Ballester, 2010, p. 38) [el énfasis es nuestro].

Así, a decir de Fernández & Villota Cerna, para el modelo germánico la disminución del patrimonio neto por debajo del monto del capital solo acarrea la obligación del Directorio de convocar a Junta, mientras el modelo francés además obliga a tomar medidas específicas que superen esa situación (sea reduciendo o aumentando el capital social; o decidiendo por la disolución de la sociedad) (Fernández Fernández & Villota Cerna, 2005, p. 341).

De acuerdo con los referidos autores, en el Perú se ha seguido una orientación del tipo 'francés', pues la norma societaria regula la **reacción** que debe tener la sociedad ante las pérdidas.

Si bien, como veremos, la Ley General de Sociedades en efecto regula las reacciones que debe tener el Directorio ante determinados supuestos de pérdidas, no deja de ser cierto que este órgano tiene deberes generales de diligencia y lealtad que le exigirían no solo reaccionar ante situaciones ya existentes, sino además actuar de forma preventiva ante situaciones que se vean venir.

Coincidimos con O. Hundskopf y H. Montoya en que las disposiciones que regulan la actuación del Directorio ante situaciones de pérdidas suponen parte de "las obligaciones más importantes que asumen los Directores de una sociedad anónima, ya que están directamente relacionadas con la situación económica y financiera de la sociedad y tienen que ver con su continuidad y supervivencia" (Hundskopf & Montoya, 2003, p. 608).

Cabe precisar que la doctrina reconoce a este tipo de reglas de conducta como 'medidas preventivas o pre-concursales', pues pretenden sanear la situación patrimonial y evitar que el riesgo de la insolvencia definitiva de la sociedad se traslade a los acreedores (Fernández Fernández & Villota Cerna, 2005)[11].

A continuación, describiremos los escenarios de pérdidas que la Ley General de Sociedades ha previsto de manera expresa, a efectos de atribuirle al Directorio una determinada obligación de actuación. No obstante, antes de ello debemos precisar que, aun cuando en algunos de los supuestos las normas hacen expresa referencia a las pérdidas como la causa del desbalance sujeto a determinada consecuencia (segundo y tercer es-

[10] Asimismo, dicho autor agrega que, al igual que ocurre en el resto de ordenamientos, en el Derecho francés la disolución por concurrencia de pérdidas graves constituye una norma de derecho imperativo que no puede ser modificada estatutariamente. Asimismo, cabe notar que para el derecho francés, las pérdidas 'cualificadas' se producen cuando los capitales propios de la sociedad quedan reducidos a una cifra inferior a la mitad del capital nominal del Estatuto.

[11] El autor señala que la función pre concursal de la pérdida del capital social procede de la doctrina alemana. Asimismo, sugiere revisar.

cenarios), en nuestra opinión en todos los casos los supuestos de hecho comprenden (y las consecuencias jurídicas aplican a) cualquier escenario de disminución del patrimonio neto a los niveles tipificados, aunque pueda no atribuirse a pérdidas (o, con mayor razón, a pérdidas provenientes del estado de resultados).

En efecto, en nuestra opinión todos los escenarios que describiremos a continuación tienen en común el ser hitos en el camino hacia la insuficiencia de activos para cubrir los pasivos (o fases de lo que hemos venido llamando zona de insolvencia), y por lo tanto la reacción esperada por el legislador, del Directorio y de la Junta General de Accionistas, no tendría por qué limitarse a los casos en los cuales los problemas puedan ser atribuidos a causas ajenas a la capacidad de la sociedad para generar utilidades. Ciertamente las causas serán relevantes para el análisis que deberá realizar el Directorio en relación con el tipo de respuesta esperada (no es lo mismo una sostenida incapacidad de generar ganancias, que un ajuste contable derivado de algún evento no previsto), pero ello no impedirá que la obligación de reacción no se gatille.

A. Primer escenario: pérdidas que en cualquier momento afecten la mitad o más del capital

Este primer supuesto se encuentra regulado en el primer párrafo del artículo 176 de la Ley General de Sociedades de la siguiente manera:

> Si al formular los estados financieros correspondientes al ejercicio o a un período menor se aprecia **la pérdida de la mitad o más del capital, o si debiera presumirse la pérdida**, el directorio debe convocar **de inmediato** a la junta general para informarla de la situación […] (1997) [el énfasis es nuestro].

Como es sabido, el capital social es una cuenta contable que solo se incrementa (acredita) o reduce (debita) previo cumplimiento de las formalidades requeridas por ley para el aumento o reducción de capital[12]. Por lo tanto, una sociedad puede haber sufrido pérdidas considerables que reducen su patrimonio neto a una cifra inferior al capital social (lo aportado por los socios), y aun así el capital seguirá siendo el mismo hasta que no se adopten los acuerdos societarios correspondientes y se sigan las formalidades requeridas.

Por lo tanto, la noción de 'pérdida del capital' a la que hace referencia el citado artículo debe ser entendida en el sentido que las pérdidas hayan reducido el patrimonio neto a una cifra inferior al capital (es ahí que el capital se empezaría a 'perder'), y en particular el supuesto de hecho se verificaría cuando las pérdidas hayan llegado a afectar el 50% del capital. De acuerdo con lo explicado en la sección D, consideramos que en realidad debe considerarse el capital pagado, pero la distinción solo será relevante en el caso de sociedades con dividendos pasivos (aportes pendientes de pago).

No consideramos correcto comparar únicamente la cuenta resultados (pérdidas) con la cuenta capital, porque pueden existir otras cuentas patrimoniales que compensen el efecto de las pérdidas en la situación patrimonial de la sociedad[13]. Finalmente, lo que busca proteger la regla comentada es la integridad del capital, y por lo tanto lo que debe verificarse es si la situación financiera de la sociedad (reflejada en su patrimonio neto) ha llevado a comprometer de manera relevante el valor de lo aportado por los socios, en lugar de haberse obtenido un rendimiento.

Dado que la Ley General de Sociedades no prevé ninguna otra consecuencia por un nivel de pérdidas inferior, podría entenderse, por un lado, que mantener más del 50% del valor del capital es el mínimo de solvencia esperado para las sociedades peruanas; y, por otro lado, que incumplir ese mínimo es a nivel legislativo el primer indicio de que una sociedad ha ingresado a la zona de insolvencia.

Ante niveles inferiores de pérdidas la Ley General de Sociedades favorecerá que el capital social pueda reducirse de forma sencilla (sin publicaciones ni derecho de oposición de acreedores), para compensar pérdidas y llevar el patrimonio neto a una cantidad igual o cercana al capital, pero no se ordena seguir alguna conducta en particular.

Aclarado lo que significa 'perder el capital', y en qué nivel de pérdidas se entenderán gatillados los efectos de este primer escenario, a continuación, detallamos las otras particularidades de la norma comentada.

---

12 De acuerdo con el Plan Contable General Empresarial, los aumentos y reducciones de capital deben mantenerse registrados en la cuenta Capital Adicional hasta su inscripción en los Registros Públicos.

13 Sea que se trate de cuentas que, conforme al artículo 229 de la Ley General de Sociedades, compensan efectivamente las pérdidas de forma automática (como las utilidades acumuladas, las reservas de libre disposición, la reserva legal y otras reservas obligatorias que puedan aplicar a la sociedad), o de otras cuentas que no compensan automáticamente las pérdidas (como podría ser el caso de la prima de capital) pero de cualquier forma suman valor al patrimonio neto.

1. Surgimiento de la obligación

El supuesto de pérdidas que gatillará la obligación del Directorio puede ocurrir en cualquier momento del ejercicio anual. Esto incluye: (i) cuando formule (es decir, apruebe formalmente) estados financieros anuales; (ii) cuando formule estados financieros intermedios; (iii) cuando conozca estados financieros anuales o intermedios elaborados por cualquier otra instancia de la administración de la sociedad; y, en general, (iv) cuando, por la información a la cual tiene acceso, deba presumir que la situación de pérdida del 50% del capital ha sido alcanzada[14].

2. Presunción de la situación

La presunción de la pérdida mencionada en el artículo 176 de la Ley General de Sociedades no se refiere a que deba presumirse que la situación de pérdidas se verificará en un futuro, sino a que deba presumirse que la situación ya existe, aunque no se cuente aún con los estados financieros que así lo evidencien. No se excluye una posible responsabilidad del Directorio por no tomar medidas ante una situación futura que debió preverse, pero el incumplimiento de la obligación de convocar a Junta solo se dará en caso de una situación actual de pérdidas.

3. Finalidad de la regla

Aun cuando puede entenderse que la sociedad está ya en zona de insolvencia (o acercándose a ella), y por lo tanto el Directorio debe empezar a tener en cuenta los intereses de los acreedores (variación en el foco de sus deberes de diligencia y lealtad), las consecuencias de este primer escenario de pérdidas se manejan en la esfera interna de la sociedad, pues el Directorio únicamente estará obligado a convocar a la Junta General de Accionistas para informarle de la situación. En otras palabras, lo que busca la Ley General de Sociedades es anticipar la oportunidad de la rendición de cuentas a la Junta que es deber del Directorio (artículo 174 de la LGS) y forzar una ocasión para el ejercicio del derecho de los accionistas a recibir del Directorio información suficiente, fidedigna y oportuna (artículo 175 de la LGS).

4. Oportunidad de la reacción

En relación con la inmediatez de la convocatoria, a la que hace referencia el artículo 176, en caso la situación de pérdidas se verifique en una oportunidad distinta a la de formulación de estados financieros anuales creemos que estaría claro que la convocatoria debe hacerse de inmediato, tan pronto el Directorio tome conocimiento de la situación. En atención a las particularidades de cada caso concreto, y siempre bajo un criterio de racionalidad, se determinará si el Directorio cumplió o no con el requisito de la inmediatez.

Ahora bien, cuando la situación se verifique recién en la oportunidad de formulación de estados financieros anuales podría entenderse que, dado que (i) en este escenario de pérdidas las consecuencias se manejan en la esfera interna de la sociedad (no hay obligación alguna de involucrar a los acreedores); y (ii) la propia Ley General de Sociedades regula el plazo razonable en el cual los estados financieros anuales deben estar listos para ser puestos en consideración de los accionistas; entonces parecería razonable entender que el Directorio tendrá plazo hasta la oportunidad de la Junta Obligatoria Anual para cumplir con informar a la Junta. Sin embargo, esta interpretación tiene en su contra no solo la literalidad de la norma (referencias expresas a estados financieros del ejercicio y a la inmediatez de la convocatoria), sino además la finalidad de la regla descrita en el numeral anterior (anticipar la rendición de cuentas y el acceso a la información).

Considerando lo anterior, opinamos que ante este escenario de pérdidas por un lado el Directorio no tendrá excusa para dilatar injustificadamente la convocatoria a Junta (hasta el final del plazo legal para la convocatoria a Junta Obligatoria Anual), pero por otro lado no puede dejar de reconocerse que el proceso de formulación de estados financieros anuales tiene una particular complejidad y podría existir razones suficientes para que la obligación del primer párrafo del artículo 176 se cumpla recién con ocasión de la Junta Obligatoria Anual. En cualquier caso, cabe recordar que solo podrá haber responsabilidad del Directorio en caso se generen daños, y no es fácil imaginar daños que pudieran derivar de una espera hasta la sesión de Junta Obligatoria Anual.

5. Forma de cumplimiento

La obligación del Directorio se entenderá cumplida una vez haya efectuado la convocatoria y proporcionado a la Junta información suficiente y fidedigna en relación a la situación de pérdidas. Ante

[14] Moya Ballester:

> […] los administradores tienen que mantenerse informados acerca de la marcha de la sociedad, lo que implica cumplir con los deberes de índole contable, íntimamente relacionados tanto con el deber de diligencia en general, como con sus variantes, tales como el deber de vigilancia y el deber de investigación (Moya Ballester, 2010, p. 110).

este escenario no existe una obligación concreta de actuación por parte de la Junta, y el Directorio no asumiría responsabilidad por lo que ese órgano acuerde o deje de acordar.

B. Segundo escenario: pérdidas que en dos ejercicios anuales consecutivos afecten más de la mitad del capital

Este segundo escenario deriva de lo dispuesto en el artículo 220 de la Ley General de Sociedades, ubicado en el articulado relativo a las reducciones de capital (no entre las reglas específicas del Directorio), el cual señala lo siguiente:

> La reducción del capital tendrá **carácter obligatorio** cuando **las pérdidas hayan disminuido el capital en más del cincuenta por ciento y hubiese transcurrido un ejercicio sin haber sido superado**, salvo cuando se cuente con reservas legales o de libre disposición, se realicen nuevos aportes o los accionistas asuman la pérdida, en cuantía que compense el desmedro (1997) [el énfasis es nuestro].

Ante dicha regla corresponde reconocer además que, de acuerdo con el artículo 113 de la Ley General de Sociedades, el Directorio debe convocar a la Junta General de Accionistas (entre otros supuestos) cuando lo ordena la ley y cuando sea necesario al interés social.

Por lo tanto, es lógico concluir que, de verificarse el supuesto de pérdidas previsto en el citado artículo 220, surgirá la obligación del Directorio de convocar a la Junta General de Accionistas para poner en su consideración la reducción del capital social en cumplimiento de lo dispuesto en dicho artículo.

Respecto de este escenario, consideramos que las siguientes son sus particularidades más relevantes:

1. Supuesto de hecho

Si bien en este caso la norma ya no hace referencia a la noción de 'perder el capital', sino más bien a la de 'disminuir el capital', por las mismas razones explicadas en la sección 'III.A' anterior consideramos que debe entenderse que se hace referencia a una situación en la cual las pérdidas han reducido el patrimonio neto a una cifra inferior al capital (es ahí que el capital se empezaría a 'disminuir'), y en particular el supuesto de hecho se verificaría cuando las pérdidas hayan llegado a afectar más del 50% del capital. Además, al igual que en el escenario anterior y por lo explicado en la sección 'II.D', consideramos que en el caso de sociedades con dividendos pasivos en la comparación debe tomarse en cuenta el capital pagado.

Por lo tanto, consideramos que es innecesaria la precisión del artículo 220, en relación con que la reducción de capital no sería obligatoria cuando "se cuente con reservas legales o de libre disposición" (LGS), porque la situación de 'disminución del capital' que regula ya implica una comparación entre el patrimonio neto y el capital, y en la primera cifra ya están comprendidas las reservas.

2. Surgimiento de la obligación

Dado que, como lo explicamos en la sección 'II.E', por regla general los efectos legales de la situación financiera o económica de una sociedad deben ser reconocidos sobre la base de estados financieros anuales, consideramos que la obligación de reducir el capital (y por lo tanto la obligación del Directorio de convocar a la Junta para ello) solo surgirá si en dos estados financieros anuales consecutivos se ha verificado la situación de pérdidas que afectan más del 50% del capital. Esto es compatible con la referencia expresa del artículo a que haya transcurrido 'un ejercicio', pues solo podrá entenderse que ha transcurrido un ejercicio anual (de enero a diciembre) si previamente, a diciembre del año anterior, la situación de pérdidas ya existía.

3. Presunción de la situación

Se trata de una situación de pérdidas efectivamente verificada en estados financieros anuales, sin que corresponda evaluar si debía presumirse o no la situación antes de formularse los mismos.

4. Finalidad de la regla

La finalidad de la norma es la integridad del capital social. Habiendo la situación financiera de la sociedad alcanzado un nivel en el cual la cifra declarada del capital social (aportes de los accionistas) se ha alejado de manera relevante del valor del excedente que representa el patrimonio neto (se dice que la sociedad tiene un capital de un valor de X, cuando en realidad los socios ya habrían perdido más del 50% de la inversión ahí representada, y con ello la 'garantía' que de cierta forma el capital representa para los acreedores), y no ha sido posible revertir la situación en todo un ejercicio, entonces la ley considera que es momento de restablecer el equilibrio deseado entre patrimonio neto y capital.

5. Oportunidad de la reacción

La obligación de reducir el capital (o adoptar otras medidas) subsistirá en tanto no se alcance una situación de patrimonio neto negativo. Alcanzado este otro escenario, la compensación de pérdidas con cargo al capital no será una medida

suficiente para que el patrimonio neto vuelva a ser positivo y, además, superior al 50% del capital (pues las pérdidas ya habrían consumido todo el valor del capital).

El criterio de inmediatez no ha sido previsto por el legislador para este escenario, por lo que es razonable entender que el asunto de la reducción de capital obligatoria puede ser puesto en consideración de la Junta Obligatoria Anual en la cual se aprobarán los estados financieros del segundo ejercicio en el cual se verifica la situación de pérdidas.

6. Forma de cumplimiento

La obligación de la sociedad, cuyo cumplimiento dependerá de un acuerdo de Junta General de Accionistas, quedaría satisfecha con la reducción del capital (y consecuente reducción de pérdidas por compensación) hasta que el mismo alcance una cifra superior a la mitad del patrimonio neto resultante de la operación (no existe obligación de llevar el patrimonio neto a una cifra igual o superior al capital). Sin embargo, como el propio artículo 220 lo reconoce, puede optarse por otras medidas de reversión de la situación de pérdidas, como sería un aumento del capital social.

Por su parte, la obligación del Directorio se entenderá cumplida una vez haya efectuado la convocatoria a Junta para tratar el tema de la reducción de capital obligatoria o la adopción de medidas alternativas, debiendo además informarle de forma suficiente y fidedigna respecto de la situación (artículo 175 de la LGS). Para estos efectos resultaría idóneo que considere esta materia en la agenda de la convocatoria a Junta Obligatoria Anual.

7. Responsabilidad por resultados

El Directorio no asumiría responsabilidad por lo que la Junta decida o deje de decidir, pues la Ley General de Sociedades no prevé obligaciones o mecanismos adicionales para que el propio Directorio cause el cumplimiento de la obligación[15]. Sin embargo, generado el incumplimiento por causa atribuible a la Junta General de Accionistas, el Directorio deberá mantener una conducta diligente en relación con sus deberes de información y estar atento a la posible verificación de otros escenarios de pérdidas por empeoramiento de la situación.

C. Tercer escenario: disolución por pérdidas que afecten más de dos tercios del capital pagado

La Ley General de Sociedades tipifica este nuevo escenario de desequilibrio patrimonial como una causal de disolución de la sociedad, y lo hace de la siguiente manera en el inciso 4 de su artículo 407:

> la Sociedad **se disuelve** por las siguientes causas: […] 4. Pérdidas que reduzcan el patrimonio neto a **cantidad inferior a la tercera parte del capital pagado**, salvo que sean resarcidas o que el capital pagado sea aumentado o reducido en cuantía suficiente (1997) [el énfasis es nuestro].

Además, en el marco de la verificación de una causal de disolución, el artículo 409 de la Ley General de Sociedades impone la siguiente obligación en el Directorio:

> en los casos previstos en los artículos anteriores, el directorio, o cuando éste no exista cualquier socio, administrador o gerente, **convoca para que en un plazo máximo de treinta días se realice una junta general**, a fin de adoptar el acuerdo de disolución o las medidas que correspondan. […]. Si la junta general no se reúne o si reunida no adopta el acuerdo de disolución o las medidas que correspondan, cualquier socio, administrador, director o el gerente **puede solicitar al juez del domicilio social que declare la disolución de la sociedad**. […] (1997) [el énfasis es nuestro].

Sin embargo, no debe perderse de vista que esta obligación de convocar es una regla general aplicable a todas las causales de disolución, y por lo tanto cabe preguntarse si acaso la causal de diso-

[15] Si bien el artículo 205 de la Ley General de Sociedades establece que, por excepción, las cifras del capital y del valor nominal de las acciones podrían quedar modificadas de pleno derecho como consecuencia de un mandato legal de modificar la cifra del capital, se precisa que esto de todas formas ocurriría como consecuencia de un acuerdo de Junta General de Accionistas (aprobando los estados financieros en los cuales se refleje la modificación de la cifra del capital). Esta norma guarda relación con supuestos de re expresión del capital por inflación, y busca facilitar el proceso de modificación del capital (evitar convocatorias expresas para ello), mas no crea una obligación o derecho en el Directorio de forzar una reducción de capital para compensar pérdidas por mandato legal.

Sobre el particular, Elías Laroza comenta que dicho artículo tiene una utilidad práctica que busca facilitar el trámite de los aumento so reducciones de capital que 'se producen de manera automática' por aplicación de disposiciones legales. Cita, como ejemplo, el caso de la revalorización integral del patrimonio de la sociedad de conformidad con el Decreto Legislativo 797 (2015, p. 486). Por otro lado, Salas indica que la intención de la norma fue comprender el 'ajuste por corrección monetaria' que, previa determinación en su monto por los procedimientos técnicos correspondientes, corresponde al capital y que se registre en la cuenta del patrimonio neto llamada 're-expresión del capital' (2003, p. 715).

lución por pérdidas está sujeta a una regla especial que prima sobre aquella general.

Al respecto, nuevamente hacemos referencia a lo explicado en la sección 'II.E' para recordar que, por regla general, los efectos legales de la situación financiera o económica de una sociedad deben ser reconocidos sobre la base de estados financieros anuales. Es por esto que, a falta de una disposición legal distinta, en este caso también consideramos que la causal de disolución por pérdidas solo surgirá sobre la base de estados financieros anuales, y por lo tanto no podría verificarse en cualquier momento del año sobre la base de estados financieros intermedios, y menos aún por la sola presunción de que la situación de pérdidas habría ocurrido.

Ahora bien, nótese que la causal de disolución se verifica cuando las pérdidas han producido efectivamente la reducción del patrimonio neto a una cantidad inferior a un tercio del capital pagado, pero ello no ocurre (es decir, no se produce la disolución) si las pérdidas son resarcidas o el capital es aumentado o reducido para revertir la situación. Por lo tanto, la disolución es evitable luego de verificada la situación de pérdidas, y es razonable entender que la oportunidad de hacerlo es justamente con ocasión del proceso regular de revisión y aprobación de los estados financieros anuales[16].

En ese sentido, consideramos que la causal de disolución por pérdidas se verifica (i) al aprobarse los estados financieros anuales (en los que se verifique la situación de pérdidas) en Junta Obligatoria Anual, si no se revierte la situación; o (ii) al cumplirse el plazo legal para la celebración de la Junta Obligatoria Anual (31 de marzo) sin que se haya aprobado los estados financieros anuales; lo que ocurra primero.

Que una sociedad incurra en causal de disolución no es una cosa menor, por lo que es indispensable una interpretación basada en la racionalidad y que no desconozca el derecho de los accionistas a evitarla. Por un lado, la disolución de la sociedad debería suponer el inicio de su proceso de liquidación (artículo 413 de la LGS)[17], y por otro lado la continuidad de actividades por parte de una sociedad en causal de disolución genera que esta adquiera la condición de irregular (artículo 423 de la LGS)[18].

Sobre esto último, es importante tener presente que la situación de irregularidad abre un nuevo frente de posible responsabilidad no solo para los directores y otros administradores, sino además para los representantes de la sociedad y, en general, quienes se presenten ante terceros actuando a su nombre (es decir, quienes mantienen en actividad a esa sociedad que la Ley quisiera que salga del mercado).

De acuerdo con el artículo 424 de la Ley General de Sociedades, dichas personas serán responsables personal, solidaria e ilimitadamente, frente a la sociedad, sus socios o terceros, por los contratos y actos realizados desde que se produjo la irregularidad. La responsabilidad puede implicar el tener que cumplir las obligaciones asumidas por la sociedad, así como el pago de indemnizaciones por daños y perjuicios.

Desde nuestra perspectiva tales efectos de la irregularidad refuerzan nuestra posición respecto del momento en el cual se incurre en causal de disolución por pérdidas (y, posteriormente, en irregularidad), pues la activación de un régimen de responsabilidad tan severo solo podría ser consecuencia de un pleno conocimiento de la situación y de una evaluación consciente de los riesgos. Esta asunción de los riesgos quedará clara cuando la Junta General de Accionistas haya aprobado unos estados financieros anuales con patrimonio neto inferior a un tercio del capital pagado, sin adoptar medidas para revertir la situación, o podrá razonablemente presumirse si el administrador, representante o agente conocía la situación de pérdidas y, en el plazo de ley, no se realizó la aprobación de los estados financieros.

Considerando todo lo anterior, a continuación, detallamos otras particularidades de este escenario de pérdidas:

---

16 De acuerdo con Elías Laroza:

> "En suma, la aprobación del balance (e igualmente de la cuenta de ganancias y pérdidas, de la propuesta de aplicación de las utilidades y de la memoria) no puede ser considerada como una simple toma de conocimiento ni tampoco como una decisión inamovible o definitiva. Es una declaración de voluntad que tiene **plenos efectos internos en la sociedad**, como cualquier otro acuerdo de la junta […]" (2015, p. 550) [el énfasis es nuestro].

17 Aunque, conforme al propio artículo 413, para que efectivamente inicie un proceso de liquidación (con el cese de los actuales representantes y la asunción de funciones por parte de los liquidadores) se necesitará que exista el 'acuerdo de disolución' que la Ley reserva para la Junta General de Accionistas (artículo 409 de la LGS); sin perjuicio de que la disolución pueda también declararse judicialmente.

18 De acuerdo con el artículo 423 de la Ley General de Sociedades, si la sociedad continúa en actividad pese a haber incurrido en causal de disolución, adquirirá la condición de sociedad irregular: "[…] 6. Cuando **continúa en actividad** no obstante haber incurrido en **causal de disolución** prevista en la ley, el pacto social o el Estatuto" [el énfasis es nuestro].

1. Surgimiento de la obligación

Como vimos, las pérdidas que podrán dar lugar a la disolución de la sociedad se verifican únicamente en estados financieros anuales, pero la causal de disolución solo se verificará al ser estos aprobados por la Junta Obligatoria Anual o al transcurrir el plazo legal para que ello ocurra (31 de marzo); lo que ocurra primero. En el caso de este escenario de pérdidas la disposición legal es clara al señalar que la comparación a realizarse es entre el patrimonio neto y el capital pagado.

2. Presunción de la situación

Se trata de una situación de pérdidas efectivamente verificada en estados financieros anuales, sin que corresponda evaluar si debía presumirse o no la situación antes de formularse los mismos.

3. Finalidad de la regla

La finalidad de la norma es la integridad del capital social, esta vez poniendo a la sociedad en posición de tener que optar entre la salida del mercado (inicio de su proceso de liquidación) o el restablecimiento del equilibrio entre el capital y el patrimonio neto. Sin embargo, como se vio la consecuencia de no hacer ni una ni otra cosa es básicamente la activación de un especial régimen de responsabilidad para quienes mantienen en actividad a la sociedad[19].

La causal de disolución se evitaría con la reducción del capital (y consecuente reducción de pérdidas por compensación), con el aumento del mismo por nuevos aportes o capitalización de créditos, o con la implementación de otras medidas que lleven a que la cifra del capital pagado sea superior a un tercio del patrimonio neto resultante. No existe obligación de llevar el patrimonio neto a una cifra igual o superior al capital, y si el patrimonio neto siguiera siendo inferior a la mitad del capital podría darse que se mantenga la obligación de reducirlo.

4. Forma de cumplimiento

Por tratarse de una causal de disolución vinculada al proceso regular de aprobación de estados financieros anuales, consideramos que en este caso las reglas especiales aplicables a la convocatoria a Junta de Accionistas son aquellas propias de la Junta Obligatoria Anual. Por lo tanto, la obligación de convocatoria del Directorio se entenderá cumplida convocando a tiempo a sesión de Junta Obligatoria Anual, incluyendo como tema de agenda lo relativo a hacer frente a la causal de disolución por pérdidas, debiendo además informar a los accionistas de forma suficiente y fidedigna respecto de la situación (artículo 175 de la LGS).

Sin embargo, reconocemos que la literalidad del primer párrafo del artículo 409 de la Ley General de Sociedades también da pie a interpretar que recién al aprobarse los estados financieros anuales (o si no se aprobaran hasta el 31 de marzo) empezaría a correr un plazo de treinta días para que se realice una Junta General de Accionistas (otra) con el objeto de acordar la disolución o las medidas que correspondan.

5. Responsabilidad por resultados

Si bien la Ley General de Sociedades le reconoce a los administradores el derecho a solicitar judicialmente la declaración de disolución (artículos 426 y 409 de la LGS), y ello podría llevar al inicio de un proceso de liquidación contra la voluntad de la Junta, mediante la designación de liquidadores por un juez (artículo 414 de la LGS), consideramos que no existe per se una obligación de que el Directorio busque forzar una liquidación si la Junta General de Accionistas no la inicia voluntariamente ni revierte la situación de pérdidas que causó la disolución. Ante esta situación ciertamente el Directorio deberá estar atento a actuar en concordancia con sus deberes de diligencia y lealtad, pero no debe perderse de vista que seguimos estando en un escenario de pérdidas que la ley considera que se maneja en la esfera interna de la sociedad. Como veremos en el próximo escenario de pérdidas, la Ley General de Sociedades es bastante clara al definir el momento en el cual es necesario involucrar a los acreedores, y ese momento no coincide con la verificación de la causal de disolución por pérdidas.

Ahora bien, aun cuando el Directorio no tenga una obligación de forzar la liquidación ante la negativa o inercia de la Junta, cuyo incumplimiento pueda dar lugar a responsabilidad (sin perjuicio de sus deberes de actuar con diligencia y lealtad), ello es independiente a la responsabilidad que sí podrá aplicarle a los directores como consecuencia de la irregularidad de la sociedad. Sin embargo, si la sociedad no incumple sus obligaciones ni se generan daños por su irregularidad, no se materializarían supuestos de responsabilidad; por lo que eventualmente la irregularidad podría resultar siendo un riesgo tolerado.

[19] Aunque la Ley General de Sociedades otorga también a los socios, acreedores de estos, acreedores de la sociedad y a sus administradores, el derecho a forzar judicialmente la liquidación (artículo 426 de la LGS).

6. Procedimiento concursal

Al haberse verificado la causal de disolución por pérdidas (patrimonio neto menor a un tercio del capital pagado), también se habrá cumplido al menos uno de los supuestos que autorizaría a la sociedad a solicitar su propio sometimiento a procedimiento concursal ordinario (patrimonio neto menor a dos tercios del capital pagado). Dado que los procedimientos concursales son para la ley peruana los medios por excelencia para hacer frente a situaciones de crisis financiera o económica (incluyendo la eventual salida del mercado de la sociedad deudora), consideramos que se evitaría la aplicación del régimen de responsabilidad propio de la irregularidad si se presenta una solicitud de inicio de concurso, y no solo si se inicia un proceso de liquidación bajo la Ley General de Sociedades (o se revierte la situación de disolución, evidentemente). Además, muy probablemente el sometimiento al Sistema Concursal será también una forma diligente de hacer frente a la situación de disolución, por lo que sería además una forma de salvar responsabilidad si la Junta General de Accionistas no revierte la situación ni inicia el proceso de liquidación.

D. Cuarto escenario: pérdidas que lleven el patrimonio neto a cifra negativa (activos insuficientes para cubrir los pasivos)

Este último escenario de pérdidas es el más grave de los tipificados en la Ley General de Sociedades, y el segundo párrafo de su artículo 176 lo regula de la siguiente manera:

> Si al formular los estados financieros correspondientes al ejercicio o a un período menor [….]. **Si el activo de la sociedad no fuese suficiente para satisfacer los pasivos**, o si tal insuficiencia **debiera presumirse,** el directorio debe **convocar de inmediato a la junta general** para informar de la situación; y dentro de los **quince días** siguientes a la **fecha de convocatoria** a la junta, **debe llamar a los acreedores** y, solicitar, si fuera el caso, la **declaración de insolvencia** de la sociedad (1997) [el énfasis es nuestro].

Como puede verse, en este caso ya no hay una comparación entre el patrimonio neto y el capital, pues simplemente las pérdidas ya causaron que se pierda todo el valor de las cuentas patrimoniales (incluyendo el capital)[20]. Incluso la distinción entre capital y capital pagado deja de ser relevante, porque las pérdidas consumieron no solo lo ya invertido por los accionistas, sino además el valor de la cuenta por pagar que la sociedad mantiene frente a ellos (dividendos pasivos).

Vemos además que ante este escenario el deber de conducta del Directorio ya no solo se limita a informar a los accionistas, sino además se prevé el involucramiento de los acreedores de la sociedad. Puede discutirse cómo y en qué momento de la zona de insolvencia el foco de atención del Directorio (esto es, la orientación de sus deberes de diligencia y lealtad) debe girar hacia los acreedores, pero en este escenario de activos insuficientes para pagar deudas ya hay una intención clara del legislador de que el Directorio ponga especial atención al interés de los acreedores (aunque no sea igual de claro qué tipo de actuación se espera).

Describimos a continuación las principales particularidades de este escenario:

1. Surgimiento de la obligación

Al igual que en el caso del primer escenario, el supuesto de pérdidas que gatillará la obligación del Directorio puede ocurrir en cualquier momento del ejercicio anual: (a) cuando formule (es decir, apruebe formalmente) estados financieros anuales; (b) cuando formule estados financieros intermedios; (c) cuando conozca estados financieros anuales o intermedios elaborados por cualquier otra instancia de la administración de la sociedad; y, en general, (d) cuando, por la información a la cual tiene acceso, deba presumir que la situación de patrimonio neto negativo ha sido alcanzada.

2. Presunción de la situación

Igualmente, la presunción mencionada en el artículo 176 de la Ley General de Sociedades se refiere a que deba presumirse que la situación de patrimonio neto negativo ya existe, aunque no se cuente con estados financieros, y no a que deba presumirse que la situación de pérdidas se verificará en un futuro. Sin embargo, nuevamente no se excluye una posible responsabilidad del Directorio por haber debido advertir una futura insuficiencia patrimonial y no haber actuado diligentemente (o con lealtad), pero esta eventual responsabilidad no será pos incumplimiento de la obligación bajo comentario.

[20] De hecho, la norma ni siquiera hace referencia a las pérdidas como causa de la insuficiencia de activos para satisfacer los activos, por lo que no quedarían dudas de que este escenario se verificaría por cualquier causa que lleve a un patrimonio neto negativo.

3. Finalidad de la regla

Las consecuencias de este escenario de pérdidas ya no se deben manejar exclusivamente en la esfera interna de la sociedad, salvo que la Junta General de Accionistas revierta la situación oportunamente. En este caso la Ley General de Sociedades no solo busca anticipar la oportunidad de la rendición de cuentas a la Junta (LGS, artículo 174) y el ejercicio del derecho a información de los accionistas (LGS, artículo 175), sino además que los acreedores sean también informados de la situación. Debe tenerse en cuenta que, bajo el artículo 175 de la Ley, el deber del Directorio de proporcionar la información suficiente, fidedigna y oportuna que la ley determine (y agrega el artículo que esto es aplicable a 'la situación legal, económica y financiera de la sociedad') no se refiere únicamente en relación con los accionistas, sino puede extenderse además 'al público'. El escenario bajo comentario sería un supuesto en el cual la ley determina que los acreedores de la sociedad deben ser informados por el Directorio respecto de su situación económica y financiera.

El conocimiento que habrán de tomar los acreedores de la situación no es un tema menor, pues podrá implicar que estos tomen las medidas que crean convenientes para proteger sus derechos e intereses. Al respecto, si bien no es materia de este trabajo desarrollar los alcances de esta regla, téngase presente que el artículo 181 del Código Civil prevé como uno de los supuestos en los cuales el deudor pierde el derecho a utilizar el plazo, el que resulte insolvente después de contraída la obligación (salvo que garantice la deuda). Sobre el particular León Barandiarán señala que:

Cuando la situación patrimonial del deudor varía ostensiblemente debiendo más de lo que tiene -es decir, su pasivo resulta mayor a su activo-, deviniendo por tanto en insolvente, se sanciona la pérdida del beneficio del plazo. Sería riesgoso, para un acreedor que se encuentra frente a un deudor imposibilitado de cumplir sus compromisos, tener que esperar el transcurso del tiempo para poder exigir el cumplimiento (León Barandiarán, 2007, p. 586).

4. Oportunidad de la reacción

Dado que en este escenario las consecuencias previstas en la Ley no se limitan a un manejo interno de la sociedad, consideramos que la actuación inmediata exigida (primero para convocar a Junta, y luego para llamar a los acreedores) no podría postergarse con argumentos propios del proceso ordinario de formulación y aprobación de estados financieros anuales. Tan pronto el Directorio tenga claro o deba presumir que los pasivos de la sociedad han superado en valor a los activos, debe actuar de inmediato. En atención a las particularidades de cada caso concreto, y siempre bajo un criterio de racionalidad, se determinará si el Directorio cumplió o no con el requisito de la inmediatez.

5. Forma de cumplimiento

La obligación del Directorio se entenderá cumplida cuando (a) tan pronto conozca o deba presumir la situación de patrimonio negativo, el Directorio convoque inmediatamente a la Junta General de Accionistas y le informe de manera suficiente y fidedigna sobre la situación de pérdidas; y, en caso la Junta General de Accionistas no adopte una medida que revierta la situación de patrimonio neto negativo (aumento de capital por nuevos aportes o capitalización de créditos, ajustes contables, extinción de pasivos, etc.), o adopte ella misma un acuerdo que califique como 'llamar a los acreedores', (b) el Directorio cumpla con llamar a los acreedores dentro de los quince días posteriores a la fecha en la cual se llevó a cabo la Junta o a la fecha en la cual se debió haber instalado en segunda convocatoria.

Nótese que el artículo 176 de la Ley General de Sociedades señala que el acto de llamar a los acreedores debe producirse dentro de los quince días siguientes a la 'fecha de convocatoria' a Junta, y estamos considerando que este plazo empezará a correr desde la fecha de la primera convocatoria si en ella se instaló la sesión en la cual debía informarse de la situación de pérdidas a la Junta, o desde la fecha de la segunda convocatoria si fue en esa segunda oportunidad que se instaló la Junta o si no se instaló en ninguna de las dos convocatorias. Es decir, en nuestra opinión la referencia a 'fecha de convocatoria' debe ser entendida en el sentido del artículo 118 de la Ley General de Sociedades (que hace referencia a las fechas de primera y segunda convocatoria), toda vez que el acto de llamar a los acreedores debe ser considerado una consecuencia de la inacción de la Junta de Acreedores, y no algo que deba ocurrir en paralelo. Consideramos que en este escenario de pérdidas se sigue reconociendo el derecho de los accionistas a evitar sus efectos negativos, y por lo tanto el indicado plazo de quince días debe servir para que, de ser el caso, los accionistas (debidamente informados en la sesión de Junta) logren una solución[21].

[21] Por lo tanto, no coincidimos con Elías Laroza cuando señala que "el Directorio tiene que convocarla solamente para efectos de información. Luego, dentro de un plazo que se cuenta desde la fecha de la convocatoria, e independientemente de si la junta se reúne o no, el Directorio debe llamar a los acreedores y declarar la insolvencia de la Sociedad" (2015, p. 417).

Con relación a los actos que podrá llevar a cabo el Directorio para que se entienda cumplida la obligación de llamar a los acreedores, coincidimos con Echaíz Moreno en que 'llamar a los acreedores' equivale a informarlos (Echaiz Moreno, 2009, p. 172). Esta es la finalidad de la norma. Existe ya una objetiva falta de solvencia, quedando claro que el deber de diligencia del Directorio y su deber de lealtad (que implica velar por el mejor interés de la sociedad, que en este contexto será un deudor llamado a respetar la ley y a actuar de buena) deben poner un particular foco en el interés colectivo de los acreedores; por lo que la Ley General de Sociedades exige que esta sea una oportunidad en la cual el Directorio deba actuar conforme a su artículo 175: informar de forma suficiente, fidedigna y oportuna respecto de la situación económica y financiera de la sociedad.

Siendo esa la finalidad de la regla, creemos que no puede haber una única forma de 'llamar a los acreedores', pues el Directorio podría implementar diferentes formas de informarlos de manera suficiente, fidedigna y oportuna.

Bajo una lectura sistemática de la Ley General de Sociedades y de la Ley General del Sistema Concursal (en adelante, LGSC), y atendiendo a sus deberes de diligencia y lealtad, creemos además que el Directorio podrá optar por los mecanismos de salida del mercado y solución de crisis de nuestro ordenamiento jurídico, aunque, por sus propias reglas de funcionamiento y fines, no impliquen un inmediato conocimiento de la situación por parte de los acreedores.

Así, si el Directorio promueve un acuerdo de disolución y el inicio de un proceso de liquidación bajo la Ley General de Sociedades, creemos que esa será una forma válida de 'llamar a los acreedores'. Con el inicio del proceso de liquidación el Directorio cesará en sus funciones y asumirá las suyas un liquidador (LGS, artículo 413) que deberá publicar el inicio del proceso (LGS, artículo 412) –cumpliéndose así con llamar los acreedores– y procurar una ordenada salida del mercado.

Otra alternativa que el Directorio podrá promover diligentemente podrá ser la presentación de una solicitud de inicio de procedimiento concursal ordinario por parte de la propia sociedad, o incluso el consentir una solicitud presentada por acreedores. Por sus propias reglas y dinámica, el desarrollo del procedimiento probablemente implicará que la situación de concurso se publique recién varios meses después de la solicitud (con lo cual los acreedores podrían recién tomar conocimiento de la situación), pero aun así no vemos manera posible de negar que se trata de una forma aceptada (y deseada) por la ley peruana para involucrar a los acreedores en la búsqueda de soluciones a la crisis. De hecho, los procedimientos concursales tendrían que ser considerados como la forma por excelencia de 'llamar a los acreedores', pues consisten justamente en convocarlos para conformar una Junta de Accionistas que tomará decisiones sumamente relevantes. El legislador peruano ha optado por que los procedimientos concursales tengan una primera etapa de evaluación antes de hacer público el concurso (y lamentablemente la práctica ha llevado a que esa etapa sea demasiado extensa), y además por que el deudor reciba protección frente a acciones de sus acreedores recién con la publicación del concurso, por lo que no podría entenderse que, habiéndose ya presentado una solicitud de inicio de concurso, existe la obligación de comunicar la situación a los acreedores antes de que llegue la etapa de publicación. La protección al patrimonio del deudor es esencial para el Sistema Concursal, pues es lo que permite un manejo ordenado de la crisis y priorizar los intereses colectivos de los acreedores sobre intereses individuales (LGSC, artículo V del Título Preliminar).[22]

Para que lo anterior sea posible, y atendiendo a una interpretación sistemática de LGSC y de la Ley General de Sociedades, consideramos necesario entender que el Directorio de una sociedad se encuentra facultado para decidir el acogimiento a un procedimiento concursal ordinario. En otras palabras, interpretar que el artículo 25.1 de la LGSC, cuando hace referencia a la necesidad de presentar "copia del acta de la Junta de Accionistas o del órgano correspondiente en la que conste el acuerdo para acogerse a Procedimiento Concursal Ordinario" (artículo 25 de la LGSC), considera al Directorio como 'órgano correspondiente' cuando la solicitud se formula en el marco del artículo 176 de la Ley General de Sociedades. Este último artículo es claro en su intención de empoderar al Directo-

[22] Tema aparte es el relativo a los deberes y responsabilidades del Directorio que podrán derivar del inicio de un procedimiento concursal. Una vez que la sociedad solicite su sometimiento a concurso (o también si fuera notificada con una solicitud de acreedor), empezarán a aplicar las reglas del denominado 'segundo periodo de sospecha', las cuales impondrán en el Directorio deberes particulares vinculados a la protección del patrimonio de la sociedad y al cumplimiento de los fines del Sistema Concursal, considerando se mantendrá a cargo de la gestión hasta que no se instale la Junta de Acreedores. Empezarán a aplicar también ciertas infracciones administrativas previstas en la Ley General del Sistema Concursal, y que pueden dar lugar a multas en contra de los administradores del deudor; y empezará a ser posible que se configure un delito contra el sistema crediticio, de acuerdo con el artículo 209 del Código Penal.

rio ante una negativa o inercia de la Junta General de Accionistas, por lo que debe estar facultado para causar el acogimiento al régimen que la ley peruana ha creado para hacer frente a situaciones de crisis.

En definitiva, consideramos que no puede entenderse que existe la obligación de una comunicación inmediata a los acreedores, que pueda poner en riesgo el adecuado desarrollo de los procesos de salida ordenada del mercado o reestructuración patrimonial. Recuérdese que la obligación prevista en el artículo 176 de la Ley General de Sociedades no excluye posibles escenarios de responsabilidad del Directorio por no haber actuado de forma diligente o leal ante una situación de estrés financiero o económico[23], pero esa eventual responsabilidad no siempre derivará del incumplimiento de aquella obligación concreta de llamar a los acreedores.

Finalmente, y sin que ello signifique que no puedan existir otras, consideramos que una convocatoria privada a los acreedores, para negociar los términos de una reestructuración de deuda (fuera del Sistema Concursal), puede ser también una forma diligente de llamar a los acreedores. No siempre la salida del mercado o la activación de un complejo y largo mecanismo concursal serán lo mejor para la sociedad y sus acreedores. Si el Directorio cumple con informar de la situación a los acreedores, de manera suficiente, fidedigna y oportuna, y estos (o algunos de ellos) aceptan un esquema de reprogramación de deudas como parte de una estrategia de reversión de la situación patrimonial; desde luego que esta será también una salida satisfactoria.

IV. SOBRE LA INEXISTENCIA DE UNA OBLIGACIÓN DE SOLICITAR EL SOMETIMIENTO A PROCEDIMIENTO CONCURSAL EN CASO DE PATRIMONIO NEGATIVO (O EN CUALQUIER OTRO CASO)

Aun cuando, atendiendo a las circunstancias particulares, y considerando especialmente el foco hacia el interés de los acreedores que debe existir en un contexto de insolvencia; podría ser una actuación diligente promover el sometimiento de la sociedad al Sistema Concursal, consideramos que no existe obligación de causar el inicio de un procedimiento concursal, pues no siempre será lo más conveniente para el interés social (considerando en la evaluación el interés colectivo de los acreedores).

El Sistema Concursal busca generar un ambiente de negociación entre acreedores y el deudor (artículo II del Título Preliminar de la LGSC), en los casos en los cuales sus reglas permitan maximizar el valor del patrimonio de este último para facilitar que los acreedores cobren sus acreencias (artículo I del Título Preliminar de la LGSC); e iniciar un complejo y largo procedimiento concursal no siempre será una solución adecuada para ello.

De hecho hasta el año 2015 la LGSC, en su artículo 26.3, impedía que se un procedimiento concursal ordinario respecto de sociedades deudoras que ya se encontraran tramitando su disolución y liquidación bajo la Ley General de Sociedades, reconociéndose de ese modo que el Sistema Concursal no era la única alternativa para la salida del mercado de un deudor en situación de cese de pagos. Hoy en día ese mismo artículo prioriza un procedimiento concursal sobre la liquidación bajo la Ley General de Sociedades (suspendiendo la segunda en tanto se tramite el primero), reconociéndose las particulares garantías que ofrece el Sistema Concursal, pero sigue siendo claro que, si el deudor o sus acreedores no promueven un procedimiento concursal, la liquidación bajo la Ley General de Sociedades seguirá siendo una alternativa válida para la salida del mercado incluso en situaciones de crisis financiera o económica.

Y en el caso de una sociedad que ya alcanzó una situación de patrimonio neto negativo el sometimiento a concurso podría ser particularmente complejo, pues la (nueva) literalidad del artículo 31 de la LGSC dispone que la declaración de concurso, cuando es solicitada por un deudor con patrimonio negativo, implica el cese de su actividad empresarial (y en la práctica esto ocurre varios meses antes de que exista un liquidador en funciones).

Al respecto, consideramos necesaria una interpretación acorde a los fines del Sistema Concursal que lleve a entender que, a partir de la declaración de inicio de concurso, la sociedad puede mantener actividades en un nivel similar al que correspondería si se hubiese decidido su liquidación en marcha (artículo 74.2 de la LGSC) hasta que sea la Junta de Acreedores quien tome las de-

[23] Recuérdese que el eventual inicio de un procedimiento concursal, sea a pedido de la sociedad deudora o de sus acreedores, gatillará las reglas del denominado 'primer periodo de sospecha', bajo las cuales podrán declararse ineficaces ciertos actos realizados por la sociedad incluso antes de que se haya solicitado su concurso (artículo 19 de la Ley General del Sistema Concursal). Esas declaraciones de ineficacia podrían generar daños en los terceros que celebraron los actos con la sociedad (por ejemplo, el comprador de algún activo), y en caso se cumplieran los requisitos legales ello podría derivar en responsabilidad de los directores.

cisiones correspondientes respecto de su destino. Es decir, la administración de la sociedad deberá desplegar (en tanto la situación financiera lo permita) las actividades necesarias para preservar el valor del negocio y los activos que más adelante habrán de ser liquidados (o, eventualmente, sustentarán una reestructuración patrimonial si la Junta de Acreedores revierte la situación de patrimonio negativo.

En tal sentido, bajo una interpretación sistemática de la Ley General de Sociedades y de la LGSC (que no incluye ningún supuesto de obligatorio sometimiento a concurso), concluimos que la frase "y si fuera el caso, la declaración de insolvencia de la sociedad" (LGSC) contenida en el artículo 176 de la primera Ley debe ser entendida en el sentido de que corresponderá al Directorio evaluar si la presentación de una solicitud de inicio de procedimiento concursal ordinario es lo más adecuado para hacer frente a la situación[24].

V. A MANERA DE CONCLUSIÓN: RESPONSABILIDAD DEL DIRECTORIO POR INCUMPLIMIENTO DE DEBERES GENERALES Y OBLIGACIONES ESPECÍFICAS APLICABLES EN ZONA DE INSOLVENCIA

Tomando prestado el término del Derecho anglosajón, podemos entender que una sociedad peruana se encuentra en zona de insolvencia si, dada su situación financiera o económica, está en camino a alcanzar (o ya alcanzó) una situación de imposibilidad de pagar sus deudas, sea por falta de liquidez o por insuficiencia patrimonial.

La diligencia (bajo un estándar de 'ordenado comerciante') y lealtad que la Ley General de Sociedades exige a los directores implican el deber de velar por el interés de la sociedad. Dicho interés social no necesariamente coincide con el interés particular de los accionistas, y menos aún con los intereses de los acreedores (u otros *stakeholders*). Sin embargo, velar por el interés social comprende hacer actuar a la sociedad en concordancia con la ley, respetando los fines e intereses que esta busca proteger (aunque el deseo de los accionistas pudiera ser otro); y por lo tanto en un contexto de insolvencia o posible insolvencia el Directorio no podría dejar de tener presente el interés colectivo de los acreedores de la sociedad.

Así, por ejemplo, aun cuando la voluntad de los accionistas pudiera ser mantener oculta una situación de estrés financiero, es posible que el mejor interés de la sociedad (por el cual deben velar los directores) sea, por ejemplo, iniciar un proceso de reestructuración privada de deudas, solicitar el inicio de un procedimiento concursal o incluso el inicio de un proceso de liquidación bajo la Ley General de Sociedades.

La sociedad podría entrar en zona de insolvencia en un momento que no coincida con alguno de los supuestos de hecho expresamente previstos en la Ley General de Sociedades, y, atendiendo a las particularidades de cada caso, lo consecuente con los deberes de diligencia y lealtad del Directorio podría ser que este órgano actúe en una oportunidad no prevista legalmente (por ejemplo, cuando ocurra algún evento que haga evidente que la sociedad dejará de recibir los flujos necesarios para hacer frente a sus deudas). Sin embargo, el legislador peruano ha optado por apoyarse en la contabilidad de las sociedades para establecer supuestos objetivos en los cuales el Directorio necesariamente deberá actuar. Estas obligaciones expresas podrían no existir y aun así los directores tendrían el deber de actuar con la diligencia y lealtad propias de un contexto de insolvencia (actual o esperada), por lo que el incumplimiento de tales obligaciones no sería el único supuesto de responsabilidad de los directores por acciones u omisiones vinculadas a la gestión de una sociedad en zona de insolvencia.

Tal como lo hace en otras oportunidades en las cuales busca eliminar la discrecionalidad y reducir el margen de discusión (como sería el caso del reconocimiento de un derecho de separación por actos que quizá en un caso concreto no lo justifiquen –como una modificación menor al objeto social-, o del derecho de oposición en el marco de una reorganización inocua para los acreedores), la Ley General de Sociedades ha impuesto el siguiente estándar de conducta esperado de los directores ante supuestos de pérdidas verificados en estados financieros (o que, según la diligencia esperada, debiera presumirse que se han verificado aunque no se cuente aún con estados financieros que así lo evidencien):

a) De verificarse la pérdida de la mitad o más del capital pagado en **estados financieros anuales o intermedios** (es decir, cuando el patrimonio neto resulte igual o inferior a la **mitad del capital pagado**), o en caso **debiera presumirse** que esa situación ya se verificó

[24] La Ley General de Sociedades fue publicada el 9 de diciembre de 1997, cuando la norma concursal vigente era la Ley de Reestructuración Patrimonial (Decreto Legislativo 845), bajo la cual existía la declaración de insolvencia. Sin embargo, bajo esa norma tampoco existían supuestos de sometimiento obligatorio a concurso.

(aunque no se tenga aún estados financieros que lo evidencien), el Directorio debe convocar de inmediato a la Junta General de Accionistas para informarle la situación (artículo 176 de la LGS) y formular las propuestas que sean pertinentes. La información que le proporcione debe ser suficiente, fidedigna y oportuna (artículo 175 de la LGS), y los accionistas podrán solicitar los informes o aclaraciones que estimen necesarios (artículo 130 de la LGS). En caso la verificación de la situación de pérdidas se dé en estados financieros anuales, el requisito de la inmediatez seguirá siendo aplicable, pero podrán existir razones justificadas para que las oportunidades de convocar e informar a la Junta coincidan con las aplicables a la Junta Obligatoria Anual. El Directorio no es responsable por la decisión de la Junta de no adoptar medidas para revertir la situación.

b) Si en los estados financieros anuales de un ejercicio determinado se verificara la pérdida de **más de la mitad del capital pagado**, y en los **estados financieros anuales del siguiente ejercicio** se mantuviera esa situación, surgirá la obligación de revertir la situación o reducir el capital para compensar pérdidas (artículo 220 de la LGS), y por lo tanto el Directorio estará obligado a convocar a la Junta General de Accionistas para adoptar las medidas que correspondan (artículo 113 de la LGS), formulando el Directorio las propuestas que sean pertinentes y pudiendo cumplir aquella obligación incorporando este asunto en la agenda de la Junta Obligatoria Anual (si no fuese a poner el tema en consideración de la Junta con anterioridad). El Directorio no es responsable por la decisión de la Junta de no adoptar medidas para revertir la situación o no reducir el capital.

c) Si en los **estados financieros anuales** de un ejercicio determinado se verificara la pérdida de más de dos tercios del **capital pagado** (es decir, cuando el patrimonio neto resulte inferior a un tercio del capital pagado), la sociedad incurrirá en causal de disolución (artículo 407 de la LGS) al aprobarse dichos estados financieros por la Junta General de Accionistas, o al cumplirse el plazo legal para ello (31 de marzo) –lo que ocurra primero–, por lo que el Directorio deberá considerar en la convocatoria a la Junta Obligatoria Anual la adopción de medidas que permitan revertir la situación (aumento o reducción de capital) o la adopción del acuerdo de disolución y consecuente inicio del proceso de liquidación (artículo 409 de la LGS). Si en la Junta Obligatoria Anual (o al concluir el mes de marzo sin que se haya aprobado los estados financieros) no se revirtiera la situación o se acordara la disolución y liquidación, la sociedad además adquirirá la condición de irregular si continúa en actividad (artículo 423 de la LGS) y los directores (así como otros administradores, representantes o funcionarios que actúen a nombre de la sociedad) podrán ser responsables solidarios por las obligaciones de la sociedad (y eventuales daños) asumidas durante la irregularidad (artículo 424 de la LGS). Ante la negativa o inercia de la Junta por revertir la situación de pérdidas o iniciar la liquidación, a efectos de salvar responsabilidad (tanto la propia de los deberes del Directorio como la derivada de la irregularidad) el Directorio en su conjunto, o los directores actuando individualmente, pueden (pero no están per se obligados a) requerir judicialmente que se declare la disolución de la sociedad (artículo 409 o 426 de la LGS). Además, consideramos que los directores también salvarían responsabilidad si el Directorio acordara el sometimiento de la sociedad a procedimiento concursal ordinario.

d) Finalmente, si en **estados financieros anuales o intermedios** se verificara que los activos no son suficientes para satisfacer los pasivos (es decir, cuando el patrimonio neto resulte en una cifra negativa), o en caso **debiera presumirse** que esa situación ya se verificó (aunque no se tenga aún estados financieros que lo evidencien), el Directorio debe convocar de inmediato a la Junta General de Accionistas para informarle la situación (artículo 176 de la LGS) y formular las propuestas que sean pertinentes (por ejemplo, el aumento del capital por nuevos aportes o capitalización de créditos). En caso la Junta no revirtiera la situación, el Directorio estará obligado a llamar a los acreedores de la sociedad (artículo 176 de la LGS), lo cual deberá entenderse cumplido si se presenta una solicitud de sometimiento a procedimiento concursal ordinario, se inicia el proceso de liquidación de la sociedad bajo la Ley General de Sociedades o se informa de la situación a los acreedores de manera privada (por ejemplo, en el marco de las negociaciones para una reestructuración privada de deudas) –la información que el Directorio proporcione a los acreedores debe ser suficiente, fidedigna y oportuna (artículo 175 de la LGS)–. En caso la situación de pérdidas se verificará recién en estados financieros anuales, considera-

mos que el Directorio debe actuar de inmediato una vez tome conocimiento de la situación, y no se justificaría esperar los plazos regulares para la convocatoria y desarrollo de la Junta Obligatoria Anual, pues se trata de un escenario de pérdidas que trasciende a la esfera interna de la sociedad.

Consideramos que en ningún caso existe obligación de (necesariamente) causar el sometimiento de la sociedad a procedimiento concursal.

El incumplimiento de las obligaciones descritas implicaría la antijuridicidad de la conducta de los directores, y por lo general bastará con acreditar el conocimiento de la situación de pérdidas por los directores para concluir la existencia de dolo o culpa grave, pero ello no necesariamente acarreará su responsabilidad. Como en todo supuesto de responsabilidad civil, deberán verificarse los demás elementos que la configuran, y por lo tanto podría darse que no surja responsabilidad (pese a haberse incumplido las obligaciones previstas en la Ley General de Sociedades) si no existe relación de causalidad entre el incumplimiento y el daño generado, o si simplemente no se generó ningún daño contra la sociedad, sus accionistas o terceros (por ejemplo, los acreedores).

En lo que respecta a aquellos casos de incumplimiento de deberes vinculados a la zona de insolvencia que no son incumplimientos a las obligaciones concretas previstas en la Ley General de Sociedades (como podría ser la inacción o actuación inadecuada cuando se previó o debió prever que en un futuro próximo la sociedad caería en iliquidez o insuficiencia patrimonial), será necesaria una evaluación más profunda de los elementos antijuridicidad y, particularmente, del factor de atribución (dolo o culpa grave). Para estos casos en los cuales la Ley General de Sociedades no exige una forma de actuación concreta los directores conservan un mayor margen de discrecionalidad y, como siempre, debe protegerse su libertad de actuar (de buena fe) con visión de negocios[25].

REFERENCIAS

Avendaño Valdez, J. L., & Avendaño Cisneros, J. L. (1995). Artículo 173 de la Ley General de Sociedades: ¿responsabilidad civil o penal de los directores de sociedades anónimas?. *Ius et Veritas*, *6*(11), 25-31.

Baker Mckenzie (02 de noviembre de 2022). *United Kingdom: Supreme Court confirms existence of directors "creditor duty"*. Baker Mckenzie. https://insightplus.bakermckenzie.com/bm/restructuring-insolvency_2/uk-supreme-court-confirms-existence-of-directors-creditor-duty

Consejo Normativo de Contabilidad (2019). *Plan Contable General Empresarial (PCGE).* https://cdn.www.gob.pe/uploads/document/file/315820/PCGE_2019.pdf?v=1558717214

Echaíz Moreno, D. (2009). *Derecho Societario Peruano. Un nuevo enfoque jurídico de los temas societarios*. Gaceta Jurídica.

Elías, E. (2015). *Derecho Societario Peruano. La Ley General de Sociedades en el Perú (Tomo I)*. Gaceta Jurídica.

Ezcurra, H. (2006). La regulación del capital bajo la Ley General de Sociedades. *Ius et Veritas*, *16*(33), 163-176.

Fernández, C. & Villota Cerna, M. (2005) Los alcances de la pérdida del capital social en la Ley General de Gociedades. En L. C. Santa María Mecq (dir.), *Estudios de Derecho Societario. Libro Homenaje a Enrique Elías Laroza* (pp. 335 y ss). Normas Legales.

Hundskopf Exebio, O. & Montoya Alberti, H. (2003). En O. Hundskopf Exebio, *Tratado de Derecho Mercantil*. Gaceta Jurídica.

Hundskopf Exebio, O. (2001). Las personas jurídicas con fin económico. *Ius et Veritas*, *11*(22), 127-136.

Leon Barandiarán, J. (1992). *Tratado de derecho civil peruano*. Editor W. Gutiérrez

Moya Ballester, J (2010). *La responsabilidad de los administradores de sociedades en situaciones de crisis*. La Ley

Price, A. (2004) *Human Resource Management in a Business Context (2nda ed.)*. Thomson.

Robilliard, P. (2021). Comentario al Artículo 98 del Código Civil (fin lucrativo y fin no lucrativo). En J. A. Espinoza Espinoza (dir.), *Nuevo comentario del Código Civil*. Instituto Pacífico.

Salas, J. (2003). La modificación del estatuto, el aumento y la reducción del capital en la sociedad anónima. Tratado de derecho mercantil: Derecho Societario. Tomo I.

[25] Aquello que en Derecho anglosajón se denomina la *'business judgement rule'*.

Villota, M (2004). *La función de garantía del capital social y las acciones son valor nominal* (Tesis de magíster). Pontificia Universidad Católica del Perú, Lima, Perú.

LEGISLACIÓN, JURISPRUDENCIA Y OTROS DOCUMENTOS

Código Civil [CC], Decreto Legislativo 295, Diario Oficial *El Peruano*, 25 de julio de 1984 (Perú).

Código Penal [CP], Decreto Legislativo 635, Diario Oficial *El Peruano*, 08 de abril de 1991 (Perú).

Decreto Supremo 179-2004-EF. Texto Único Ordenado de la Ley del Impuesto a la Renta. Diario Oficial El Peruano, 8 de diciembre de 2004.

Ley 26887, Ley General de Sociedades, Diario Oficial *El Peruano*, 9 de diciembre de 1997 (Perú).

Ley 27809, Ley General del Sistema Concursal, Diario Oficial *El Peruano*, 8 de agosto de 2002 (Perú).

Sabine Oil & Gas Corporation, 15-11835 SCC (Bankr. E.D. Ny., 2016).

10.18800/themis.202302.007

¿PUEDE EL DIRECTORIO CONTROLAR A SKYNET? REPENSANDO EL DEBER DE CUIDADO DEL DIRECTORIO EN EL SIGLO XXI

CAN THE BOARD CONTROL SKYNET? RETHINKING THE BOARD'S DUTY OF CARE IN THE TWENTY-FIRST CENTURY

Raúl Vizcarra Castillo*
Estudio Muñiz, Olaya, Meléndez, Castro, Ono & Herrera Abogados

This article explores the duty of care in the context of the company's board of directors, in close relation to artificial intelligence. Thus, it highlights the absence of a precedent system in Peruvian corporate law and advocates looking to the case of Delaware, a state that has established solid criteria to implement this duty. Thus, it emphasizes the importance of the board of directors keeping itself informed and establishing mechanisms to supervise the implementation of artificial intelligence, especially in the context of the technological advances in which we find ourselves.

Along these lines, a series of recommendations are established, such as the implementation of internal control mechanisms and the appointment of specialized directors. In addition, a re-reading of certain articles of the General Corporations Law is proposed in the light of this need for updating.

Keywords: Duty of care; duty of oversight; artificial intelligence; board of directors; Delaware jurisprudence.

En este artículo se explora el deber de cuidado en el contexto del directorio de la empresa, en estrecha relación con la inteligencia artificial. Así, se resalta la ausencia de un sistema de precedentes en la legislación societaria peruana y se aboga por mirar el caso de Delaware, estado que ha establecido criterios sólidos para implementar este deber. De ese modo, se enfatiza la importancia de que el directorio se mantenga informado y establezca mecanismos para supervisar la implementación de la inteligencia artificial, especialmente en el contexto de avance tecnológico en el que nos encontramos.

En esa línea, se establecen una serie de recomendaciones como la implementación de mecanismos de control interno y designación de directores especializados. Además, se propone una relectura de ciertos artículos de la Ley General de Sociedades a la luz de esta necesidad de actualización.

Palabras clave: Deber de cuidado; deber de supervisión; inteligencia artificial; directorio; jurisprudencia de Delaware.

* Abogado. Master of Laws (LL.M.) con especialización en Business Law por la University of California, Berkeley. Socio del área Corporativa y de M&A del Estudio Muñiz, Olaya, Meléndez, Castro, Ono & Herrera Abogados. Contacto: rvizcarra@munizlaw.com

Nota del Editor: El presente artículo fue recibido por el Consejo Ejecutivo de THĒMIS-Revista de Derecho el 15 de julio de 2023, y aceptado por el mismo el 12 de septiembre de 2023.

I. INTRODUCCIÓN

Si bien la inteligencia artificial es un concepto discutido desde la década del treinta con la conceptualización de la máquina de Turing, su impacto en la humanidad se ha manifestado en los últimos años con el crecimiento exponencial de las capacidades computacionales de los equipos informáticos. Al momento de elaborar esta nota, Chat GPT (*generative pre-trained transformer*) y los *large language models* han sido materia de discusión mediática y han presentado cuestionamientos básicos al futuro de la humanidad, al extremo que un grupo de expertos en inteligencia artificial y ejecutivos del sector tecnológico presentaron una carta abierta al público solicitando una pausa de por lo menos seis meses en el entrenamiento de sistemas de inteligencia artificial más poderosos que GPT-4. En un tono bastante sombrío, la carta indica que los laboratorios de inteligencia artificial están en "una carrera fuera de control para desarrollar e implementar mentes digitales cada vez más poderosas que nadie, ni siquiera sus creadores, pueden comprender, predecir o controlar de forma fiable" (Future of Life Institute, 2023)[1].

La inteligencia artificial, sin embargo, no es un concepto etéreo que apareció en la discusión pública por azar; son productos desarrollados por compañías o personas jurídicas con propósitos definidos y bajo un esquema que presume un control por parte de sus 'creadores'. John McCarthy, quien fuera profesor de ciencias de la información en Stanford, definió la inteligencia artificial como

> La ciencia y la ingeniería de fabricar máquinas inteligentes, especialmente programas informáticos inteligentes. Está relacionado con la tarea similar de usar computadoras para comprender la inteligencia humana, pero la IA no tiene que limitarse a métodos que son biológicamente observables (2007, p. 2).

Margaret Boden en su libro Artificial Intelligence. A Very Short Introduction complementa este concepto con una definición aparentemente sencilla: "la Inteligencia Artificial (AI) busca que las computadoras hagan el tipo de cosas que las mentes pueden hacer" (2018, p. 1). Visto en su conjunto, y con las últimas notas mediáticas, hay una preocupación de que la inteligencia artificial vaya a sobrepasar la inteligencia humana y deje de ser una herramienta al servicio de la humanidad.

Más allá de cualquier referencia apocalíptica en el título de esta nota[2], este avance tecnológico tiene un impacto social ineludible y representa un reto de gobierno corporativo para cualquier directorio como órgano de dirección de la gestión empresarial. Por ejemplo, la *Competition and Markets Authority* del Reino Unido publicó el 19 de enero de 2021 una investigación denominada "*Algorithms: How they can reduce competition and harm consumers*" en la cual detallaron cómo el uso de algoritmos en grandes empresas tecnológicas pueden reducir la competencia mediante la exclusión de competidores (dando preferencia, por ejemplo, a los productos propios de una plataforma en desmedro de otros proveedores), o hacer discriminación de precios entre consumidores en base a la personalización[3]. En esa línea, Else y Pileggi ya habían adelantado que

> La IA está permeando todas las industrias y los directores deben ser conscientes de los riesgos asociados con el panorama en constante evolución de dicha tecnología. Por lo tanto, es necesario al menos una comprensión básica de la IA y su aplicabilidad a la industria particular de una junta directiva para que los directores cumplan con sus deberes fiduciarios y para un gobierno corporativo eficaz (2019) [traducción libre][4].

Por otro lado, el Congreso peruano emitió el 5 de julio de 2023 la Ley 31814, Ley que promueve el uso de la inteligencia artificial en favor del desarrollo económico y social del país, en la cual se establecen una serie de principios para el desarrollo y uso de la inteligencia artificial, entre los cuales figuran lo referido a estándares de seguridad, el desarrollo ético de la inteligencia artificial y el cuidado de la privacidad de datos[5]. Esta norma, como es eviden-

---

1 Véase a Equipo Editorial British Broadcasting Company (29 de marzo de 2023) para más información.

2 La franquicia de cine Terminator de James Cameron tuvo a Skynet como la inteligencia artificial que se rebeló contra la humanidad e inició una lucha contra ella, buscando su extinción y el dominio de las máquinas.

3 Véase a Competition and Markets Authority (2021).

4 Texto original:

> AI is permeating all industries, and directors must be aware of risks associated with the ever-evolving landscape of such technology. Thus, at least a basic understanding of AI and its applicability to a board's particular industry is necessary for board directors to comply with their fiduciary duties and for effective corporate governance.

5 El artículo único del título preliminar que los principios para el desarrollo y uso de la inteligencia artificial son:

> a) Estándares de seguridad basados en riesgos: Se promueve un enfoque basado en riesgos para el uso y desarrollo de la inteligencia artificial.

te, aplicaría a todos los ciudadanos involucrados en el uso de la inteligencia artificial en el Perú.

Con esta problemática en mente y la incipiente regulación antes comentada, toca cuestionarnos el deber de cuidado del directorio en la gestión empresarial (llamado *duty of care* en el derecho anglosajón) establecido en la Ley General de Sociedades, a efectos de establecer los estándares de conducta que deben seguir los directores con respecto a la inteligencia artificial, las buenas prácticas a implementar y los límites de responsabilidad de cada miembro, desde una perspectiva doctrinal, de derecho comparado y, por qué no, de sentido común.

II. EL DEBER DE DILIGENCIA O CUIDADO DEL DIRECTORIO

El deber de cuidado tuvo un desarrollo principalmente en el sistema del *common law* entendido como un deber fiduciario impuesto al director:

> A tener un grado específico de cuidado cuando desempeña su función directoral; un deber que se aplica, entre otras cosas, al cuidado que se tiene al tomar una decisión o al monitorear el desempeño de la administración, y a las medidas tomadas por los directores para asegurarse de que sean capaces de comprender lo que sucede dentro de la corporación –para poder ser capaces de tomar decisiones efectivas, o para poder identificar señales de alerta que indiquen un comportamiento gerencial ineficaz o sospechoso (Kershaw, 2021, p. 137) [traducción libre][6].

A su vez, este es un deber que es evaluado por las cortes bajo el estándar del *business judgment rule*[7] (también llamada regla de protección de la discrecionalidad empresarial). La *business judgment rule* fue definida como:

> Una presunción de que en la toma de decisiones empresariales los administradores de una sociedad actuaron de manera informada, de buena fe, y la sincera convicción de que la acción tomada fue en el mejor interés de la sociedad. Kaplan v. Centex Corp., Del.Ch., 284 A.2d 119, 124 (1971); Robinson v. Pittsburgh Oil Refinery Corp., Del.Ch., 126 A. 46 (1924). Esa decisión será respetada por los tribunales a menos que se demuestre la infracción del deber de diligencia. La prueba recaerá sobre la parte demandante que deberá establecer los hechos que refuten la presunción (Aronson v. Lewis, 1985) [traducción libre][8].

Si bien el sistema de derecho civil inicialmente consideró un modelo estándar de conducta de buen padre de familia, la especialización de la práctica mercantil derivó en un estándar de ordenado comerciante[9], lo que se plasmó en el artículo 171 de la LGS, cuando hace referencia a que:

---

b) Enfoque de pluralidad de participantes: Se promueve la participación de personas naturales y jurídicas u organizaciones e instituciones públicas y privadas en el debate para el desarrollo de políticas orientadas a la regulación sobre el uso de la inteligencia artificial en el país.

c) Gobernanza de internet: Se promueve el desarrollo y aplicación de principios, normas, reglas, procedimientos de toma de decisión y programas que determinan la evolución y el uso de internet por parte del Estado, instituciones del sector privado y la sociedad civil participando desde sus respectivos roles.

d) Sociedad digital: Se valora la información y el conocimiento obtenido mediante el acceso, uso y desarrollo de tecnologías digitales en todas sus dimensiones, y se impulsa la seguridad, la confianza, la economía digital, la conectividad digital, el talento, la innovación, la educación y la identidad digital, así como el aprovechamiento de las tecnologías emergentes en favor del bienestar social y económico de la ciudadanía.

e) Desarrollo ético para una inteligencia artificial responsable: Se considera que la ética es la base fundamental para identificar de forma precisa el marco de responsabilidades en el uso de este tipo de sistemas que conforman la industria 4.0.

f) Privacidad de la inteligencia artificial: La inteligencia artificial no debe transgredir la privacidad de las personas, debe actuar de manera segura para lograr un impacto positivo y de bienestar en los ciudadanos.

6 Texto original:

> To take a specified degree of care when she performs her directorial role; a duty which applies, inter alia, to the care that is taken when making a decision or when monitoring the performance of management, and to the steps taken by the directors to ensure that they are capable of understanding what is happening within the corporation –in order to be capable of making effective decisions, or to be able to identify red flags indicating ineffective or suspicious managerial behaviour.

7 Véase a Cornell University (2022) para una definición del término.

8 Texto original:

> It is a presumption that in making a business decision the directors of a corporation acted on an informed basis, in good faith and in the honest belief that the action taken was in the best interests of the company. Kaplan v. Centex Corp., Del.Ch., 284 A.2d 119, 124 (1971); Robinson v. Pittsburgh Oil Refinery Corp., Del.Ch., 126 A. 46 (1924). Absent an abuse of discretion, that judgment will be respected by the courts. The burden is on the party challenging the decision to establish facts rebutting the presumption (1971).

9 Véase a Ramos Herranz (2006).

> Los directores desempeñan el cargo **con la diligencia de un ordenado comerciante y de un representante leal**.
>
> Están obligados a guardar reserva respecto de los negocios de la sociedad y de la información social a que tengan acceso, aun después de cesar en sus funciones (1997) [el énfasis es nuestro].

Esto, a su vez, sigue la normativa española del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, que ya establecía en su artículo 127.1 que los "administradores desempeñarán su cargo con la diligencia de un ordenado empresario y de un representante leal".

Nos encontramos, entonces, frente a un concepto jurídico indeterminado basado en un estándar del 'ordenado comerciante' (concepto para el deber de cuidado) y 'representante leal' (concepto para el deber de lealtad). Alcalde Rodríguez (2013, pp. 137-138) desarrolla la función de la diligencia como término jurídico indeterminado –siguiendo, a su vez, a Pérez Carrillo– y nos indica que este tiene tres componentes:

a) Es una 'fuente autónoma de obligaciones de los administradores'; es decir, genera responsabilidad en sí misma y sirve como mecanismo para asignar culpa a los directores en las obligaciones de indemnización que puedan tener a su cargo;

b) Sirve como criterio de interpretación de las obligaciones impuestas por otras fuentes a los directores; y

c) Cumple el papel de 'cuantificación o medida de la atención o cuidado exigible en el ejercicio de la administración'; este último particularmente relevante para los fines de esta investigación.

El sistema jurídico peruano, a diferencia de lo que ocurre en cortes del *common law* (por ejemplo, Delaware o Nueva York) o países vecinos como Colombia (a través de la Superintendencia de Sociedades) no tiene un sistema de jurisprudencia que den luces sobre el 'buen accionar' que deben seguir los directores y funcionarios de las compañías en sus jurisdicciones para acogerse al beneficio de la *business judgment rule*[10], por lo que nos toca hacer un ejercicio doctrinal y de derecho comparado para dar contenido a este concepto. Para estos fines nos vamos a enfocar en la jurisprudencia de las cortes del estado de Delaware al ser la jurisdicción más importante en los Estados Unidos de América para el desarrollo de actividad comercial, al contar con un gran desarrollo de jurisprudencia sobre deberes fiduciarios, una judicatura especializada en derecho comercial y un gran *expertise* administrativo para la pronta resolución de disputas comerciales (Romano, 1993, p. 39).

En esta línea, Cándido Paz Ares nos indica que:

> El deber de cuidado –el deber de diligencia del 'ordenado empresario'– exige que los administradores inviertan una determinada cantidad de tiempo y esfuerzo y desplieguen un cierto nivel de pericia en la gestión o supervisión de la empresa a fin de maximizar la producción de valor (2003, p. 204).

Si bien este concepto se va a interpretar conforme a las necesidades de cada negocio, la doctrina española ha intentado definirlo como:

> El empresario que desarrolla su concreta actividad empresarial con la diligencia media exigible. Un ordenado empresario es la persona que tiene conocimientos, al menos, de la práctica comercial nacional, pudiendo contar, inclusive, con conocimientos de la práctica comunitaria e internacional, atendiendo a que es un profesional y a que se dedica habitualmente a estas tareas. Así, un ordenado empresario, además de ser un profesional, por ser característica inherente al propio concepto de comerciante, es un empresario, en consecuencia, su diligencia habrá de ser superior (Ramos Herranz, 2006, pp. 224-225).

Por otro lado, la jurisprudencia de las cortes de Delaware define el deber de cuidado como el deber de los directores de "informarse, antes de tomar una decisión comercial, de toda la información material que esté razonablemente a su alcance. Una vez informados de ello, deberán actuar con el debido cuidado en el desempeño de sus funciones" (Aronson v. Lewis, 1985) [traducción libre][11].

---

[10] En su famoso artículo Saints and Sinners: How does Delaware Corporate Law work?, Rock propone que el rol de la ley fiduciaria en Delaware es fungir como una serie de parábolas o fábulas que describen cómo debe actuar un funcionario. "The core of my claim is that we should understand Delaware fiduciary duty law as a set of parables or folktales of good and band managers and directors, tales that collectively describe their normative role" (1997, p. 1106).

[11] Texto original:

> To inform themselves, prior to making a business decision, of all material information reasonably available to them. Having become so informed, they must then act with requisite care in the discharge of their duties.

En base a lo antes citado, el deber de cuidado va tomando forma en algunas pautas de conducta básicas de un director (distintas de las capacidades profesionales inherentes para asumir el cargo): (i) invertir tiempo y esfuerzo en el cargo; (ii) hacer esfuerzos para estar razonablemente informado; y (iii) obrar –entendido en el sentido de tomar decisiones o llevar a cabo acciones– de manera diligente en base a los esfuerzos desplegados.

III. EL DEBER DE CUIDADO Y EL *DUTY OF OVERSIGHT* BAJO LA JURISPRUDENCIA DE DELAWARE

A. El *duty of oversight* en base al precedente In re Caremark International Inc. Derivative Litigation

El deber de cuidado muchas veces pasa por saber hacer las preguntas correctas, más que por tener un conocimiento comprehensivo de un tema. El miembro de un directorio no suele ser un ejecutivo a tiempo completo de la compañía pero suele tener *expertise*, experiencia y *seniority* para el cargo al que ha sido designado. Es famosa la opinión del juez Learned Hand en Barnes v. Andrews (1924) al respecto, cuando señala que "(l)os directores no son especialistas como los abogados o los médicos [...] Son los asesores generales del negocio y si fielmente dan a su cargo la responsabilidad que tienen, no sería lícito responsabilizarlos (por sus decisiones)" [traducción libre][12].

En esa línea, el deber de cuidado de los directores se materializa en supervisar la inteligencia artificial que esté desarrollando su compañía. ¿Cómo hacer esto? Las cortes del estado de Delaware han derivado del *duty of care* un deber adicional: el deber de supervisión, también llamado *duty of oversight*. Esto fue desarrollado inicialmente en el caso In re Caremark International Inc. Derivative Litigation, emitido por la Corte de Chancery en el año 1996, de donde se derivaron los famosos 'Caremark *duties*' o 'deberes Caremark'.

El caso In re Caremark (1996) se dio por la revisión de una transacción ('*settlement*') de una *derivative action*[13] presentada en beneficio de Caremark International, Inc. ('Caremark') por sus accionistas, por supuesto incumplimiento de los deberes fiduciarios de los directores de Caremark en relación con violaciones a leyes federales, estatales y regulaciones aplicables a los proveedores de servicios de salud por parte de los trabajadores de la compañía. Los trabajadores de Caremark habrían incurrido en prácticas ubicadas en zonas grises de diversas regulaciones respecto al pago a profesionales de la salud para recomendar productos de Caremark, y los directores no habrían cumplido con sus deberes de monitorear la '*performance*' corporativa.

Si bien los hechos del caso demostraron que los directores llevaron a cabo auditorías, implementaron ciertos grados de recomendaciones y, en términos generales, no habrían incurrido en responsabilidad, la Corte desarrolló ciertos criterios para que el directorio implemente sistemas de monitoreo y, en base al cumplimiento de estos, se exima de responsabilidad:

> A la luz de estos acontecimientos, en mi opinión, sería un error concluir que la declaración de nuestra Corte Suprema en el caso Graham sobre el "espionaje" significa que las juntas corporativas pueden cumplir con su obligación de estar razonablemente informadas sobre la corporación, sin asegurarse de que sistemas de información y reporte existen en la organización que están razonablemente diseñados para proporcionar a la alta dirección y a la propia junta directiva información oportuna y precisa, suficiente para permitir que la dirección y la junta, cada uno dentro de su alcance, lleguen a juicios informados sobre el cumplimiento de la ley por parte de la corporación y su desempeño empresarial.
>
> Obviamente, el nivel de detalle apropiado para dicho sistema de información es una cuestión de criterio empresarial. Y obviamente también, ningún sistema de información y presentación de informes diseñado racionalmente eliminará la posibilidad de que la corporación viole leyes o regulaciones, o que los altos funcionarios o directores puedan, sin embargo, ser engañados o no detectar razonablemente actos sustanciales para el cumplimiento de la ley por parte de la corporación. Pero es importante que la junta ejerza un juicio de buena fe en cuanto a que el sistema de información y presentación de informes de la corporación, conceptualmente

[12] Texto original: "Directors are not specialists like lawyers or doctors [...] They are the general advisors of the business and if they faithfully give such ability as they have to their charge, it would not be lawful to hold them liable".

[13] Un '*derivative suit*' o '*derivative litigation*' bajo el derecho americano es una acción legal afín a la pretensión social de responsabilidad contemplada en el artículo 181 de la LGS, por la cual un accionista, en representación de la sociedad, inicia una acción legal contra un director, oficial o tercero, que haya faltado a los deberes inherentes al cargo. Esto, en tanto la propiedad sociedad no haya ejercido la propia acción de responsabilidad al momento que el accionista hizo la demanda correspondiente. Para más información, véase a Cornell University (2022).

> y en diseño, adecuados para asegurar al directorio que la información apropiada llegará a su atención de manera oportuna como una cuestión de operaciones ordinarias, de modo que puede satisfacer su responsabilidad.
>
> **Por lo tanto, soy de la opinión de que la obligación de un director incluye el deber de intentar de buena fe garantizar que exista un sistema de información y presentación de informes corporativos, que la junta considere adecuado, y que no hacerlo en algunas circunstancias puede, en teoría al menos, responsabilizar a un director por las pérdidas causadas por el incumplimiento de las normas legales aplicables**[14] (1996) [traducción libre] [el énfasis es nuestro].

Por un lado, la corte introduce el concepto del '*duty of oversight*' (sin decirlo expresamente en la opinión) al indicar que una de las obligaciones de los directores es incorporar un sistema de información corporativa y monitoreo de buena fe que permita una adecuada obtención de información por parte de este, y cuyo incumplimiento pueda potencialmente generar la responsabilidad legal del órgano. Por otro lado, deja claro que el contenido de este sistema está sujeto al '*business judgment rule'*.

Asimismo, la decisión establece que teóricamente, un director puede incurrir en responsabilidad en caso de que, habiendo implementado un sistema de control, haya una falla sistemática o sostenida en el monitoreo por parte del directorio:

> Generalmente, cuando un reclamo de responsabilidad del director por pérdida corporativa se basa en el desconocimiento de las actividades que generan responsabilidad dentro de la corporación, como en el caso Graham o en este caso, en mi opinión, solo una falla sostenida o sistemática del directorio en ejercer la supervisión, como una falla total de intentar asegurar que exista un sistema información y reporte razonable exista establecerá la falta de buena fe que es condición necesaria para la responsabilidad. Esta prueba de responsabilidad por falta de buena fe, evidenciada por la falta sostenida o sistemática de un director en ejercer una supervisión razonable, es bastante alta. Sin embargo, una prueba exigente de responsabilidad en el contexto de la supervisión probablemente sea beneficiosa para los accionistas corporativos como tal, como lo es en el contexto de las decisiones de la junta directiva, ya que hace que sea más probable que personas calificadas trabajen en la junta directiva, al mismo tiempo que continúa actuando como un estímulo para el cumplimiento de buena fe de las obligaciones por parte de dichos directores [traducción libre][15].

En resumen, el test desarrollado por el caso In re Caremark (1996) establece que los directores serían responsables por un incumplimiento del deber de supervisión en caso de que:

– Hayan fallado absolutamente en la implementación de un sistema de información y reporte; o

[14] Texto original:

> In light of these developments, it would, in my opinion, be a mistake to conclude that our Supreme Court's statement in Graham concerning "espionage" means that corporate boards may satisfy their obligation to be reasonably informed concerning the corporation, without assuring themselves that information and reporting systems exist in the organization that are reasonably designed to provide to senior management and to the board itself timely, accurate information sufficient to allow management and the board, each within its scope, to reach informed judgments concerning both the corporation's compliance with law and its business performance.
>
> Obviously the level of detail that is appropriate for such an information system is a question of business judgment. And obviously too, no rationally designed information and reporting system will remove the possibility that the corporation will violate laws or regulations, or that senior officers or directors may nevertheless sometimes be misled or otherwise fail reasonably to detect acts material to the corporation's compliance with the law. But it is important that the board exercise a good faith judgment that the corporation's information and reporting system is in concept and design adequate to assure the board that appropriate information will come to its attention in a timely manner as a matter of ordinary operations, so that it may satisfy its responsibility.
>
> **Thus, I am of the view that a director's obligation includes a duty to attempt in good faith to assure that a corporate information and reporting system, which the board concludes is adequate, exists, and that failure to do so under some circumstances may, in theory at least, render a director liable for losses caused by non-compliance with applicable legal standards** [el énfasis es nuestro].

[15] Texto original:

> Generally where a claim of directorial liability for corporate loss is predicated upon ignorance of liability creating activities within the corporation, as in Graham or in this case, in my opinion only a sustained or systematic failure of the board to exercise oversight such as an utter failure to attempt to assure a reasonable information and reporting system exits will establish the lack of good faith that is a necessary condition to liability. Such a test of liability lack of good faith as evidenced by sustained or systematic failure of a director to exercise reasonable oversight is quite high. But, a demanding test of liability in the oversight context is probably beneficial to corporate shareholders as a class, as it is in the board decision context, since it makes board service by qualified persons more likely, while continuing to act as a stimulus to good faith performance of duty by such directors.

– Habiendo implementado este sistema, fallen de manera consciente en monitorear o supervisar su operación, de tal manera que impidan el acceso a la información de riesgos o problemas que requieran su atención.

Desde una perspectiva procedimental, debe tenerse en cuenta que, si bien estamos hablando de violaciones al deber de cuidado, las cortes de Delaware han establecido que esto se litigue como una violación al deber de lealtad en tanto que:

> Para alegar una responsabilidad potencial suficiente para causar que los directores no puedan considerar una demanda y así justificar un reclamo derivado bajo la Regla 23.1, **la falta de supervisión debe ser tan extrema que represente una violación del deber de lealtad**. Esto, a su vez, requiere una alegación de scienter, demostrando mala fe en la mordaz formulación del entonces presidente del Tribunal Supremo Strine, un incumplimiento del deber de diligencia de buena fe (Construction Industry Laborers Pension Fund, et al. v. Mike Bingle, et al, C.A. 2021-0494-SG [Del. Ch. 2022])[16] [traducción libre] [el énfasis es nuestro].

Esto permite superar cualquier limitación estatutaria a la responsabilidad de los directores que pueda estar en el certificado de incorporación de la sociedad. Recordemos que el título octavo de la Delaware General Corporation Law, en su artículo § 102 (b) (7), permite incluir provisiones que limiten la responsabilidad personal de los directores y funcionarios por violaciones a sus deberes fiduciarios. Sin embargo, deja en claro que no pueden limitar la responsabilidad de los directores en caso de violaciones al deber de lealtad, acciones de mala fe ('*not in good faith*') o intencionales o con conocimiento de incumplimiento de la ley, entre otros[17].

B. In re Caremark (1996) en la práctica. Las recientes decisiones de Marchand v. Barnhill (2019) e In re Boeing Co. Derivative Litigation (2021)

Mientras que los *claims* por la violación de los deberes fiduciarios bajo In Caremark (1996) fueron llamados en el propio caso "la teoría más difícil en el derecho de sociedades por el cual un demandante puede ganar un fallo" [traducción libre][18], las cortes de Delaware han tenido decisiones que han permitido que cada vez más acciones judiciales ('*derivative actions*') lleguen a una etapa de litigio y no sean desestimadas inicialmente sin entrar a evaluar los méritos del reclamo. Claramente hay

[16] Texto original:

> To plead potential liability sufficient to cause directors to be unable to consider a demand and thus justify a derivative claim under Rule 23.1, therefore, **the lack of oversight pled must be so extreme that it represents a breach of the duty of loyalty**. This in turn requires a pleading of scienter, demonstrating bad faith—in then-Chief Justice Strine's piquant formulation, a failure to fulfill the duty of care in good faith [el énfasis es nuestro].

[17] El artículo § 102 (b) (7) de la Delaware General Corporation Law establece literalmente lo siguiente:

> (b) In addition to the matters required to be set forth in the certificate of incorporation by subsection (a) of this section, the certificate of incorporation may also contain any or all of the following matters:
>
> […]
>
> (7) A provision eliminating or limiting the personal liability of a director or officer to the corporation or its stockholders for monetary damages for breach of fiduciary duty as a director or officer, provided that such provision shall not eliminate or limit the liability of:
>
> (i) A director or officer for any breach of the director's or officer's duty of loyalty to the corporation or its stockholders;
>
> (ii) A director or officer for acts or omissions not in good faith or which involve intentional misconduct or a knowing violation of law;
>
> (iii) A director under § 174 of this title;
>
> (iv) A director or officer for any transaction from which the director or officer derived an improper personal benefit; or
>
> (v) An officer in any action by or in the right of the corporation.
>
> No such provision shall eliminate or limit the liability of a director or officer for any act or omission occurring prior to the date when such provision becomes effective.
>
> An amendment, repeal or elimination of such a provision shall not affect its application with respect to an act or omission by a director or officer occurring before such amendment, repeal or elimination unless the provision provides otherwise at the time of such act or omission.
>
> All references in this paragraph (b)(7) to a director shall also be deemed to refer to such other person or persons, if any, who, pursuant to a provision of the certificate of incorporation in accordance with § 141(a) of this title, exercise or perform any of the powers or duties otherwise conferred or imposed upon the board of directors by this title.
>
> All references in this paragraph (b)(7) to an officer shall mean only a person who at the time of an act or omission as to which liability is asserted is deemed to have consented to service by the delivery of process to the registered agent of the corporation pursuant to § 3114(b) of Title 10 (for purposes of this sentence only, treating residents of this State as if they were nonresidents to apply § 3114(b) of Title 10 to this sentence).

[18] Texto original:

> Most difficult theory in corporation law upon which a plaintiff might hope to win a judgment (In re Caremark International Inc. Derivative Litigation, 698 A.2d 959 [Del. Ch. 1996]).

un riesgo cada vez mayor hacia los directores –al menos en aquellas corporaciones sujetas a la ley del Estado de Delaware– de tener responsabilidad por una violación del *duty of oversight*.

El caso de Marchand v. Barnhill (2019), se refiere a la demanda de responsabilidad presentada por ciertos accionistas de Blue Bell Creameries USA, Inc. (en adelante, Blue Bell), uno de los mayores productores de helados de los Estados Unidos, contra ciertos directores de la compañía luego de que, en el año 2015, esta tuviera un brote de listeria en sus instalaciones, la cual generó el '*recall*' de sus productos, cierre de producción de todas sus plantas, el cese de un tercio de sus trabajadores y la muerte de tres personas por el consumo de los productos infectados con listeria. Como consecuencia de esto, la compañía tuvo una crisis de liquidez y se vio forzada a aceptar una transacción de *private equity*.

Los demandantes alegaron que Blue Bell, a pesar de ser un negocio cuyo *core* era el desarrollo de helados y productos lácteos, no implementó mecanismos para supervisar el control y cumplimiento de medidas referidas a la salud, seguridad y controles sanitarios, siendo que no tuvo conocimiento de los brotes de listeria a tiempo y tuvo un mal manejo de la crisis correspondiente. En este caso, la Corte falló a favor de los demandantes, indicando que:

> Aunque Caremark puede no exigir tanto como algunos comentaristas desearían, sí requiere que un directorio haga un esfuerzo de buena fe para implementar un sistema razonable de monitoreo y reporte sobre los riesgos centrales de cumplimiento de la corporación. En el caso de Blue Bell, la seguridad alimentaria era esencial y crítica para sus objetivos. La denuncia alegaba hechos que respaldaban una inferencia razonable de que no existía ningún sistema a nivel del directorio de seguimiento o reporte sobre seguridad alimentaria [traducción libre][19].

Como podemos ver, la Corte Suprema de Delaware considera que deben implementarse sistemas de monitoreo y reporte razonables en las compañías, en particular en aquellos donde el cumplimiento es esencial (como son actividades directamente relacionadas al giro principal del negocio). Esto permite que un directorio tenga información razonable para poder tomar sus decisiones y, eventualmente, acogerse al *business judgment rule*. La Corte de Chancery siguió este mismo criterio en In re The Boeing Co. Derivative Ligitation, en una opinión del 7 de septiembre de 2021.

En este caso, accionistas de The Boeing Company (en adelante, Boeing) demandaron al directorio de la compañía y a ciertos ejecutivos de la compañía por una pérdida de valor en Boeing producto de los problemas con la aeronave 737 MAX, la cual tuvo dos accidentes fatales en octubre de 2018 (el accidente de Lion Air) y en marzo de 2019 (el accidente de Ethiopian Airlines). En una opinión detallada, la Corte coincidió con los argumentos de los demandantes: que el directorio de la compañía, entre otros, no había establecido comités o procesos respecto al monitoreo de la seguridad de sus aeronaves (que, como hemos visto en Marchand v. Barnhill (2019), representa un componente crítico de la compañía)[20], ni había obrado respecto a '*red flags'* sobre el potencial riesgo de operar el Boeing 737 MAX. Así, concluyó que:

> La cuestión concreta que hoy se plantea ante este Tribunal es si los accionistas de Boeing han alegado que la mayoría de los directores de la Compañía enfrentan una probabilidad sustancial de responsabilidad por las pérdidas de Boeing. **Esto puede deberse a que los directores no establecieron un sistema de reporte para la seguridad de los aviones, o a que hicieron la vista gorda ante una 'red flag' que representa problemas de seguridad de las aeronaves. Concluyo que los accionistas han alegado ambas fuentes de responsabilidad de la junta directiva. Los accionistas podrán interponer el reclamo de falta de oversight [supervisión] en representación de la Compañía contra el directorio**. Pero los accionistas no han podido alegar que la junta directiva sea incapaz de mantener un reclamo contra los directivos de Boeing. También se desestima la demanda de los accionistas contra el directorio, en relación con su manejo del retiro y compensación

[19] Texto original:

> Although Caremark may not require as much as some commentators wish, it does require that a board make a good faith effort to put in place a reasonable system of monitoring and reporting about the corporation's central compliance risks. In Blue Bell's case, food safety was essential and mission critical. The complaint pled facts supporting a fair inference that no board-level system of monitoring or reporting on food safety existed.

[20] Esto puede apreciarse en la siguiente cita:

> At the pleading stage, the existence of the Audit Committee, Corporate Audit group, and ERV process cannot support the conclusion that the Board established any committee or process charged with direct responsibility to monitor airplane safety. To the contrary, the Board did not establish the Airplane Committee, which was explicitly tasked with overseeing airplane safety, until April 2019; the Airplane Committee was the first Board committee to formally request information about the cause of the crashes (2019).

> del director ejecutivo (2019) [traducción libre] [el énfasis es nuestro][21].

Casos como Marchand v. Barnhill (2019) e In re The Boeing Co. Derivative Ligitation (2021) muestran una tendencia de las cortes de Delaware a permitir acciones de responsabilidad contra directores en tanto no cumplan con el deber de *oversight* establecido en el caso In re Caremark (1996), en particular si se refieren a supervisar actividades directamente relacionadas al giro principal del negocio.

IV. RECOMENDACIONES PARA EL MANEJO DE LA INTELIGENCIA ARTIFICIAL POR EL DIRECTORIO

Como hemos visto, el deber de *oversight* establecido en el caso In re Caremark (1996) implica no solo la implementación de mecanismos de supervisión de ciertos riesgos del negocio, sino también que estos sean monitoreados de forma efectiva por el directorio. Marchand v. Barnhill (2019) e In re The Boeing Co. Derivative Ligitation (2021) recalcan que tanto el mecanismo como el uso efectivo del mismo son particularmente relevantes cuando se refieren al *core* del negocio.

Por otro lado, el artículo 171 de la LGS indica que el directorio debe desempeñarse en el cargo con la diligencia de un "ordenado comerciante y de un representante leal". Nos toca ahora, entonces, dar contenido a ese concepto jurídico indefinido de 'ordenado comerciante' a la luz del derecho comparado y de los avances tecnológicos a los que se enfrentan nuestros ejecutivos.

Dada la era digital en la que estamos, muchas compañías están en proceso de transformación digital, entendido esto como "el proceso mediante el cual las empresas incorporan tecnologías en sus negocios para impulsar un cambio fundamental" (Accenture, 2023) [traducción libre][22]. Como consecuencia de esto, surgen nuevas tecnologías como la '*big data*', los 'algoritmos', los '*large language models*', entre otros; además de la 'inteligencia artificial' ya comentada. La implementación de estas tecnologías implica un reto y un riesgo para el directorio, por lo que merece ser revisada a partir de las lecciones del derecho corporativo y las buenas prácticas de gobierno corporativo.

Enfocándonos en la inteligencia artificial, materia de este artículo, Cunningham *et al.* (2023) resumen muy bien los retos al considerar la implementación de la inteligencia artificial generativa:

> A medida que las herramientas de IA generativa proliferan y se incorporan a productos de búsqueda y datos que ya se utilizan ampliamente, los directores deben considerar (1) el grado en que la información que reciben de la gerencia, los auditores, los consultores u otros puede haber sido producida utilizando IA generativa y (2) si pueden y deben utilizar herramientas de IA generativa como una oportunidad para respaldar sus deberes y actividades como directores. Para ambos fines, los directores deben ser conscientes, al igual que los funcionarios y empleados de la empresa, de los riesgos asociados con el uso y la dependencia de la empresa de la IA generativa [traducción libre][23].

Como podemos ver, el directorio afronta el reto no solo de verificar la implementación de la inteligencia artificial, sino también de (i) evaluar cuánta información generada por inteligencia artificial recibirá para la toma de sus decisiones, considerando las limitaciones y sesgos propias de las IA; así como, (ii) evaluar si el directorio debe usar la inteligencia artificial como un apoyo en el cumplimiento de sus deberes y actividades. Para los fines de este artículo, nos enfocaremos en las labores de implementación y supervisión efectiva de la inteligencia artificial.

---

[21] Texto original:

> The narrow question before this Court today is whether Boeing's stockholders have alleged that a majority of the Company's directors face a substantial likelihood of liability for Boeing's losses. **This may be based on the directors' complete failure to establish a reporting system for airplane safety, or on their turning a blind eye to a red flag representing airplane safety problems. I conclude the stockholders have pled both sources of board liability. The stockholders may pursue the Company's oversight claim against the board**. But the stockholders have failed to allege the board is incapable of maintaining a claim against Boeing's officers. The stockholders' other claim against the board, regarding their handling of the chief executive officer's retirement and compensation, is also dismissed [el énfasis es nuestro].

[22] Texto original:

> Digital transformation is the process by which companies embed technologies across their businesses to drive fundamental change.

[23] Texto original:

> As generative AI tools proliferate and are incorporated into search and data products already in wide use, directors should consider both (1) the degree to which information they receive from management, auditors, consultants, or others may have been produced using generative AI and (2) whether they can and should use generative AI tools as an opportunity to support their duties and activities as directors. For both purposes, directors must be mindful, like company officers and employees, of risks associated with the company's use and reliance on generative AI.

A continuación, basados en las recomendaciones de Eichenberg y Rotenberg (2022), así como de Cunningham *et al.* (2023) ya citados, señalamos las principales recomendaciones para los miembros del directorio a efectos que puedan cumplir con su deber fiduciario de cuidado y obrar como un 'ordenado comerciante'.

A. Comprensión de la inteligencia artificial

Resulta necesario que los directores inviertan en tener un conocimiento básico y comercial de cómo funciona la inteligencia artificial en términos generales y cómo se aplica respecto a su industria. De esta manera, el directorio podrá conocer qué riesgos evaluar o considerar, tanto en las actividades de su compañía como en los mecanismos de supervisión a implementar en la misma (en cumplimiento de las recomendaciones del precedente In re Caremark de 1996 y derivados). En particular, el directorio debería tener claro que:

– Si bien la inteligencia artificial es una máquina, no es objetiva. Es una creación humana sujeta a los sesgos y prejuicios de sus programadores.

– La inteligencia artificial es tan buena como la data que se le suministra. Sobre la base de este universo de información y al propio aprendizaje de la inteligencia artificial es que generará respuestas, por lo que estas pueden ser inexactas, incompletas o con sesgos muy marcados[24].

B. Establecimiento de mecanismos de reporte y de supervisión, así como la verificación periódica de los mismos

El directorio debe velar, por un lado, porque la compañía tenga mecanismos de reporte respecto a temas de inteligencia artificial; esto es, que haya canales a través de los cuales el directorio reciba información suficiente al respecto y, por otro lado, porque la compañía cuente con mecanismos de supervisión respecto al desarrollo de la implementación de la inteligencia artificial.

Esto permite, por un lado, que el directorio esté adecuadamente informado sobre el desarrollo de las iniciativas de inteligencia artificial en la compañía y, por el otro, ejercer el deber de 'supervisión' u '*oversight*' respecto a estas iniciativas.

Esto sería, además, consistente con el estándar de seguridad basado en riesgos para el uso y desarrollo de la inteligencia artificial promovido en la Ley 31814.

C. Verificación de las capacidades del personal que supervisa la inteligencia artificial

El directorio deberá considerar que el personal que desarrolla y supervisa las actividades relacionadas con la inteligencia artificial a nivel ejecutivo en la compañía cuente con las capacidades técnicas y profesionales suficientes para estos fines.

1. Implementación de mecanismos de control interno

El directorio, en conjunto con la gerencia y equipos especializados dentro de la compañía, deberá verificar que se implementen mecanismos de control interno suficientes. Al respecto, recalcamos que la Ley 31814 enfatiza entre sus principios rectores, que la inteligencia artificial debe desarrollarse con un enfoque ético lado y velar de no trasgredir la privacidad de las personas.

En esta línea, como detallan Cunningham *et al.* (2023),

> La IA generativa procesa y retiene las interacciones de los usuarios como datos de entrenamiento, lo que tiene como objetivo mejorar la calidad de su producción en versiones futuras, pero también implica riesgos y consideraciones de privacidad y ciberseguridad, incluida la divulgación no intencionada de información confidencial y otros datos. Por lo tanto, los directores corporativos deben tener cuidado de evitar que la IA generativa se utilice de manera que pueda comprometer dicha confidencialidad o crear exposición legal [traducción libre][25].

2. Designación de directores o asesores especializados

Para las compañías donde la inteligencia artificial es una parte sustancial del modelo de negocio es

[24] "Second, generative AI results may be inaccurate, incomplete, or biased (with bogus AI information or output commonly called 'hallucinations')" (Cunningham *et al.* (2023)).

[25] Texto original:

> Generative AI processes and retains user interactions as training data, which is intended to improve the quality of its output in future versions, but also implicates privacy and cybersecurity risks and considerations, including the unintended disclosure of confidential information and other data. Corporate directors must therefore take care to avoid generative AI being used in ways that could compromise such confidentiality or create legal exposure.

recomendable designar a un director familiarizado con la inteligencia artificial o contratar a asesores independientes con conocimiento especializado.

V. CONCLUSIONES

Como hemos visto a lo largo del presente artículo, el deber de cuidado es un deber jurídico indefinido que tiene que interpretarse e implementarse según los mejores estándares de la época. Si bien contamos con cierto desarrollo doctrinal del cuidado que debe tener el directorio en sus funciones (Ramos Herranz, 2006, pp. 224-225), este por si solo no brinda suficiente información respecto a las pautas y prácticas que debe seguir el directorio. A diferencia de otras jurisdicciones, nuestro sistema jurídico no tiene un sistema de precedente en prácticas de derecho societario que 'cuente una historia' sobre cómo debería comportarse el directorio (Rock, 1997, p. 1106), por lo que debemos recurrir al *case law* de Delaware, que ha desarrollado un sólido set de criterios, prácticas y recomendaciones para implementar el deber de cuidado (In re Caremark (1996) y derivados).

En esa línea, y frente a los avances tecnológicos, corresponde que el directorio actualice su conocimiento y establezca mecanismos para estar informado sobre la implementación de la inteligencia artificial y poder supervisarla efectivamente.

Considerando esto, corresponde hacer una relectura tanto del artículo 171 de la LGS, así como del artículo 173 de la misma norma:

> **Artículo 173.- Información y funciones**
> Cada director tiene el derecho a ser informado por la gerencia de todo lo relacionado con la marcha de la sociedad. Este derecho debe ser ejercido en el seno del directorio y de manera de no afectar la gestión social.
>
> Los directores elegidos por un grupo o clase de accionistas tienen los mismos deberes para con la sociedad y los demás accionistas que los directores restantes y su actuación no puede limitarse a defender los intereses de quienes los eligieron (1997).

Como hemos visto, parte del deber de cuidado del director es estar adecuadamente informado para la toma de decisiones. Por un lado, esto implica que el directorio conozca –aunque sea conceptualmente– la tecnología subyacente en discusión, sepa hacer las preguntas adecuadas sobre su uso, conozca la información generada por esta y la forma de su implementación. Por el otro, implica que el directorio establezca mecanismos de reporte respecto de la implementación de la inteligencia artificial, así como mecanismos de supervisión sobre cómo se ha implementado esta nueva tecnología.

De esta manera, el directorio puede tomar decisiones suficientemente informadas sobre la inteligencia artificial en el negocio de la compañía, con el objetivo de generar un incremento del valor de la misma y, en consecuencia, tener una mejor defensa frente a acciones de responsabilidad que puedan tomar los accionistas de la sociedad contra ellos en caso no estuviesen de acuerdo con las decisiones tomadas.

Esto último es particularmente relevante considerando que el Anteproyecto de la Ley General de Sociedades llevado a cabo por el grupo de trabajo aprobado mediante la Resolución Ministerial 0108-2017-JUS, siguiendo las propuestas de Paz Ares (2003), ha establecido un *safe harbour* similar al *business judgment rule* americano[26], al considerar en el artículo 154 del referido anteproyecto lo siguiente:

> Artículo 154.- Protección de la discrecionalidad empresarial en el ejercicio del cargo
>
> 1. **En el ámbito de las decisiones estratégicas y de negocio, sujetas a la discrecionalidad de los directores, los niveles requeridos de diligencia se entenderán cumplidos cuando el director haya actuado de buena fe, sin conflicto de interés en el asunto objeto de decisión, con información razonablemente suficiente según las circunstancias y siguiendo un procedimiento adecuado, independiente y transparente para la toma de decisión**. En este marco, los directores no incurrirán en responsabilidad en caso de actuar de conformidad con lo indicado en el párrafo anterior, incluso si finalmente las decisiones que adoptaron no resultaron las más convenientes para la sociedad.
>
> 2. No se entenderán incluidas dentro del ámbito de discrecionalidad empresarial aquellas decisiones que involucren directamente o indirectamente a algún accionista, o algún director o gerente y personas vinculadas a estos. En particular, cuando se trata de permitir a estos realizar las operaciones prohibidas por el artículo 150 o cuando se trate de aprobar algún contrato o negocio con un accionista o con una persona o entidad vinculada a este, corresponderá a los directores dejar constancia de que al tomar la decisión, el directorio ha cumplido

[26] Véase el Anteproyecto de la Ley General de Sociedades (Ministerio de Justicia y Derechos Humanos, 2018).

> con sus deberes de lealtad y diligencia, que el acuerdo adoptado es de beneficio para la sociedad y que se ha dado prioridad al interés social y seguido un proceso independiente y transparente (2003) [el énfasis es nuestro].

De esta manera, un directorio que cumpla con (i) tener un conocimiento básico de cómo funciona la inteligencia artificial en su industria; (ii) estar adecuadamente informado (y sepa discriminar respecto de la información que recibe); y (iii) haber sido diligente en la supervisión de temas críticos implementados o a ser implementados respecto a la inteligencia artificial en el negocio de la compañía, está cumpliendo con una reinterpretación moderna y funcional del deber de cuidado y, en particular, podría proteger sus acciones del escrutinio judicial[27].

Entonces, frente a la pregunta inicial, ¿puede el directorio controlar a Skynet? Queremos pensar –optimistamente– que, desde una perspectiva de gobierno corporativo, sí, en tanto cumpla con comprender qué es lo que se está creando dentro de su empresa e implemente, en mayor o menor grado, las recomendaciones antes expuestas.

REFERENCIAS

Accenture (2023). *What is Digital Transformation & Why is it Important?* Accenture. https://www.accenture.com/us-en/insights/digital-transformation-index#:~:text=Digital%20transformation%20is%20the%20process,for%20employees%2C%20customers%20and%20shareholders

Alcalde Rodríguez, E. (2013). *La Responsabilidad de los Directores de Sociedades Anónimas. Responsabilidad Civil y Penal Administrativa*. Ediciones Universidad Católica de Chile.

Boden, M. (2018). *Artificial Intelligence, A very short introduction*. Oxford University Press.

Competition and Markets Authority (2021). *Algorithms: How they can reduce competition and harm consumers*. United Kingdom Government. https://www.gov.uk/government/publications/algorithms-how-they-can-reduce-competition-and-harm-consumers/algorithms-how-they-can-reduce-competition-and-harm-consumers

Cornell University (2022). Derivative Litigation. En *Wex.* https://www.law.cornell.edu/wex/derivative_action

Cornell University (2022). Duty of Care. En *Wex.* https://www.law.cornell.edu/wex/duty_of_care#:~:text=The%20duty%20of%20care%20is,corporation's%20stakeholders%20or%20broader%20society

Cornell University (2022). Suit. En *Wex.* https://www.law.cornell.edu/wex/Shareholder_Derivative_Suit

Cunningham, L., Maskin, A., & Carlson, J. (21 de junio de 2023). Generative Artificial Intelligence and Corporate Boards: Cautions and Considerations. *Harvard Law School Forum on Corporate Governance.* https://corpgov.law.harvard.edu/2023/06/21/generative-artificial-intelligence-and-corporate-boards-cautions-and-considerations/

Eichenberg, S., Rotenberg, J., & Sabatier, C. (20 de diciembre de 2022). Artificial Intelligence: The New Frontier for Board Oversight? *NACD Boardtalk.* https://blog.nacdonline.org/posts/artificial-intelligence-board-oversight.

Else, S., & Pileggi, F. (12 de febrero de 2019). *Corporate Directors Must Consider Impact of Artificial Intelligence for Effective Corporate Governance*. American Bar Association. https://businesslawtoday.org/2019/02/corporate-directors-must-consider-impact-artificial-intelligence-effective-corporate-governance/

Equipo Editorial de British Broadcasting Company (2023). La carta en la que más de 1.000 expertos piden frenar la inteligencia artificial por ser una "amenaza para la humanidad". *British Broadcast Company*. https://www.bbc.com/mundo/noticias-65117146

Future of Life Institute (2023). *Pause Giant AI Experiments: An Open Letter*. Future of Life Institute. https://futureoflife.org/open-letter/pause-giant-ai-experiments/

Kershaw, D. (2021). *The Foundations of Anglo-American Corporate Fiduciary Law*. Cambridge University Press.

[27] Paz Ares considera que un directorio donde "(i) […] **los administradores hayan obtenido una información razonable sobre la decisión**; (ii) a que hayan seguido los procedimientos formalmente establecidos para su adopción; y (iii) sobre todo, a que no tengan interés personal en cualquier consecuencia directa o colateral de la misma" pueden efectivamente remover sus acciones del ámbito de escrutinio judicial (2003, p. 226) [el énfasis es nuestro].

McCarthy, J. (2007). *What is artificial intelligence?* Stanford University. https://www-formal.stanford.edu/jmc/whatisai.pdf

Ministerio de Justicia y Derechos Humanos [MINJUS] (2018). *Anteproyecto de la Ley General de Sociedades*. https://www.gob.pe/institucion/minjus/informes-publicaciones/1941768-anteproyecto-de-la-ley-general-de-sociedades

Paz-Ares, C. (2003). La responsabilidad de los administradores como instrumento de gobierno corporativo. *Ius et Veritas*, (27), 202-246.

Ramos Herranz, I. (2006). El estándar mercantil de diligencia: El ordenado empresario. *Anuario de derecho civil, 59*(1), 195-226.

Rock, E. (1997). Saints and Sinners: How does Delaware Corporate Law work? *UCLA Law Review*, (44), 1009-1107.

Romano, R. (1993). *The Genius of American Corporate Law*. The AEI Press.

LEGISLACIÓN, JURISPRUDENCIA Y OTROS DOCUMENTOS LEGALES

Aronson v. Lewis, 473 A.2d 812 (C.S. Delaware 1985).

Barnes v. Andrews, 298 F.614 (S.D.N.Y. 1924).

Construction Industry Laborers Pension Fund, et al. v. Mike Bingle, et al, C.A. 2021-0494-SG (Del. Ch. 2022)

Delaware Code, Tit. 8, Ch. 1 (General Corporation Law).

In re Caremark International Inc. Derivative Litigation, 698 A.2d 959 (Del. Ch. 1996).

In re The Boeing Co. Derivative Litigation, C. A. 2019-0907-MTZ (Del. Ch. 2021).

Ley 26887, Ley General de Sociedades, Diario Oficial *El Peruano*, 5 de diciembre de 1997 (Perú).

Ley 31814, Ley que promueve el uso de la inteligencia artificial en favor del desarrollo económico y social del país, Diario Oficial *El Peruano*, 5 de julio de 2023 (Perú).

Ley de Sociedades Anónimas (R.D.L. 1989, 1564) (España).

Marchand v. Barnhill, 212 A.3d 805 (C.S. Delaware 2019).

10.18800/themis.202302.008

LOS ESTADOS FINANCIEROS Y LA INFORMACIÓN FINANCIERA EN EL GOBIERNO DE LA SOCIEDAD ANÓNIMA

THE FINANCIAL STATEMENTS AND FINANCE INFORMACION IN THE GOVERNANCE OF A JOINT STOCK COMPANY

Edison Tabra Ochoa*
Pontificia Universidad Católica del Perú

Diana Sandoval Navarro**
Pontificia Universidad Católica del Perú

The purpose of this paper is basically to give a study about the notions of 'financial information' and 'financial statements' from a corporate legal and accounting perspective. It includes definitions, characteristics, and effective use in the governance of a joint stock company.

The results of this article essentially recommend for increase effective work of the shareholders assembly, board of directors, and CEO manager. And these suggestions may probably be included at the moment of the constitution of the company or in the modifications of its bylaws. With these ideas, we emphasize the importance of the integration corporate accounting and law.

Keywords: Financial statements; financial information; joint stock company; corporate governance; shareholders.

El presente artículo tiene como propósito ofrecer un estudio de las nociones de 'información financiera' y 'estados financieros' desde una perspectiva principalmente legal y contable societaria. Incluye sus conceptos, características y utilidad en la labor de los órganos de gobierno de una sociedad anónima.

Sus resultados se materializan en una serie de propuestas o sugerencias que los órganos de gobierno podrían establecer en el estatuto de constitución de la sociedad o al momento de plantear una modificación. Con esto se resalta la necesidad de integrar la visión contable con la jurídica al momento de adoptar decisiones por parte de los accionistas, miembros del directorio o gerencia.

Palabras clave: Estados financieros; información financiera; gobierno corporativo; sociedad anónima; accionistas.

* Abogado. Magíster en Derecho de la Empresa por la Pontificia Universidad Católica del Perú (PUCP) y doctor por la Universidad de Navarra (España). Profesor de la Facultad de Derecho y la Escuela de Posgrado de la PUCP. Consultor en temas de gobierno corporativo. Contacto: etabra@pucp.edu.pe

** Contadora. Estudios de MBA por la Universidad de Valencia (España). Analista de Contabilidad en ATRIA Energía. Contacto: diana.sandoval@pucp.edu.pe

Nota del Editor: El presente artículo fue recibido por el Consejo Ejecutivo de THĒMIS-Revista de Derecho el 19 de octubre de 2023, y aceptado por el mismo el 16 de diciembre de 2023.

I. INTRODUCCIÓN

Una de las singularidades del derecho societario es la relación con otras disciplinas del saber. Así, el vínculo con la contabilidad probablemente es uno de los más notorios debido a la cantidad de términos contables (activos, pasivos, entre otros) que se encuentra en la Ley General de Sociedades (en adelante, LGS). A estos términos podemos sumar los diversos procedimientos que realizan las sociedades como parte de sus actividades económicas. Podemos destacar el aumento y reducción de capital o la reorganización societaria. Como se ve, la contabilidad tiene tal importancia en las actividades de las sociedades que, sin ella, no habría posibilidad de obtención de ganancias de forma racionalmente calculada (Rojo, 2017a).

En estos procedimientos, la presencia de la contabilidad es más que visible, lo que hace necesario que el profesional jurídico requiera contar con ciertas nociones contables que le permitan comprender las diversas instituciones que gobiernan el derecho de sociedades. Curiosamente, la doctrina que desarrolla este vínculo societario-contabilidad no ha sido muy abundante[1]. Más allá de las más que justificadas razones que existan, lo cierto es que el estudio de los estados financieros desde el ángulo jurídico no permite entender el funcionamiento de las instituciones societarias. Esta problemática genera, como consecuencia, que los operadores jurídicos no valoren su importancia y no lo transmitan al inversor. Ello muy a pesar de que la doctrina y legislación comparada hablan del término de 'derecho contable' para referirse a aquel conjunto de normas que regulan la práctica de la contabilidad en la labor de las organizaciones[2].

Por ese motivo, este trabajo trata de mostrar los conceptos que gobiernan la noción de información financiera, separada de estados financieros, tanto desde un enfoque contable como jurídico. Posteriormente, la investigación desarrolla sus diversas definiciones y elementos básicos, tratando de integrarlos en la práctica societaria de los órganos de gobierno. De esta manera, el lector podrá encontrar el aporte que los elementos conceptuales de la información financiera y los estados financieros pueden facilitar a quienes integran la junta general de accionistas y el directorio, así como a quien ejerce el cargo de gerente general.

Sin duda, las propuestas o sugerencias son el principal valor que aporta este trabajo. En otras palabras, el principal aporte es proponer al lector sobre la forma en la que los integrantes de los órganos de gobierno podrían incorporar las ideas provenientes del lado contable que les permita elevar la efectividad de sus funciones. Asimismo, la separación de términos de 'información financiera' y 'estados financieros' obedece a las diferencias conceptuales que hay por el lado de la contabilidad, las cuales no suelen ser consideradas en el lado jurídico. Como nuevas líneas de trabajo a desarrollar en nuevas investigaciones podría considerarse estudiar el aporte contable a la labor del resto de sociedades comerciales o enfatizar su uso en alguna de las operaciones societarias (fusión), entre otras.

II. FUNDAMENTOS DE LA INFORMACIÓN FINANCIERA Y DE LOS ESTADOS FINANCIEROS

En este apartado presentaremos el marco conceptual que comprende la noción de 'información financiera' y 'estados financieros' desde dos perspectivas: contable y legal.

A. Aspectos teóricos contables de la información financiera

1. Definición e importancia

La información financiera guarda relación con la contabilidad porque le brinda el conjunto de datos necesarios para la adopción de decisiones de tipo financiero en toda organización. En el caso de toda empresa, especialmente en una sociedad comercial, la información financiera provee los insumos informativos que se requieren para la adopción de decisiones por parte de los socios y de los integrantes de la administración. En una sociedad anónima, la información financiera desempeña un rol vital en el ejercicio de los derechos de los accionistas, el cumplimiento de los deberes de los miembros del directorio y de la gerencia general, así como en el gobierno corporativo de la empresa, conforme a su interés social. Esto será posible si la información financiera permite la adecuada y múltiple adopción de decisiones, tanto en operaciones, financiamiento e inversión (Guajardo & Andrade, 2018, pp. 15-16).

[1] Véase a Elías (2023) y Beaumont (2002). Ambos, pero principalmente el primero, han realizado diversos comentarios a la parte de los Estados Financieros desde la perspectiva legal mas, no han ahondado la contable. Lo mismo observamos en la doctrina comparada: véase a Vicent (2012) o Menéndez, Rojo y Aparicio (2017), entre otros.

[2] Al respecto, a nivel de la Unión Europea se ha creado el término de 'derecho contable comunitario'. Como ejemplo contamos con el Reglamento 1606/2002 promulgado por el Parlamento Europeo y del Consejo de 19 de julio de 2002. En dicha norma se establece la obligación de las sociedades europeas de elaborar cuentas consolidadas con las NIC-NIIF (Vicent, 2012).

Así, tenemos que la información financiera permite la adopción de acuerdos en base al valor de la producción, el nivel de ventas, el margen de utilidad o del rendimiento del capital invertido por los socios (operación). De igual forma, los socios podrán decidir si la sociedad debe optar por realizar alguna operación de financiamiento que le permita a la sociedad alcanzar sus objetivos, tales como el aumento de capital o la emisión de obligaciones (financiamiento). Por último, la información financiera permite que los socios, o la administración de la sociedad, aprueben la adquisición de nuevos bienes que faciliten o incrementen la actividad de la sociedad comercial como tal (inversión).

Recientemente, la información financiera que genera toda sociedad se ha visto complementada con la información no financiera que se encuentra en los reportes de sostenibilidad. En dichos reportes, la sociedad brinda información sobre su desempeño medio ambiental, social y de gobernanza en un determinado período (usualmente 1 año)[3]. Dichos reportes y las memorias usualmente se entregan a los socios en las sesiones de Junta General Obligatoria anual.

2. El Marco Conceptual de la Información Financiera

El Marco Conceptual para la Información Financiera fue emitido por el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad en 2010. Dicha normativa propone que la información financiera es la información "útil para los inversores, prestamistas y otros acreedores existentes y potenciales que les permitirá tomar decisiones sobre el suministro de recursos de la entidad" (Ministerio de Economía y Finanzas [MEF], 2018, p. 7). Esas decisiones versarán sobre aspectos relevantes para la actividad de la sociedad sobre los instrumentos de patrimonio y de deuda; préstamos y otras formas de crédito, y, por último, sobre el ejercicio de voto u otras formas de influir en las acciones de la gerencia (MEF, 2018, p. 7).

3. Características

De acuerdo con el Marco Conceptual para la Información Financiera, las características de la información financiera se desarrollan a partir de los criterios de utilidad y de mejora. En el primero, las características cualitativas de la información útil tienen como misión identificar las clases de información que serán, probablemente, más 'útiles' a los inversionistas, prestamistas y otros acreedores existentes y potenciales (MEF, 2018, p. 11). Dentro del marco conceptual, las características de la información financiera se clasifican en fundamentales y de mejora. Las características cualitativas fundamentales tienen a la relevancia y la representación fiel.

– **Relevancia:** La información financiera relevante debe influir en la toma de decisiones por parte de los usuarios de la empresa. Gracias a ello, sus usuarios podrán realizar pronósticos de desenlaces futuros en los resultados de la actividad empresarial o hacer los ajustes o modificaciones a las evaluaciones anteriores. El grado de influencia dependerá del valor predictivo, valor confirmatorio o de ambos (MEF, 2018, p. 12).

– **Representación Fiel:** Propone que la información financiera debe representar fielmente a los fenómenos que pretende representar. Para conseguirlo, la información financiera debe cumplir con los criterios de ser completa, neutral y libre de error. Es decir, la calidad de la información financiera debe permitir que los usuarios puedan comprender su contenido gracias a las descripciones y explicaciones necesarias que se incluyan para tal fin (completa). Asimismo, la información no debe contener sesgo, exageración, disminución o manipulación (neutral), así como carecer de errores o descripciones en sus datos (libre de error) aunque no es sinónimo de exactitud (MEF, 2018, p. 13).

Por su parte, las características cualitativas de mejora refieren a los criterios de comparabilidad, verificabilidad, oportunidad y comprensibilidad como instrumentos que optimizan el uso de la información, la cual debe ser 'relevante' y 'fielmente representada' (MEF, 2018, p. 14). Estas características comprenden la comparabilidad, verificabilidad, oportunidad y comprensibilidad (MEF, 2018, pp. 14-15).

– **Comparabilidad**: La información financiera sobre una empresa debe ser posible de comparar con la información de otras entidades.

[3] Al respecto, véase a la Directiva (UE) 2022/2464, aprobada por el Parlamento Europeo y del Consejo, de fecha 14 de diciembre de 2022 que modifica el Reglamento 537/2014 UE, la Directiva 2004/109/CE, la Directiva 2006/43/CE y la Directiva 2013/34/UE, sobre la presentación de información sobre sostenibilidad por parte de las empresas. En nuestro país, la regulación del Mercado de Valores prescribe la Resolución SMV 018-2020-SMV/01 que regula la forma de presentación del Reporte de Sostenibilidad Corporativa que las empresas deberán de revelar al mercado.

Esta característica permite a los usuarios identificar y comprender similitudes y diferencias entre partidas.

– **Verificabilidad**: La información financiera es la representación fiel de los fenómenos económicos que suceden en una empresa y es posible de comprobar tanto de forma directa como indirecta.

– **Oportunidad**: La información financiera debe estar disponible en el tiempo necesario para incluir en los procesos de adopción de decisiones.

– **Comprensibilidad**: La información financiera debe ser clara y concisa para que facilite su análisis y comprensión a los usuarios.

4. Marco Regulatorio aplicable a la Información Financiera

El organismo responsable de la elaboración y publicación de las Normas Internacionales de Contabilidad (en adelante, NIC) era el International Accounting Standard Comitte (en adelante, IASC), el cual se creó en el año 1973 en Londres. Posteriormente, en el año 2001, surge el International Accounting Standard Board (en adelante, IASB), asociación fundada para mejorar y armonizar los informes financieros a través de las Normas Internacionales de Información Financiera (en adelante, NIIF) (Guajardo & Andrade, 2018, p. 26). En efecto, este organismo es relevante en el camino hacia la estandarización de la información financiera y contable por medio de la preparación y presentación de los estados financieros.

Por su parte, el Consejo Normativo de Contabilidad (1994) determinó la aplicación de las NIC a través de la Resolución 005-94-EF/93.01 para la elaboración y presentación de la información financiera. Posterior a ello, el uso de las NIC fue de carácter obligatorio a partir del año 1977 con la Ley 26887, Ley General de Sociedades, conforme al artículo 223[4]. Mediante la Resolución 013-98-EF/93.01 se aclaró que la frase "principios de contabilidad generalmente aceptados en el país" alude a las NIC. Es importante mencionar que, ante la posibilidad de que una operación económica carezca de un tratamiento contable establecido en las NIC, se aplicarán los Principios de Contabilidad de Estados Unidos de manera supletoria. Posteriormente, en la Resolución 102-2010-EF/94.01.1, la Superintendencia del Mercado de Valores (en adelante, SMV) dispuso la aplicación de las NIIF vigentes a nivel internacional con la condición de haber sido aprobadas por el IASB. Por ende, fueron ejecutadas por toda empresa supervisada por la SMV desde el año 2011.

Hace poco, el 10 de diciembre de 2023, se promulgó la Resolución SMV 013-2023-SMV/01, relacionada con la presentación de información financiera, memoria anual e informe de gerencia de empresas supervisadas por la SMV. Según sus considerandos, su misión es incorporar 'flexibilizaciones' a la normatividad que regula los procesos de preparación, presentación y difusión de los estados financieros, memoria anual e informe de gerencia, todo ello por parte de los emisores y demás personas jurídicas que se encuentren bajo el control de la SMV. De esta forma, la información que se produzca en el mercado de valores contará con una mayor predictibilidad y transparencia[5].

Es preciso mencionar que, de acuerdo con Deloitte (2022), se creó el Consejo de Normas Internacionales de Sostenibilidad en el año 2021 con el fin de que los grupos de interés obtengan información financiera con revelaciones importantes en materia de clima y sostenibilidad. En efecto, se han establecido dos normas (NIIF S1 y NIIF S2) que se espera que entren en vigor desde enero de 2024. La NIIF S1 está orientada a las revelaciones relacionadas con la estructura de gobierno, la evaluación y monitoreo de riesgos ambientales, las estrategias de sostenibilidad y objetivos contra el cambio climático. A su vez, la NIIF S2 está centrada en el clima y las revelaciones vinculadas con el impacto ambiental de sus operaciones.

De esta manera, en el Perú, el marco de información financiera aplicable está compuesto por aquellas normas que se encuentran oficializadas y publicadas por el Consejo Normativo de Contabilidad. Por tanto, resulta importante resaltar que la preparación y presentación de estados financieros (en adelante, EEFF) depende tanto de las NIIF como también de aquellas NIC que se encuentran

[4] Artículo 223.- Los estados financieros se preparan y presentan de conformidad con las disposiciones legales sobre la materia y con principios de contabilidad generalmente aceptados en el país (1997).

[5] Dentro de las principales innovaciones legales se mencionan la obligación de presentación de estados financieros consolidados (sujeto obligado y sus subsidiarias) cuando el sujeto obligado tenga la calidad de 'controlador'; la atribución de la junta general de accionistas de aprobar los estados financieros anuales individuales o separados, junto con el respectivo informe de auditoría; el establecimiento de una regulación especial para aquellos emisores que se encuentran en el proceso de liquidación; la actualización y la incorporación de diversas denominaciones como 'informe de auditoría' y 'difusión', respectivamente; y, por último, otros cambios y precisiones en materia de inscripción de valores y gobierno corporativo.

vigentes. Asimismo, se espera que las NIIF S1 y S2 entren en vigencia desde enero de 2024.

B. Conceptos contables de los estados financieros

1. Definición

Existen muchas definiciones de los estados financieros. Por un lado, son el conjunto de informes que permiten a los usuarios percibir la realidad de la empresa y, en general, de cualquier organización (Guajardo & Andrade, 2018, pp. 164-165). En un modo básico, brindan información sobre el desempeño financiero del negocio, su rentabilidad y liquidez. Por otro lado, el Marco Conceptual para la Información Financiera los define como los instrumentos que reflejan las consecuencias financieras de las transacciones y otros hechos que suceden en una entidad (MEF, 2018, p. 18). Por último, la NIC 1 los define como aquella "representación estructurada de la situación financiera y del rendimiento financiero de una entidad". Esto con el objetivo de brindar información sobre la "situación financiera", del "rendimiento financiero", de los "flujos de efectivo" de una organización y los resultados de la gestión hecha por los órganos de gestión con los recursos que se les ha sido encargados (MEF, 2018, p. 3).

2. Características

Las principales características de los estados financieros podemos resumirlas en los siguientes criterios tomando como referencia el Marco Conceptual para la Información Financiera y la NIC 1 (MEF, 2018, pp. 4-10):

a) Presentación razonable y cumplimiento de las NIIF
De acuerdo con la NIC 1: "Los estados financieros deberán presentar razonablemente la situación financiera, rendimiento financiero y los flujos de efectivo de una entidad" (MEF, 2018, p. 5). Esto requiere que se plasme de forma fidedigna los fenómenos económicos de la entidad. Asimismo, la entidad deberá declarar de forma explícita y sin reservas el cumplimiento de las NIIF en sus notas.

b) Hipótesis de negocio en marcha
Durante el proceso de elaboración de los estados financieros, la gerencia evaluará la capacidad de que la entidad continúe operando en el futuro previsible. En caso no haya incertidumbres relevantes que deriven en la liquidación o cese de operaciones de la entidad, se elaborarán los EEFF bajo el criterio de hipótesis de empresa en marcha.

c) Base contable de acumulación (devengo)
La elaboración de los EEFF utilizará la base contable de acumulación (o devengo), excepto por los flujos de efectivo. Esto significa que se deberá de reconocer las partidas como activos, pasivos, patrimonio, ingresos y gastos al momento en que ocurren.

d) Materialidad (importancia relativa) y agregación de datos
La presentación de los estados financieros será de forma diferenciada y de acuerdo con cada clase de partidas similares. En caso haya partidas de naturaleza o función distinta que no tengan importancia relativa, no será obligatorio presentarlas de forma separada.

e) Compensación
La compensación de activos con pasivos o ingresos con gastos se hará siempre que así lo requiera o que esté permitido en una NIIF.

f) Frecuencia de la información
Cualquier organización o entidad presentará un juego completo de sus estados financieros, al menos, de forma anual. En caso contrario, deberá indicar la razón para optar por usar un periodo de duración inferior o superior a un año y señalar que los reportes no son totalmente comparables dada la diferencia de tiempo.

g) Información comparativa
Salvo que las NIIF lo permitan, una entidad revelará información comparativa respecto al periodo previo para todas las partidas presentadas en los EEFF del período actual. Asimismo, se tendrá que incluir información descriptiva y narrativa que ayude a la lectura de dichos EEFF.

h) Uniformidad
Toda entidad deberá mantener la presentación y clasificación de los rubros de los EEFF de un período a otro, salvo que haya cambio en el tipo de actividades que desarrolle en el mercado o una revisión de sus estados financieros.

3. Diferencia con la información financiera

En este sentido, de acuerdo al Marco Conceptual para la Información Financiera, la diferencia entre la información financiera y los estados financieros radica en que la primera engloba la información necesaria para la adopción de decisiones por parte de aquellos *stakeholders* que están allegados a la empresa (inversores, prestamistas y otros acreedores existentes y potenciales), mientras que los

estados financieros proporcionan información sobre los activos, pasivos, patrimonio, ingresos y gastos de la entidad que reporta. Así, la información financiera tiene un propósito general: ser una herramienta que refleja las operaciones económicas a través de los EEFF, permitiendo evaluar la labor de la administración en el uso de los recursos de la sociedad y si se están generando utilidades.

De esta forma, estos datos servirán para que sus usuarios estudien la posibilidad de que la empresa requiera de nuevos aportes futuros y para que se trabaje en la gestión de los recursos económicos de la empresa.

4. Componentes de los Estados Financieros

En el Marco Conceptual de la Información Financiera se definen cinco elementos de los estados financieros: los activos, pasivos y el patrimonio conforman el estado de situación financiera o balance, mientras que el estado de resultados o rendimiento financiero está conformado por los ingresos y los gastos.

Tabla 1

Elementos de los EEFF	Relación
Activo	Situación financiera
Pasivo	
Patrimonio	
Ingresos	Rendimiento financiero o estado de resultados
Gastos	

Fuente: Marco Conceptual de la Información Financiera (MEF, 2018)

a) Activo

El Marco Conceptual lo define como aquellos recursos económicos presentes controlados que tienen probabilidades de producir beneficios económicos en el futuro como resultado de sucesos pasados. Incluyen a los activos fijos o no corrientes y al activo circulante o corriente. También puede conceptualizarse como aquel recurso económico que es de propiedad de una entidad u organización que se espera rinda beneficios en el futuro (Guajardo & Andrade, 2018, p. 46).

b) Pasivo

Hace referencia a una obligación actual de desprenderse de un recurso económico como producto de sucesos pasados. En otras palabras, son obligaciones presentes que se generaron en la entidad durante hechos pasados. Su composición está integrada por pasivo no corriente y el pasivo circulante o corriente. De igual forma, se le puede enunciar como la representación de las deudas que se tienen con los acreedores de la entidad u organización (Guajardo & Andrade, 2018, p. 47).

c) Patrimonio

Se compone por el saldo de los activos deducidos del total de los pasivos. También se le conoce como la "parte residual" de los activos menos los pasivos (Tanaka, 2015, p. 107).

d) Ingresos

Son aumentos de activos o disminuciones de pasivos, lo cual deriva en un movimiento de la partida patrimonial 'Resultado del Ejercicio'. Tanaka lo conceptúa como aumentos de los beneficios económicos producidos en un periodo contable, bajo la forma de entradas o incrementos del valor de los activos o disminución de las obligaciones que resultan en aumentos del patrimonio neto (2015, p. 107). También representan el conjunto de recursos que la entidad u organización recibe por la comercialización de bienes o servicios tanto en efectivo como a crédito (Guajardo & Andrade, 2018, p. 47).

e) Gastos

Son disminuciones de los activos o aumentos de los pasivos, lo cual tiene un efecto en la partida patrimonial 'Resultado del Ejercicio'. También se les conoce como las salidas de efectivo u otras disminuciones del activo, o aumento de pasivos necesarios para el desarrollo de la empresa, los cuales ayudan a la generación de ingresos (Tanaka, 2015, p. 108)[6]. Además, se les conoce como el grupo de activos que son usados o consumidos por la entidad u organización para la obtención de ingresos, siendo que disminuyen el capital de la empresa (Guajardo & Andrade, 2018, p. 48).

5. El Juego de Estados Financieros

El juego completo de estados financieros comprende el estado de situación financiera, estado de resultados, estado de cambios en el patrimonio, estado de flujo de efectivo y notas a los estados financieros.

[6] Tanaka incluye a las ganancias y a las pérdidas como parte del estado de resultados. Las primeras entendidas como los incrementos en el patrimonio derivados de hechos extraordinarios ajenos al giro de la entidad mientras que las pérdidas son las disminuciones en el patrimonio de la entidad derivadas de hechos extraordinarios ajenos al giro de la entidad (2015, p. 108).

a) *Estado de situación financiera o balance general*
Este estado representa de forma gráfica y comparativa los saldos del activo y del pasivo de la empresa. Además, el balance general brinda una "imagen de la empresa en un periodo temporal específico" (Rojo, 2017b). Su utilidad es que permite la adopción de decisiones en las áreas de inversión y financiamiento (Guajardo & Andrade, 2018, p. 53).

b) *Estado de resultados y estado de resultados integrales*
El estado de resultados muestra la situación económica de la empresa a base de sus ingresos y egresos obtenidos en un periodo de tiempo específico (Tanaka, 2015, p. 111). Para Rojo, este estado muestra el empleo de los recursos empresariales y las causas de la existencia de beneficios o pérdidas (2017b).

c) *Estado de cambios en el patrimonio*
Tiene como fin registrar aquellos ingresos ocasionados por los cambios en el patrimonio, ello acorde al criterio del 'valor razonable' durante un tiempo específico (Rojo, 2017b). Su presentación es por medio de las diversas cuentas que han generado los cambios en la cuenta de capital social (Guajardo & Andrade, 2018, p. 52).

d) *Estado de flujos de efectivo*
El estado de flujos de efectivo se caracteriza por presentar información sobre los cobros y los pagos a favor de la empresa de forma ordenada y agrupada durante un periodo de tiempo. Es decir, muestra el efecto de los cambios de efectivo (entradas y salidas de dinero) en un periodo determinado (Tanaka, 2015, p. 113). Esto permite determinar el grado de liquidez de la entidad o de la organización.

e) *Notas a los estados financieros*
Las notas a los estados financiero presentan información sobre aquellas partidas que incumplen con las condiciones para ser reconocidas en los estados financieros (Tanaka, 2015, p. 214). Su presentación debe cumplir con los criterios de claridad, orden y referencia que permita determinar su identificación (Guajardo & Andrade, 2018, p. 57).

Para Tanaka las notas suelen presentar la siguiente información (2015, p. 214):

- Declaración de que los estados financieros se han elaborado conforme con la NIIF.
- Resumen de las políticas contables.
- Información de apoyo sobre las partidas presentadas en los estados financieros en el mismo orden de presentación de cada estado y partida.
- Cualquier otra información relevante.

C. Marco legal de la información financiera y de los estados financieros

1. Constitucional

Landa argumenta que las potestades de interpretar los derechos fundamentales y declarar la inconstitucionalidad de leyes han generado un proceso de constitucionalización del derecho mercantil (2015, p. 192). Este fenómeno también incluye al derecho societario, ya que sus normas, o la interpretación de estas, deben guardar armonía con los postulados de la Constitución Política (Cárdenas, 2015). En ese sentido, muchas de las reglas jurídicas que se encuentran en la Ley General de Sociedades, así como aquellas reglas derivadas, tienen relación con el ordenamiento constitucional[7].

Así, las relaciones jurídicas mercantiles o actos de comercio se sujetan a las reglas de la buena fe de acuerdo con los términos en que fueron pactados[8]. A diferencia del ordenamiento constitucional colombiano[9], la Constitución Política del Perú no la menciona de forma expresa, sino dentro de los alcances del respeto a la dignidad humana (art. 1), el derecho a contratar de forma lícita (art. 2, inciso 14) y a la libertad de contratar (art. 62). Este argumento encuentra respaldo en el artículo 1 de la Ley Marco para el Crecimiento de la Inversión Privada, la cual promueve la libre iniciativa y las inversiones privadas, o por efectuarse, en cualquier forma empresarial o contractual permitida por la Constitución y las leyes (art. 1).

En este contexto, la información financiera y los estados financieros cumplen un rol relevante

[7] Incluso se argumenta la noción de 'derecho societario constitucional' como aquellas normas constitucionales que garantizan las relaciones jurídicas en una sociedad comercial o la prohibición de otras. Por ejemplo, el derecho de suscripción preferente de acciones tiene vínculo con los derechos a la libre iniciativa privada y derecho de asociación (Landa, 2015, p. 198). Similar criterio se aplica en los casos de adquisición preferente, aumento y reducción de capital, y disolución de sociedades (Landa, 2015, pp. 198-203).

[8] Para más estudios sobre la naturaleza de la buena fe, véase a Morales (2013).

[9] Artículo 83.- Las actuaciones de los particulares y de las autoridades públicas deberán ceñirse a los postulados de la buena fe, la cual se presumirá en todas las gestiones que aquellos adelanten ante estas (1991).

porque son instrumentos contables que garantizan la celebración y el cumplimiento de las relaciones contractuales que asuman los socios o los órganos de gobierno de una sociedad comercial, como la sociedad anónima. Esto se realiza de acuerdo a las exigencias de la buena fe mercantil y conforme a los principios constitucionales de respeto de la dignidad de la persona, así como a su derecho y libertad de contratar. En otras palabras, los actos u operaciones que realicen las sociedades comerciales en el marco del derecho societario y constitucional deben contar con la información contenida en los estados financieros. Estos permitirán que cada uno de los socios o terceros asuman su compromiso de cumplir con cada una sus obligaciones.

Lo anteriormente mencionado constituye parte integrante de la actividad de autogestión de la empresa, reconocida como su capacidad de autogestión (Olmedo, 2014, p. 64). Pero también, dichos instrumentos de contabilidad constituyen una importante garantía a los socios y a potenciales inversores de que tanto sus decisiones como los de la administración de la sociedad comercial, se han adoptado de acuerdo con el ejercicio idóneo de sus derechos y conforme a sus libertades de inversión, empresa, contratación y el respeto a la dignidad humana[10].

2. Mercantil

Clarke menciona que el principal objetivo de la información financiera y de los estados financieros es brindar la información de acuerdo con los criterios de "comprensión" y "utilidad". La información debe reunir las características de exactitud, precisión y estar organizada acorde al formato exigido (2009, p. 28). En relación con las sociedades comerciales, en especial las sociedades de capital y de responsabilidad limitada, Olmedo plantea la necesidad de contar con un mecanismo que refleje los recursos que dispone una sociedad para el desarrollo de sus actividades económicas (2014, p. 59). Asimismo, dicho jurista resalta que ambos conceptos sirven para "la toma de decisiones y la organización de la propia estructura de la sociedad" (Olmedo, 2014, p. 59).

La información financiera y los estados financieros reflejan el conjunto de normas que permiten la obtención y la situación financiera real de la empresa[11]. Estos datos permitirán el funcionamiento eficiente de la sociedad comercial tanto en su organización como en su gobierno. Asimismo, dicho aporte garantiza la satisfacción de los intereses de grupos o *stakeholders* externos a la sociedad como los empleados[12], la administración tributaria[13] o los acreedores 'sociales'. En el caso de los estados financieros, por ejemplo, permiten evaluar el impacto de la práctica de los Programas de Responsabilidad Social en el rendimiento económico de la empresa[14].

La información financiera y los estados financieros involucran un deber de contabilidad que obliga al comerciante a llevar libros contables (art. 33, Código de Comercio) para dedicarse al comercio. Al respecto, Rojo resalta la importancia del orden de la contabilidad, ya que permitirá alcanzar dos fines: el seguimiento cronológico de las operaciones de la empresa y la elaboración periódica de balances e inventarios (2017a)[15].

Ya en el campo de las sociedades anónimas, Elías asocia la información financiera como parte del deber de rendición de cuentas que el directorio tiene con la junta general de accionistas (2023, p. 8). Para ello, los sistemas de contabilidad deben cumplir con los criterios de "existencia", "regularidad" y "veracidad" que establece el artículo 190, inciso 1, de la Ley General de Sociedades. Estos criterios

[10] Este concepto también incluye al profesional de contabilidad como encargado de elaborar los estados financieros de la sociedad que permitirán la adopción de decisiones de parte de los inversionistas (Columbia Law Review Inc., 1967).

[11] Olmedo menciona la noción de derecho contable entendido como el "conjunto de normas jurídicas que disciplinan la contabilidad" (2014, p. 62).

[12] Decreto Legislativo 892 que regula el derecho de los trabajadores a participar en las utilidades de las empresas que desarrollan actividades generadoras de rentas de tercera categoría.

[13] Conforme al Texto Único Ordenado de la Ley del Impuesto a la Renta (Decreto Supremo 179-2004-EF) y su Reglamento hecho en el Decreto Supremo 122-94-EF.

[14] Así, los estados financieros pueden informar cuánto ha invertido una compañía en acciones de sostenibilidad corporativa. Al respecto, revisar los Reportes de Sostenibilidad Corporativa. Es el caso de las compañías participantes en el mercado de valores conforme la Resolución SMV 033-2015-SMV/01.

[15] En concordancia con el artículo 25 del Código de Comercio:

> a) Todo empresario deberá llevar una contabilidad ordenada, adecuada a la actividad de su empresa que permita un seguimiento cronológico de todas sus operaciones, así como la elaboración periódica de balances e inventarios. Llevará necesariamente, sin perjuicio de lo establecido en las Leyes o disposiciones especiales, un libro de Inventarios y Cuentas anuales y otro Diario.
>
> b) La contabilidad será llevada directamente por los empresarios o por otras personas debidamente autorizadas, sin perjuicio de la responsabilidad de aquéllos. Se presumirá concedida la autorización, salvo prueba en contrario (2023).

son los que deben cumplir aquellos comerciantes o empresarios que actúan de acuerdo con el estándar de un 'ordenado comerciante'. En el caso de los estados financieros, la cuarta disposición final de la LGS menciona que son el balance general y el estado de ganancias y pérdidas. De igual modo, su preparación y presentación se rigen de acuerdo con la legislación de la materia y con los principios de contabilidad aceptados en el país. Mientras que el Anteproyecto de la misma ley, se le otorga al Consejo Nacional de Contabilidad la potestad de establecer su definición[16].

Por otra parte, la LGS (art. 221) y su Anteproyecto (art. 200) coinciden en que la información financiera debe mostrar la "situación económica y financiera de la sociedad, el estado de sus negocios y los resultados obtenidos en el ejercicio vencido" (1997). Al igual que el Código de Comercio Español, la información financiera debe reflejar la "imagen fiel del patrimonio, de la situación financiera y de los resultados de la empresa" (art. 34). En caso contrario, los accionistas tendrán expedito el camino de impugnar aquellos acuerdos que se adopten en el seno de la junta general en base a dicha información, conforme lo prescribe el artículo 139 y 140 de la LGS. De igual forma, cualquier persona ajena a la sociedad podrá hacerlo con la acción de nulidad de acuerdo, establecido en el artículo 150 de la ley. También se aplicará en aquellos acuerdos que los órganos de gobierno hayan adoptado en base a lo establecido en el artículo 38 de la LGS.

Estas acciones de impugnación y nulidad podrán plantearse ante la vía procesal correspondiente, sin perjuicio del ejercicio de las acciones de responsabilidad que los socios o accionistas puedan presentar contra los responsables. Así, el uso de información financiera que no refleja la imagen económica y financiera de la sociedad, implica un quebrantamiento del deber de diligencia por parte del gerente general en su calidad de garante de la veracidad de los sistemas de contabilidad. Ello, como consecuencia, traerá su automática remoción del cargo y de cualquier otro de la sociedad, conforme a los alcances del artículo 195. En caso sea el directorio el que incurra en esta falla, los accionistas podrán iniciar una pretensión social de responsabilidad por incumplimiento a su deber de diligencia (art. 171), así como por los daños y perjuicios causados por los acuerdos contrarios a ley (art. 177).

III. LA INFORMACIÓN FINANCIERA Y LOS EEFF EN EL GOBIERNO DE LA SOCIEDAD ANÓNIMA

Una vez desarrollados los conceptos básicos de la información financiera y de los estados financieros desde la perspectiva contable y jurídica, en esta sección se desarrollan las diferencias de enfoque entre el derecho y la contabilidad en la práctica del derecho de sociedades. Este análisis se hace a las principales instituciones presentes en la Ley General de Sociedades y del Código de Buen Gobierno Corporativo (en adelante, CBGC), los cuales tienen un contenido legal y contable.

A. Órganos de la Sociedad

El Marco Conceptual para la Información Financiera señala que una partida contable debe tomar en cuenta tanto sus características como esencia económica, y no únicamente a su definición jurídica[17].

1. La Junta General de Accionistas

De acuerdo con el artículo 111 de la LGS, la Junta General de Accionistas (en adelante, JGA) es el órgano supremo de la sociedad constituido por sus accionistas, el cual ha sido debidamente convocado de acuerdo a un *quorum*, siendo que adopta sus decisiones en base a la mayoría calificada. La junta ejerce diversas atribuciones dado que es un órgano de gobierno que representa a los titulares de la sociedad. Sus atribuciones se encuentran establecidas en los artículos 114 y 115. Complementariamente, el CBGC agrega que la aprobación de la política de retribución del directorio, la aprobación de los estados financieros y el nombramiento de los miembros del directorio son funciones indelegables. Dentro de este grupo de funciones encontramos que muchas tienen incidencia contable. Así, se destaca el pronunciamiento sobre la gestión social y los resultados económicos, la resolución sobre la aplicación de las utilidades, la aprobación del aumento o reducción de capital, la aplicación de utilidades, la emisión de obligaciones, la enajenación de activos que superen el 50% del capital social, las operaciones de reorganización societaria, y otras funciones establecidas en el estatuto.

Para cada uno de estos casos, los accionistas necesitarán contar con que la información financiera de la sociedad mencione su propósito general. Pero la información deberá cumplir con una serie

[16] Sexta Disposición Complementaria Final del Anteproyecto de la LGS (2017).

[17] El Marco señala el caso del arrendamiento financiero. Desde una perspectiva económica, el arrendamiento resalta la adquisición de beneficios económicos futuros por el alquiler de un activo y complementa la visión legal que lo considera como un contrato (MEF, 2010, pp. 18-19).

de requerimientos específicos[18] que les permitirán ejercer sus derechos de forma efectiva, lo que demanda que esta información sea de utilidad y de mejora. Es preciso, entonces, que los socios tengan la posibilidad de adoptar decisiones considerando la actividad económica de la sociedad, dado que la información que les brindó el directorio, comprensiblemente, no incluye datos innecesarios y no contiene error alguno. Asimismo, los socios podrán comparar dicha información con la que se produce en otras sociedades, verificar su grado de certeza o exactitud, y gozar con el tiempo suficiente para su revisión y comprensión.

Por el lado de los estados financieros, los accionistas deberán contar con el tiempo 'razonable' para acceder a la situación financiera o balance general, el estado de cambios en el patrimonio, el estado de flujos de efectivo y las notas de los estados financieros de la sociedad. Por su parte, dado que la NIC 1 establece que los EEFF también representan los resultados de la labor de administración hecha por parte de los administradores con los recursos que les han sido confiados, los socios pueden evaluar o examinar el grado de gestión de los recursos de la sociedad que se les ha sido confiado.

Así, tanto la información financiera como los EEFF cumplirán un rol facilitador en el ejercicio de los derechos y deberes de los accionistas de la sociedad. Así, en primer lugar, permite el ejercicio adecuado del derecho de constitución de la sociedad anónima, ya que permite determinar si cuenta con el capital social necesario para iniciar las actividades de la sociedad. Asimismo, el uso de la información financiera y de los EEFF permite el ejercicio de información, en tanto el accionista puede contar con la información necesaria que le permitirá participar en la sesión de junta. De igual forma, la participación en la sesión de accionistas requiere de la información contable porque logra que el socio conozca la situación financiera de la sociedad y ello, le permite valorar el sentido de su participación en la sesión, así como influir en la calidad de su opinión durante su intervención ante los demás accionistas. De igual forma, el ejercicio del derecho de voto será adoptado con pleno conocimiento de la situación económica de la sociedad anónima. Por otro lado, el derecho de impugnación se ejerce de acuerdo con criterios objetivos que sustentan el perjuicio económico a los intereses del accionante impugnante o a los del pacto social o estatuto de la sociedad. Este criterio también es importante en el ejercicio del derecho de separación, ya que proporciona información necesaria que permitirá al accionista confirmar o reclamar el valor de sus acciones.

Asimismo, en el caso de los derechos económicos, la información financiera y los EEFF permiten que un accionista confirme las utilidades que le corresponde, así como participar en los derechos de adquisición preferente y suscripción preferente. Por último, los socios podrán verificar que el reparto del haber social se haya hecho conforme a la situación económica real de la sociedad. A su vez, los terceros necesitan contar con la información, ya que les permitirá ejercer su derecho de oposición o de acción de nulidad. En el primer caso, los acreedores requerirán contar con el sustento económico adecuado que les permitirá oponerse a operaciones como la reducción de capital o las operaciones de fusión/escisión que la sociedad haya decidido realizar. Por otro lado, la acción de nulidad permitirá a cualquier tercero legitimado impugnar e invalidar cualquier acuerdo de junta por contradecir las normas imperativas o ante causas de nulidad previstas por la LGS o el Código Civil. De igual forma, se puede solicitar la nulidad de acuerdos societarios ante casos donde la información financiera y los estados financieros contradigan a las normas de orden público, las buenas costumbres, estipulaciones establecidas en el pacto social o del estatuto, o sean lesivas a los intereses de la sociedad en beneficio directo o indirecto de algunos o varios accionistas.

Por ejemplo, ante una posible operación de reorganización societaria, se tendrá que evaluar la rentabilidad del proyecto a través de la proyección de estados financieros y la tasa estimada de retorno. Para los procesos de fusiones y adquisiciones, generalmente se requiere realizar un *due dilligence* legal y financiero. Ahora bien, el estatuto cobra importancia en el uso de los criterios de la información financiera y los estados financieros. Tanto en el momento de la constitución de la sociedad anónima como en una eventual modificación de estatutos, cabe que los socios consideren incorporar normas estatutarias que regulen los criterios que debe reunir la información financiera y los EEFF para cautelar sus intereses y los de la sociedad. Así, podemos destacar el tiempo en que se deberá entregar la información, la forma de presentación, el modo de explicación de cada uno de los términos técnicos, el tiempo mínimo para disponer de la información por parte de los socios y la comparación frente a la situación económica de otra sociedad.

[18] Cano considera que este proceso implica la revisión de información relacionada a finanzas, contabilidad, presupuestos, administración, control interno, entre otros. Por ende, el profesional contable adquiere un papel fundamental y activo en este proceso, dado que conoce el sistema de información de la empresa (2009, p. 130).

2. El directorio

En el caso del directorio, la LGS no ha establecido sus obligaciones de forma enumerativa, salvo excepciones como la obligación de informar a los accionistas sobre la pérdida del 50% o más del capital social, conforme el artículo 220 de la LGS. En su lugar, el legislador ha determinado que su ejercicio debe realizarse con la diligencia de "ordenado comerciante", un "representante fiel" y con la obligación de guardar 'reserva' acerca de las actividades de la sociedad y de la información social a la que tengan acceso (art. 171)[19]. Al contrario, el CBGC (2013) desarrolla sus funciones, ya que menciona que su labor es la aprobación y la dirección de la estrategia corporativa de la sociedad, la creación e implementación de objetivos, metas y planes de acción (presupuestos anuales y los planes de negocio), el control y la supervisión a la gestión (gerencia general), el gobierno y la administración de la sociedad y, por último, la supervisión de las prácticas de gobernanza societaria o gobierno corporativo, así como de sus políticas y medidas para su aplicación (principio 16).

En este punto, la información financiera y los EEFF permiten que la labor del directorio se ejerza bajo los criterios que establece el artículo 171 de la LGS, por cuanto su acceso dentro del tiempo razonable y su interpretación son parte del ejercicio diligente y leal conforme a los intereses de la sociedad. Así, en el caso de la diligencia, el suministro de la información contable de la forma establecida en el Marco Conceptual para la Información Financiera y la NIC 1 permitirán que el director se encuentre en mejor posición de aplicar sus cualidades de "buen hombre de negocios", tal como apunta Elías, y, con ello, conservar y desarrollar el patrimonio de la sociedad (2023, pp. 624-625). Asimismo, ambas instituciones contables se convierten en sólidos medios de prevención de que el directorio incurra en algún acto que califique como responsabilidad por negligencia grave conforme al artículo 177 de la LGS.

A su vez, el Anteproyecto de la LGS propone la figura del secretario corporativo con la función de cuidar la existencia, regularidad, veracidad y actualidad de la matrícula de acciones, actas de la junta general, actas de sesiones de directorio y otros documentos. Si bien es cierto que el secretario corporativo no está obligado a resguardar la información contable, sí consideramos que debe conocer la información financiera y los estados financieros, en tanto muchos de sus datos podrían tener connotación contable. Ello le permitirá atender la demanda de información de índole contable que puedan demandar los accionistas y cualquier tercero debidamente legitimado, especialmente si quienes solicitan dicha información son contadores. En ese sentido, para los contadores será imprescindible conocer sobre las decisiones relevantes que adopte la gerencia, el directorio o la JGA, dado que las decisiones de inversión, financiamiento, entre otros, tendrán impacto en la información financiera. De igual manera, también debe informar si el total de los activos son suficientes para cumplir con los pasivos. Esto hace referencia a la evaluación de solvencia, para lo cual es necesario analizar el Estado de Situación Financiera.

Otro aspecto importante sobre el conocimiento y utilidad de la información financiera y de los EEFF es la posibilidad de que cualquier socio o tercero pueda cuestionar los acuerdos del directorio conforme el artículo 38 de la LGS. En ese sentido, los directores podrán defender el sentido de sus acuerdos. Por ende, resulta importante que también el directorio y sus miembros cuenten con la información de acuerdo con los criterios establecidos por las reglas del Marco de la Información Financiera y de la NIC 1. De igual forma consideramos importante que dichas reglas sean apoyo para facilitar las prácticas de gobierno corporativo. Así, las recomendaciones de contar con un director independiente, comités especiales y un reglamento de directorio pueden incorporar la información financiera y el contenido de los estados de financieros. Por último, tal como se argumentó en el caso de la junta, consideramos importante que el estatuto se constituya en un mecanismo que haga obligatorio la necesidad de que la información financiera y los EEFF se pongan a disposición de los directores de acuerdo con sus propios criterios y sin vulnerar la normatividad societaria.

3. Gerencia general

Dentro de las numerosas labores que cumple el gerente general podemos destacar el artículo 190, inciso 1, de la LGS, que le asigna responsabilidad por "la existencia, regularidad y veracidad de los sistemas de contabilidad, los libros que la ley ordena llevar a la sociedad y los demás libros

[19] El Principio 17 del CBGC menciona que los directores deben llevar a cabo sus labores con buena fe, diligencia, elevados estándares de ética, cuidado y reserva debidos, actuando siempre con lealtad y en interés de la sociedad (2013).

En su desempeño, el directorio, como órgano, actúa con unidad de criterio y los directores ejercen sus funciones con independencia de criterio.

y registros que debe llevar un ordenado comerciante" (1997). De forma complementaria, el CBGC (2013, p. 14) establece que dicha labor se dará de acuerdo con las políticas y lineamientos establecidos por el directorio y bajo su control (principio 24). Asimismo, el inciso 2 del artículo 190 de la misma LGS prescribe la obligación de establecer y mantener una estructura de control interno que brinde una 'seguridad razonable' de la protección de los activos ante cualquier intento de uso no autorizado[20].

En este escenario, tanto la información financiera como los EEFF se convierten en un mecanismo contable que garantiza el cumplimento de los criterios exigidos por la ley. En especial, el criterio de veracidad que le exige al gerente, como parte de la administración de la sociedad, garantizar que la documentación contable sea veraz. Para ello, es imprescindible que la gerencia vele no solo por la preparación y la presentación de EEFF, sino también de establecer actividades para resguardar el correcto uso de los recursos de la sociedad, así como obtener seguridad razonable de que los EEFF estén libres de incorrecciones materiales por fraude o error.

Mención aparte para el profesional de la contabilidad, quien cumple un rol de auxiliar de comercio o empresa. Así, el artículo 35 del Código de Comercio menciona que los comerciantes deben llevar libros contables con la intervención de un contador titulado público. Esto nos permite afirmar que el profesional contable es parte del grupo de colaboradores del gerente y cuya misión es encargarse de mantener la existencia, la regularidad y la veracidad de los libros contables. Estos libros, a su vez, permiten generar la información financiera y la elaboración de los estados financieros.

4. Estados Financieros

En primer lugar, el artículo 221 de la LGS señala que la memoria, los EEFF y la propuesta de aplicación de utilidades son elaborados por el directorio y deben ser claros y precisos en relación con la situación económica y financiera de la sociedad. A su turno, el artículo 223 precisa que la preparación y presentación de los estados financieros se deben realizar de acuerdo con los principios de contabilidad generalmente aceptados en el país[21].

En segundo lugar, de acuerdo con la cuarta disposición final de la LGS, los EEFF corresponden al Balance General (ESF) y al Estado de Ganancias y Pérdidas (EERR). Para la NIC 1, el juego completo de los EEFF comprende: el Estado de Situación Financiera, el Estado de Resultados, el Estado de Cambios en el Patrimonio y el Estado de Flujo de Efectivo. Asimismo, la NIC 1 indica de manera explícita que "una entidad presentará con el mismo nivel de importancia todos los estados financieros que forman un juego completo de estados financieros" (2021, p. 4).

En tercer lugar, la amortización y revalorización del activo, desarrollada en el artículo 228[22] de la LGS, tiene relación las NIC 16 (Propiedades, Plata y Equipo) y 38 (Activos Intangibles). En el caso de la NIC 38, la coincidencia con el artículo 228 se da en virtud de la incorporación del activo intangible en la información financiera de la sociedad (reconocimiento inicial). El reconocimiento inicial comprende el precio de adquisición, los costos directamente atribuibles para que el activo opere de acuerdo a lo previsto por la gerencia y la estimación de los costos de desmantelamiento, principalmente. Esto coincide con lo indicado en la LGS en el caso de la amortización y depreciación a lo largo de su vida

[20] De acuerdo con el principio 26 del CBGC, las sociedades deben tener un auditor interno que tendrá entre sus responsabilidades realizar una evaluación recurrente de la información financiera con el fin de que sea válida y confiable (2013, p. 14). Con relación al principio 27, los auditores externos estarán a cargo de evaluar la efectividad y operatividad del control interno. Uno de los objetivos es medir el riesgo de posibles errores en la información financiera (CBGC, 2013, p. 15). Es importante mencionar que los auditores deben caracterizarse por su independencia. Según la Norma Internacional de Auditoría 200, los auditores no solo deben tener una actitud mental independiente, sino también una apariencia de independencia.

Asimismo, el Código establece que el equipo de trabajo de auditoría debe cambiar cada 5 años como máximo con el fin de salvaguardar la característica de independencia. En caso la sociedad requiera un servicio adicional distinto al de la auditoría, deberá ser informado a la Junta General de Accionistas (JGA) y determinar el porcentaje que representa de la facturación por el servicio de auditoría. Para el caso de los EEFF, el Código se alinea a lo señalado en la LGS, dado que se elaboran 'ciñéndose a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), que emita el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (*International Accounting Standards Board* o IASB) y que internacionalmente se encuentren vigentes'.

[21] Estos principios hacen referencia a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

[22] Artículo 228.-

> Los inmuebles, muebles, instalaciones y demás bienes del activo de la sociedad se contabilizan por su valor de adquisición o de costo ajustado por inflación cuando sea aplicable de acuerdo a principios de contabilidad generalmente aceptados en el país. Son amortizados o depreciados anualmente en proporción al tiempo de su vida útil y a la disminución de valor que sufran por su uso o disfrute. Tales bienes pueden ser objeto de revaluación, previa comprobación pericial (1997).

útil. Su mención en la norma 228 de la LGS encuentra relación con el modelo de revaluación de la NIC 16. Así, el valor de un activo se reconocerá a valor razonable[23] una vez que haya pasado el reconocimiento inicial.

En cuarto y último lugar, el artículo 229 de la LGS establece que, de manera obligatoria, se debe constituir una reserva legal con un mínimo del 10% de la utilidad distribuible, a menos que la reserva haya superado la quinta parte del capital. En este punto hay que tomar en cuenta el concepto que otorga el Plan Contable General Empresarial (en adelante, PCGE). El Plan define a las reservas como el conjunto de subcuentas contables que representan las "apropiaciones de utilidades, autorizadas por ley, por los estatutos, o por acuerdo de los accionistas (o socios) y que serán destinadas a fines específicos o para cubrir eventualidades" (2019, p. 158). Además, el PCGE define de manera específica que la reserva legal se conforma de acuerdo con lo dispuesto en la LGS. Asimismo, el Plan conceptúa otros tipos de reservas como las estatutarias y las facultativas (2019, p. 158). De esta manera, los contadores y los demás operadores societarios deberán tener en cuenta la LGS al momento de elaborar los EEFF.

5. Liquidación de sociedades de acuerdo con la LGS

El proceso de disolución, liquidación y extinción de sociedades es otro espacio de convergencia entre el derecho y la contabilidad. En este caso, la etapa de liquidación, como indica la LGS, implica el cese de los administradores y su reemplazo por el liquidador[24]. De acuerdo con el Marco Conceptual para la Información Financiera, la información financiera y los EEFF resultan importantes para que los inversores, prestamistas y otros acreedores existentes y potenciales puedan tomar decisiones respecto al desarrollo de la sociedad. De esa forma, la decisión de los accionistas de optar por la disolución de la sociedad anónima se realizará tomando en cuenta su situación económica. Esto determinará que los socios, reunidos en la junta general, decidan disolver la sociedad. Para concretar esa decisión deberán indicar una de las causales que establece el artículo 407 de la LGS[25].

Tomando en cuenta la información del Marco Conceptual, para adoptar dicha decisión de disolución, los socios deberán conocer el estado de los recursos económicos de la entidad, los derechos que los acreedores tienen contra esta y si ha habido algún cambio en el monto de los recursos y derechos de los acreedores. Para los acreedores es relevante conocer el nivel de recursos (activos) del deudor, así como sus obligaciones (pasivos), con el fin de evaluar su solvencia, es decir, la capacidad de la entidad de cumplir con sus deudas de manera oportuna. Para las sociedades comerciales, la información financiera será fundamental para evaluar su nivel de liquidez, solvencia y rentabilidad.

Asimismo, la información financiera y los EEFF se deberán tomar en cuenta para facilitar el proceso de liquidación. Los pagos a los acreedores que realice el liquidador, así como los cobros a favor de la sociedad, deberán reflejarse en la información financiera de la sociedad en liquidación. De esta manera, los accionistas de la sociedad podrán revisar la información y ejercer las consultas o cuestionamientos a esta de acuerdo con sus atribuciones. Por último, la información financiera y los EEFF deberán reflejar que se ha hecho la distribución del remanente social y las devoluciones a los accionistas de acuerdo con su participación en el capital social. De esta forma, el liquidador, en representación de la sociedad, podrá realizar el trámite de extinción de la sociedad ante los registros públicos.

IV. CONCLUSIONES

– La noción del derecho contable comprende el conjunto de normas jurídicas que rigen la

[23] De acuerdo con la NIIF 13, valor razonable se define como "el precio que sería recibido por vender un activo o pagado por transferir un pasivo en una transacción ordenada entre participantes del mercado en la fecha de la medición" (2021, p. 2).

[24] De acuerdo con la LGS, la Junta General de Accionistas mantiene su rol de órgano principal y los accionistas no pierden sus derechos económicos ni políticos durante el proceso; mientras que la liquidación, según la Ley General del Sistema Concursal (LGSC), significa que la gestión y el control de la empresa quedan a cargo de los acreedores a través de la instalación de la Junta de Acreedores.

[25] Podemos destacar las siguientes causales que establece el artículo 407 de la LGS y que requieren de revisar la información financiera y los EEFF:

> 4. Pérdidas que reduzcan el patrimonio neto a cantidad inferior a la tercera parte del capital pagado, salvo que sean resarcidas o que el capital pagado sea aumentado o reducido en cuantía suficiente;
>
> 8. Acuerdo de la junta general, sin mediar causa legal o estatutaria; y,
>
> 9. Cualquier otra causa establecida en la ley o prevista en el pacto social, en el estatuto o en convenio de los socios registrado ante la sociedad (1997).

aplicación de las normas contables en la labor de las organizaciones, especialmente en las sociedades comerciales. Así, la obtención y el uso de la 'información financiera' y de los 'estados financieros' se rigen por reglas contables (NIC y NIIF), pero requieren del respaldo jurídico del derecho mercantil.

– El aporte y la importancia de la información financiera radica en su rol facilitador de las decisiones de operación, financiamiento e inversión en las sociedades, en especial las anónimas. Además, contribuye al ejercicio de los derechos de los accionistas y el cumplimiento de las responsabilidades por parte del directorio y de la gerencia. De igual forma, los requerimientos contables, fundamentales y de mejora, de la información financiera garantizan a los órganos de gobierno y a terceros (acreedores, por ejemplo) de que podrán disponer de información relevante, fidedigna, comparable, verificable, oportuna y comprensible.

– Los estados financieros se caracterizan por presentar la información estructurada de la situación financiera y del rendimiento financiero de la unidad (por ejemplo, una sociedad anónima). Para ello, los estados deben cumplir con los requisitos de presentación oportuna, hipótesis del negocio en marcha, base contable de acumulación (devengo), materialidad (importancia relativa) y agregación de datos, compensación, frecuencia de la información, información comparativa y uniformidad.

– A nivel societario constitucional, la información financiera y los estados constitucionales son instrumentos contables facilitadores de las relaciones contractuales de los socios o accionistas de una sociedad anónima. Estos cumplen con las exigencias de la buena fe mercantil y a los principios constitucionales de respeto a la dignidad de la persona y su libertad de contratar.

– Desde la perspectiva jurídica, la información financiera y los estados financieros constituyen instrumentos contables garantes de los intereses de los *stakeholders* (accionistas, administradores y acreedores), así como los de la sociedad en sí. Estos intereses se manifiestan a través del ejercicio de sus derechos establecidos en la Ley General de Sociedades (LGS) y complementado en el Código de Buen Gobierno Corporativo para Sociedades Peruanas (CBGC).

– La información financiera y los estados financieros aportan criterios propios de la NIC 1 y del Marco Conceptual para la Información Contable, facilitando así el ejercicio de los derechos de los accionistas. Por ejemplo, contar con el tiempo y con la información, elaborada a base de determinados criterios contables, para la defensa de sus intereses como socios y hacerlos extensivos a la defensa de los intereses de la sociedad. Por su parte, el directorio podrá garantizar el cumplimiento de sus deberes fiduciarios y prevenir la comisión de algún acto de responsabilidad. De igual forma para el caso del gerente general, ya sea para cumplir con sus obligaciones en general como en aquellas especiales (cuidado de libros contables y establecimiento de una estructura de control interno).

– El proceso de preparación de los estados financieros debe armonizar tanto la parte legal como contable. Por último, el proceso de liquidación de la sociedad exige que la información financiera y los estados financieros cumplan con sus criterios para resguardar los intereses tanto de los socios como de los acreedores.

REFERENCIAS

Beaumont, R. (2002). *Comentarios a la Ley General de Sociedades*. Gaceta Jurídica.

Cano, A. (2009). El *due diligence* y la responsabilidad social del contador público frente a las fusiones y escisiones empresariales. *Lúmina*, (9), 123–145. https://doi.org/10.30554/lumina.09.1198.2008

Cárdenas, O. (2015). *Derecho Societario Constitucional*. Editorial Universitaria.

Clarke, B. (2009). Taking the Entity's Temperature: What financial statement can tell about an enterprise. *Family Advocate*, *31*(4), 28-33.

Columbia Law Review Association (1967). Accountants' Liabilities for false and Misleading Financial Statements. *Columbia Law Review*, *67*(8), 1437-1469.

Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (2018). *El Marco Conceptual para la Información Financiera*. IFRS Foundation.

Deloitte (2022). *Normas Internacionales de Sostenibilidad y Clima (NIIF S1 y NIIF S2): Un nuevo*

marco de reporte financiero global. https://www2.deloitte.com/py/es/pages/audit/articles/normas-internacionales-de-sostenibilidad-y-clima-niif-s1-y-niif-.html

Elías, E. (2023). *Derecho Societario Peruano*. Gaceta Jurídica.

Guajardo, G. & Andrade, N. (2018). *Contabilidad financiera*. Mc Graw Hill.

Landa, C. (2015). Constitucionalización del derecho mercantil. *THĒMIS-Revista de Derecho*, (67), 191-204.

Menéndez, A. & Aparicio, M. (2017). *Lecciones de Derecho Mercantil*. Thomson Reuters y Civitas.

Morales, R. (2013). Los contratos con deberes de protección: a propósito de la vinculación entre el derecho constitucional y el derecho civil. *Revista de Derecho PUCP,* (71), 53-75.

Olmedo, E. (2014). *La responsabilidad contable en el gobierno corporativo de las sociedades de capital*. Marcial Pons.

Rojo, A. (2017a). Lección 6. La contabilidad (I). Introducción. El deber de contabilidad. El secreto contable. La contabilidad como medio de prueba. En A. Menéndez, A. Rojo, & M. Aparicio (coords.), *Lecciones de derecho mercantil*. Thomson Reuters y Civitas.

(2017b). Lección 7. La contabilidad (II). Las cuentas anuales. Los principios contables y la auditoría de cuentas. En A. Menéndez, A. Rojo, & M. Aparicio (coords.), *Lecciones de derecho mercantil*. Thomson Reuters y Civitas.

Tanaka, G. (2015). *Contabilidad y Análisis Financiero: un Enfoque para el Perú.* Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú.

Vicent, F. (2012). *Introducción al Derecho Mercantil*. Tirant lo Blanch.

LEGISLACIÓN, JURISPRUDENCIA Y OTROS DOCUMENTOS LEGALES

Constitución Política de la República de Colombia [Const.] (1991).

Constitución Política del Perú [Const.] (1993).

Decreto Legislativo 892, Regulan el derecho de los trabajadores a participar en las utilidades de las empresas que desarrollan actividades generadoras de rentas de tercera categoría, Diario Oficial *El Peruano,* 8 de noviembre de 1996.

Decreto Supremo 179-2004-EF, Texto Único Ordenado de la Ley del Impuesto a la Renta, Diario Oficial *El Peruano,* 8 de diciembre de 2004.

Ley 26887, Ley General de Sociedades, Diario Oficial *El Peruano*, 5 de diciembre de 1997 (Perú).

Ley 27809, Por la cual se expide la Ley General del Sistema Concursal, Diario Oficial *El Peruano*, 26 de julio de 2002.

Norma Internacional de Contabilidad 1, Presentación de Estados Financieros, *Normas Internacionales de Contabilidad Oficializadas*, 15 de noviembre de 2021 (Perú). https://www.gob.pe/institucion/mef/informes-publicaciones/2758567-nic-1-del-2021-presentacion-de-estados-financieros

Norma Internacional de Contabilidad 16, Propiedades, Planta y Equipo, *Normas Internacionales de Contabilidad Oficializadas*, 24 de noviembre de 2021 (Perú). https://www.gob.pe/institucion/mef/informes-publicaciones/2993986-nic-16-del-2021-propiedades-planta-y-equipo

Norma Internacional de Contabilidad 38, Activos Intangibles, *Normas Internacionales de Contabilidad Oficializadas*, 24 de noviembre de 2021 (Perú). https://www.gob.pe/institucion/mef/informes-publicaciones/2994001-nic-38-del-2021-activos-intangibles

Norma Internacional de Información Financiera 13, Medición del Valor Razonable, *Normas Internacionales de Información Financiera*, 22 de noviembre de 2021 (Perú). https://www.gob.pe/institucion/mef/informes-publicaciones/2765351-niif-13-del-2021-medicion-del-valor-razonable

Real Decreto de 22 de agosto de 1885, Código de Comercio (B.O.E., 1885, 6627) (Esp.).

Resolución CNC 002-2019-EF/30, Plan Contable General Empresarial, 24 de mayo de 2019 (Perú).

Resolución CNC 005-94-EF/93.01, Oficializa acuerdos adoptados para la aplicación de las Normas Internacionales de Contabilidad 01, 02, 03, 04, 05, 06, 07, 08, 09, 10, 11, 12, 13, 14, 15, 16, 17,18, 19, 20, 21, 22, 23, 24, 25, 26, 27, 28 y 29, 30 de marzo de 1994 (Perú). https://www.mef.

gob.pe/contenidos/conta_publ/conse_norm/resolucion/CNC013_1998_EF9301.pdf

Resolución CNC 013-98-EF/93.01, Resolución que precisa que los PCGA comprenden a las NIC, 17 de julio de 1998 (Perú). https://www.mef.gob.pe/contenidos/conta_publ/conse_norm/resolucion/CNC013_1998_EF9301.pdf

Resolución Conasev 00102-2010-EF/94.1, Disponen que las personas jurídicas bajo el ámbito de supervisión de Conasev deberán preparar sus estados financieros con observancia plena de las Normas Internacionales de Información Financiera, 14 de octubre de 2010 (Perú). https://www.iasplus.com/en/binary/americas/1012peruconasev.pdf

Resolución Ministerial 0108-2017-JUS del Ministerio de Justicia y Derechos Humanos, Anteproyecto de la Ley General de Sociedades, Diario Oficial El Peruano, 4 de abril de 2018.

Resolución SMV 008-2014-SMV/01, Código de Buen Gobierno para las Sociedades Peruanas, noviembre de 2013 (Perú).

Resolución SMV 018-2020-SMV/01, Reporte de Sostenibilidad Corporativa, 8 de febrero de 2020 (Perú).

10.18800/themis.202302.009

RESPONSABILIDAD DE DIRECTORES POR GANANCIAS ILÍCITAS

DIRECTORS' LIABILITY FOR UNLAWFUL PROFITS

Sergio García Long*
Pontificia Universidad Católica del Perú

Directors' liability has certain aspects that demand a special legal treatment different from the general rules of civil liability. One such aspect is the commission of profitable wrongs, which are situations where a damage is caused intentionally to obtain a benefit. This makes compensation insufficient and requires for restitution and unjustified enrichment, and even figures of deterrence and punitive nature such as disgorgement of profits and punitive damages, which is a lively debate in comparative law.

This paper analyzes the legal consequences derived from wrongs that generate illicit profits and shows the defectiveness of the current corporate regulation in this regard.

Keywords: Directors; companies; unlawful profits; tort law; restitution; unjustified enrichment; profit stripping; punitive damages.

La responsabilidad de los directores tiene ciertos aspectos que demandan un tratamiento jurídico especial y distinto a las reglas generales de la responsabilidad civil. Uno de tales aspectos es la comisión de daños rentables, que son situaciones donde se comete una infracción de manera intencional para conseguir un beneficio. Lo anterior hace que la compensación sea insuficiente y que se necesite de la restitución y el enriquecimiento injustificado, e incluso de conceptos de naturaleza disuasiva y punitiva como el disgorgement of profits *y los* punitive damages*, lo cual es un debate constante en el derecho comparado.*

Este trabajo analiza las consecuencias jurídicas derivadas de los ilícitos que generan beneficios ilegales y muestra los defectos de la actual regulación societaria al respecto.

Palabras clave: Directores; sociedades; beneficios ilícitos; responsabilidad civil; restitución; enriquecimiento injustificado; despojo de ganancias; daños punitivos.

* Abogado. Candidato al LLM en International Business and Commercial Law por la University of Manchester. Especialización en Law & Economics of Mergers and Acquisitions por London School of Economics and Political Science. Miembro de la Comisión Consultiva en Derecho Civil del Ilustre Colegio de Abogados de Lima. Miembro del European Law Institute (ELI). Contacto: sergio.garcialong@postgrad.manchester.ac.uk

Nota del Editor: El presente artículo fue recibido por el Consejo Ejecutivo de THĒMIS-Revista de Derecho el 13 de julio de 2023, y aceptado por el mismo el 5 de septiembre de 2023.

I. INTRODUCCIÓN: EL ESTADO DE LA CUESTIÓN

La responsabilidad de los directores de sociedades es uno de los temas más sensibles debido al impacto que puede tener en la gestión de los negocios. Un inadecuado sistema de responsabilidad incrementaría los costos y desincentivaría la toma de decisiones comerciales. No obstante, también puede ocurrir lo contrario, esto es, que el derecho sea deficiente al respecto, generando inadecuados incentivos y fallas en el mercado. Aquello es lo que ocurre con los daños rentables (*profitable wrongs*)[1] o culpa lucrativa (*faute lucrative*)[2] en el derecho societario y bursátil, el cual requiere de normas especiales sobre responsabilidad civil y enriquecimiento injustificado.

En principio, todo tipo de daño puede ser compensado a través de las reglas generales de la responsabilidad civil, conforme al Código Civil. Sin embargo, existen supuestos identificados que pueden requerir una regulación particular, adicional a las reglas generales. Este es el caso de la responsabilidad de directores. La experiencia ha identificado que un director puede ser negligente en su actuar y ocasionar un daño a la sociedad y sus dueños. No obstante, en un gran número de casos, el director no se tropieza y comete el daño, sino que realiza un actuar consciente y premeditado con el fin de obtener una ganancia ilícita derivada. Esta situación particular requiere un tratamiento diferenciado que vaya más allá de las reglas de la responsabilidad civil, ya que es usual que el beneficio ilícito obtenido sea mayor al monto de la indemnización y que no tenga relación con el daño. Como tal, inclusive si el director es obligado a pagar una compensación, seguirá enriquecido por su actuar ilícito.

Por ello, se requiere de una tutela adicional, la restitutoria, para lograr la devolución de la ganancia ilícita. En este contexto, se debe estudiar la interacción entre la indemnización y la restitución. Pero, de manera adicional, existe una discusión en torno a la naturaleza de esta restitución, ya que en muchos casos no hay una conexión entre el beneficio y un respectivo empobrecimiento, lo cual hace que esta acción vaya más allá de la restauración o reversión patrimonial (la función típica de la restitución) para acercarse hacia el campo de la disuasión y punición. Por este motivo, se diferencia entre restitución en sentido estricto (*give back*) y despojo (*give up* o *disgorgement*) de ganancias ilícitas[3]. Esta distinción es particularmente importante en torno a la responsabilidad de los directores, en tanto se trata de un supuesto donde el derecho debe actuar para disuadir y castigar una conducta ilícita y ello se materializa con la liquidación y el pago de un monto dinerario extra-compensatorio.

Todas estas discusiones nos harán evidenciar la deficiencia del derecho peruano en materia societaria y bursátil, y qué es lo que se debe mejorar. Para ello, se tomará como referencia el derecho comparado, en especial el derecho inglés (*Common Law*) en relación con la *law of restitution* y el derecho chileno (*Civil Law* Latinoamericano) por su cercanía geográfica y lo mucho que se puede aprender de nuestro país vecino en torno a su regulación sobre acciones restitutorias (sin necesidad de ir muy lejos para mirar a un país europeo, usualmente con una cultura y realidad jurídica distinta).

En el presente artículo no me enfocaré a fondo en la responsabilidad civil por deberes fiduciarios en el ámbito corporativo ni sobre la aplicación de doctrinas angloamericanas u otros aspectos vinculados, como la pretensión individual versus la

---

1 En el derecho inglés, el término '*profitable wrongs'* es uno referencial, ya que podría ser denominado de diferente manera. En principio, pertenece a la *restitution for wrongs*, como opuesto a los casos de *restitution by subtraction*, para referirse a la restitución que surge de la comisión de un ilícito (*wrong*), como distinto a los casos donde la transferencia patrimonial se da por error, por ejemplo. En este caso, se usa el término 'daños rentables' para llamar la atención sobre su denominación.

Véase la discusión en Birks (1999), Giglio (2007) y Burrows (2011). También véase el recuento de Helms (2012), comparando *Civil Law* y *Common Law* para subrayar que el *disgorgement of profits* (degüelle o despojo de ganancias ilícitas) como tal puede tener distintas manifestaciones, algunas limitadas que puedan explicarse bajo el principio general contra el enriquecimiento injustificado en jurisdicciones civilistas y otras que no (más anglosajonas). Para estas últimas es que guarda la denominación *disgorgement of profits*.

2 En Francia se usa el término '*faute lucrative*' para referirse a los casos donde se comete un ilícito con la intención de obtener un beneficio derivado. Este término es usado de manera expresa por la doctrina y diversos proyectos de reforma del Código Civil francés, los cuales intentaron incorporar daños punitivos para corregir tales situaciones lucrativas. Véase a García Rubio (2017) y Vingiano (2017).

3 A veces, la diferencia no es totalmente clara, ya que se considera, por un lado, que *give back* incluye *give up*, mientras que otros consideran importante la distinción para diferenciar algunos casos particulares de *give up* que cumplan funciones distintas a la simple restauración patrimonial. Véase la discusión en Birks (1985), McCamus (2011), Grantham y Rickett (2003).

pretensión social, la responsabilidad del directorio versus la responsabilidad de directores, los tipos de daños resarcibles, entre otros, porque ya varios profesores de derecho se han encargado de ello[4]. Por el contrario, lo que me interesa es centrarme en lo que es un vacío en el derecho peruano, así como en otras jurisdicciones civilistas: el despojo de ganancias ilícitas contra los directores de entes corporativos.

Este vacío se debe a varios aspectos. Por un lado, a veces se trata al derecho societario como uno distinto al derecho civil, cuando en realidad el segundo es la base y regla supletoria del primero. A pesar de ello, usualmente en la academia, los civilistas se desentienden del derecho societario y, a su vez, los corporativistas del derecho civil. Bajo este escenario, parecería responsabilidad de los corporativistas la deficiencia de la legislación societaria peruana en torno al tratamiento de las ganancias ilícitas de los directores. Sin embargo, la misma restitución y enriquecimiento injustificado son poco conocidos por los propios civilistas. Tal materia no tiene un curso propio en las facultades de Derecho en el Perú y, como la acción general por enriquecimiento injustificado es una acción subsidiaria y residual, es poco usada y estudiada[5]. Por ello, se exige un esfuerzo conjunto entre expertos en derecho civil y societario para que el despojo de las ganancias ilícitas sea correctamente regulado por el derecho.

Fíjese que acá se usa el término 'responsabilidad' en sentido amplio y no como sinónimo de tutela resarcitoria. Lo que quiero graficar es que el actuar ilícito de un director puede generar diversas consecuencias jurídicas, entre ellas, el pago de una indemnización y del beneficio ilícito obtenido. Uno podría diferenciar estas dos acciones, la primera como 'compensatoria' y la segunda como 'restitutoria'. Sin embargo, existen diversos matices y discusiones a tener presente. Por ello, este trabajo hace referencia a una 'responsabilidad por ganancias ilícitas' sin intención de limitarse a la tutela resarcitoria, porque el pago de las ganancias ilícitas corresponde a la tutela restitutoria. Sin embargo, tampoco se hace una referencia directa a una 'restitución por ganancias ilícitas', porque quiero resaltar aquellas situaciones que van más allá de una simple devolución de un beneficio obtenido que genera un respectivo empobrecimiento, lo cual no califica como una restitución en sentido restricto (devolver algo previamente entregado). Por tal motivo, se emplea 'despojo de ganancias ilícitas' para subrayar la diferencia de tales casos que se alejan de la restauración y compensación, pero que se acercan a la disuasión y sanción.

De este modo, la sección II explica el supuesto de responsabilidad de directores y pone en evidencia sus particulares, así como la atención que debe tener la legislación al respecto. La sección III desarrolla conceptos preliminares para entender la distinción entre restitución en sentido estricto (*restitution*) y despojo en torno a las ganancias ilícitas obtenidas por el infractor (*disgorgement*). La sección IV aterriza en el caso del despojo de ganancias ilícitas en el derecho societario y bursátil, para lo cual se toma como referencia el derecho chileno y el peruano. La sección V presenta la acción de provecho del dolo ajeno, ausente en el Código Civil peruano, pero regulado en el chileno, a efectos de ser tomado como referencia. La sección VI concluye con las ideas centrales del artículo.

II. LA RESPONSABILIDAD DE DIRECTORES Y LOS PROBLEMAS SIN SOLUCIÓN

Un tema que es claro en el derecho societario es que la responsabilidad de los directores deriva del incumplimiento de deberes fiduciarios. Una relación fiduciaria es aquella donde una parte denominada 'agente' subordina su interés para la satisfacción del interés de la otra parte, denominada 'principal'. Este contexto es distinto al de una relación contractual en la cual, si bien las partes colaboran entre sí para lograr la satisfacción de una meta conjunta, ambas partes –en principio– son egoístas en la ejecución de sus prestaciones. Se encuentran en una situación adversarial. Por ejemplo, en un contrato de compraventa, el comprador quiere el bien al menor precio posible, mientras que el vendedor solicitará el mayor precio que el comprador esté dispuesto a pagar. Si las partes llegan a un punto medio en relación con sus precios de reserva, se logrará un acuerdo y se ejecutará el contrato, pero siempre cada

[4] La doctrina peruana ya ha escrito sobre varios aspectos relacionados a la responsabilidad de directores, pero aún no sobre las ganancias ilícitas, tal vez por ser un tema que se aleja de la tutela resarcitoria para acercarse a la restitutoria e, incluso, que puede ir más allá para entrar al ámbito de la disuasión y punición. En general, sobre el derecho peruano, véase a Espinoza (1998), Beaumont (2005), Escobar (2012), Navarrete (2021), Hernández Peña (2022), Salazar (2023), Jiménez Vargas-Machuca (2023) y también compárese con Hernández Gazzo y Gotuzzo (2004). Sobre el derecho chileno, véase a Alcalde (2019). Para el derecho colombiano, véase a Sabogal (2012). Para el derecho argentino, véase a Abdala (2014).

[5] Una crítica similar, sobre el estado del enriquecimiento injustificado en el Perú y sus razones, puede encontrarse en León (2021).

uno en la búsqueda de su interés personal. Por el contrario, en una relación fiduciaria, el agente somete voluntariamente su propio interés al interés ajeno del principal, usualmente a cambio de una contraprestación, y esto sirve como guía de la ejecución contractual. En caso el agente priorice su propio interés o el de otra persona distinta, incurrirá en un conflicto de interés que lo expondrá a responsabilidad.

En el caso de los directores, estos se vinculan frente a un ente corporativo y sus dueños en una relación fiduciaria con el fin de administrar al ente legal con dinero ajeno (el de los dueños), en interés de aquellos. Dentro de esta relación jurídica se debe cumplir con los conocidos deberes fiduciarios de lealtad (*loyalty*) y cuidado (*care*), e incluso con un deber fiduciario de buena fe (*good faith*), conforme las cortes de Delaware en Estados Unidos[6].

Con relación al derecho peruano, aunque en teoría se entiende que la responsabilidad de los directores se deriva por el incumplimiento de deberes fiduciarios, ello no es claro conforme a los artículos 171-184 de la Ley General de Sociedades (en adelante, LGS), lo cual es reconfirmado por el Anteproyecto de Reforma de la Ley General de Sociedades de 2018 (arts. 147-154) que propuso una modificación y regulación más amplia para aclarar lo anterior. Sin perjuicio de las mejoras, algo que aún no se ha tratado correctamente en la LGS ni en el Anteproyecto son las consecuencias jurídicas o remedios aplicables en el caso de responsabilidad de directores por ganancias ilícitas.

En principio, si un director es responsable, deberá pagar daños. Esto podría servir para el caso de daños ocasionados por culpa. Sin embargo, la situación es distinta frente a los daños rentables. Si el director comete un daño de manera intencional y premeditada –entiéndase, con dolo– con el fin de obtener un beneficio ilícito, por ejemplo, con el uso de información confidencial de la sociedad para realizar una inversión, entonces el pago de una indemnización será insuficiente, en tanto el monto del beneficio es mayor a la cuantía de los daños. En estos casos es necesario que se complemente la tutela resarcitoria con la tutela restitutoria y el enriquecimiento injustificado. Sobre todo, habrá complicaciones adicionales sobre la cuantificación y pago del beneficio si el mismo no tiene conexión con un respectivo empobrecimiento y si el beneficio tiene como origen el esfuerzo y astucia del director, lo cual genera problemas de causalidad. Ante tal escenario, puede ser más importante la aplicación de remedios que permitan disuadir y castigar conductas ilícitas. En relación con estos aspectos, el derecho corporativo peruano tiene mucho por mejorar, ya que la tutela restitutoria y punitiva frente a las ganancias ilícitas en el ámbito corporativo es poco conocida.

III. RESTITUCIÓN Y ENRIQUECIMIENTO INJUSTIFICADO

A. Restitución en sentido estricto

La tutela resarcitoria y restitutoria tienen grandes diferencias. La primera se enfoca en el daño, requiere de un criterio de imputación (principalmente la culpa, pero también el riesgo), y tiene fines compensatorios. La segunda se enfoca en el beneficio o enriquecimiento, no requiere de un criterio de imputación (incluso un inocente puede verse obligado a desprenderse de un enriquecimiento si no tiene justificación), tiene fines restaurativos (muy similares a la compensación) y su fundamento es la falta de justificación en una transferencia patrimonial[7].

Por ejemplo, si alguien sufre un accidente automovilístico puede cobrar una indemnización igual a los daños sufridos. Como los fines son compensatorios, la tutela resarcitoria mira a la víctima y su daño para efectos de mantenerlo indemne. Por ello, aplica la regla de la *réparation intégrale*, por el cual, se debe reparar todo el daño, pero solo el daño y nada más que el daño. No se puede pagar una suma mayor que coloque a la víctima en una mejor posición en comparación a la situación anterior al perjuicio, el cual debe probarse en su ocurrencia fáctica y cuantía. Además, para que proceda el pago de una indemnización, debe existir una razón que justifique trasladar el costo del daño de la víctima al demandado (los criterios de imputación).

---

6 Los clásicos deberes fiduciarios son el de cuidado y lealtad. Sin embargo, se discute sobre la presencia de un deber fiduciario de buena fe, distinto al deber contractual, y al respecto, se habla sobre cuál es su relación con los clásicos deberes fiduciarios. A veces, se considera que sería parte del deber de lealtad. Sobre la discusión de los deberes fiduciarios en USA, véase a Eisenberg (2006), Strine, Hammermesh, Balotti y Gorris (2009), Gold (2009), Velasco (2010) y Bruner (2013).

7 Sobre las diferencias entre la responsabilidad civil y el enriquecimiento injustificado, véase a Díez Picazo (2011) y Gallo (2018). Es importante tener en cuenta estas diferencias como premisa porque se tratan de tutelas distintas, sobre todo a efectos de las técnicas legislativas que se emplean en los código civiles, ya que es usual que se legisle al enriquecimiento injustificado como si fuera una especie de indemnización, cuando en realidad se trata de un remedio restitutorio.

Por el contrario, si alguien recibe un pago que no corresponde, el empobrecido puede solicitar la devolución de lo pagado, aunque el enriquecido no haya tenido la culpa y sea inocente. Lo que interesa es restaurar el patrimonio disminuido sin justificación o, en otras palabras, generar una reversión patrimonial. Como tal, la premisa es que exista una conexión entre el enriquecimiento y el empobrecimiento, de manera que el empobrecido pueda solicitar la devolución del mismo monto pagado, ya que representa la suma del enriquecimiento. El ejemplo más claro es el pago indebido por error (*répétition de l'indu*), que pertenece a los casos de enriquecimiento por sustracción. En este caso, se puede hablar de una restitución en sentido estricto, en tanto el demandante solicita la devolución de lo mismo que previamente entregó y que corresponde al mismo monto de su empobrecimiento. Esta es la noción original del enriquecimiento injustificado: la experiencia de un enriquecimiento que genera un respectivo empobrecimiento.

B. Daños rentables

Los daños rentables se refieren a situaciones donde una persona comete un daño intencional con el fin de lograr un beneficio ilícito.

La restitución y el enriquecimiento injustificado no se limitan a los casos de enriquecimiento por sustracción, sino que también incluye supuestos donde la restitución se desencadena por un ilícito (*wrong*). Por ejemplo, si alguien infringe la propiedad intelectual de otro, se está beneficiando en perjuicio del propietario, porque usa la propiedad ajena sin autorización (lo que se conoce como un enriquecimiento por intromisión o *Eingriff*). Si la reacción del derecho es a través de la tutela resarcitoria, deberá pagar el monto de los daños ocurridos. Sin embargo, dado que en tales casos puede ser complicado demostrar los daños a la propiedad intangible, se toman en cuenta otros criterios definidos por ley, entre ellos, la regalía hipotética (*royalty damages*) y el beneficio ilícito obtenido (*restitutionary damages*[8]). En la regalía hipotética, el infractor debe pagar al propietario el monto que hubiera acordado al haber negociado previamente con él por usar la propiedad o sino, se podría pagar una indemnización basada en el beneficio ilícito obtenido (*restitutionary damages*).

Como alternativa, se podría salir de la responsabilidad civil para reconocer una específica acción restitutoria enfocada en el beneficio ilícito y desprendida del daño, de manera que su procedencia esté sujeta a reglas distintas de las que regula a la responsabilidad civil, como las referidas a la probanza y cuantificación del daño. Esta solución sería más adecuada en lugar de ampliar el ámbito de aplicación de la indemnización a criterios que no le corresponden (esto pasa con los *restitutionary damages*, que es una indemnización basada en el beneficio del demandado y no en el daño del demandante). La opción de una u otra vía legal dependerá del derecho aplicable y la política legislativa.

En cierta manera, aunque la restitución del pago indebido sea diferente a la restitución por infracción de la propiedad intelectual, se considera que en ambos casos se da la restauración o reversión de un patrimonio por la conexión que existe entre el empobrecimiento y enriquecimiento, de manera que se sigue aplicando la regla del enriquecimiento indebido. Quien paga por error 100, solo tiene derecho a pedir la devolución de 100, ello porque 100 es el monto en el que el demandante se empobrece y en el que el demandado se enriquece. De manera similar, se considera que hay una restitución patrimonial cuando alguien paga el beneficio ilícito obtenido por la infracción del derecho ajeno, ya que sería un monto que le corresponde al propietario por tener tal calidad, lo cual lo hace titular de todos los provechos y beneficios que puedan derivarse de su bien, de manera que se corrige una especie de expropiación privada[9].

Sin embargo, existen otras situaciones más complejas donde no se puede apreciar una conexión entre enriquecimiento y empobrecimiento, lo cual impide que se pueda estar ante una verdadera restitución. Incluso el beneficio puede tener diferentes fuentes distintas al patrimonio del demandante, entre ellas el propio trabajo del demandado. Por ello, se trata de casos donde el derecho debe actuar para desincentivar malas conductas lucrativas y sancionarlas[10].

El uso de la propiedad patrimonial ajena podría no generar tantos dolores de cabeza, a diferencia de la comercialización forzada de los derechos de la personalidad. La diferencia estaría en el bien ju-

8 También denominados como *disgorgement damages*, aunque acá se reserva el término *disgorgement* para una situación diferente, conforme se explica más adelante en este ensayo.

9 Estas y otras circunstancias se desarrollan en Ripstein (2016).

10 Véase a Friedman (1980), Edelman (2001) y Edelman (2002). Este sector doctrinario hace énfasis en la necesidad de diferenciar este tipo de casos de otras situaciones –digamos, simples– de restitución. La mejor manera de distinguirlos es a través de las funciones que cumplen. El *disgorgement of profits* puede cumplir funciones de restauración y compensación, pero también de disuasión y punición, los cuales son, por definición, ajenos a la restitución y el enriquecimiento injustificado.

rídico involucrado y en la ineficacia del derecho. En la propiedad intelectual, se afecta un bien patrimonial y la infracción se puede corregir con el pago de una suma dineraria. Por el contrario, en la comercialización forzada de un derecho de la personalidad como la imagen, intimidad, voz, y similares, alguien afecta un bien moral, cuya reparación *in natura* no es posible, pues el infractor puede obtener un beneficio ilícito (piénsese en las ganancias por ventas y publicidad), y, sobre todo, si el demandado se ve obligado a pagar una indemnización, quedando un remanente a su favor si el beneficio es mayor al daño. En este tipo de casos, se requiere una reacción más severa del derecho que permita disuadir y castigar la conducta ilícita. La discusión está en que la reacción legal va más allá de la simple compensación y restauración.

Para lograr una correcta disuasión y punición, se debe hacer uso de las sanciones privadas. Esto puede lograrse si, además de solicitar una indemnización, se puede cobrar *punitive damages* o, en todo caso, si procede una acción basada en el beneficio ilícito y que no calificaría como una restitución en sentido estricto, porque no habría conexión entre el beneficio del demandado y el empobrecimiento del demandante. Esta acción es denominada como *disgorgement of profits,* para diferenciarlo de la restitución en sentido estricto. Reservo el término '*disgorgement'* para esta noción, ya que es comúnmente usado de manera indistinta y como sinónimo de *restitution*.

Una manera ilustrativa de diferenciar ambas acciones es por las funciones. La restitución y el enriquecimiento indebido no pueden explicar situaciones donde el demandante puede solicitar el pago de un monto que no tiene conexión con el supuesto empobrecimiento y que, incluso, lo colocaría en una mejor posición que la situación anterior al desequilibrio patrimonial. Por ejemplo, si un famoso sufre una invasión a su privacidad por la publicación de fotos íntimas, podrá solicitar el pago del daño moral, pero no el pago de las ganancias obtenidas por ventas y publicidad, debido a que tal monto no tendría relación con su daño ni su patrimonio.

Por lo anterior, se insiste en subrayar la presencia de la función disuasiva y punitiva del *disgorgement of profits,* porque se trataría de una acción que se enfoca solo en el beneficio y, como tal, está desconectada del empobrecimiento, hasta el punto de que en la práctica funcionaría de manera similar a los *punitive damages*. Esta acción no puede ser explicada a través de la prohibición contra el enriquecimiento injustificado, ya que si el beneficio se paga al demandante, este terminaría en una mejor posición en comparación al momento anterior al empobrecimiento. Por ello, se prefiere hablar de despojo de ganancias ilícitas como traducción de *disgorgement of profits* (aunque sea usual que se use el término 'restitución' de manera omnicomprensiva).

Debo subrayar que el destino del pago del beneficio ilícito aún es un tema debatible en el derecho comparado. La disuasión y el castigo se logra imponiendo al infractor el despojo de toda la ganancia ilícita, pero ello no significa que automáticamente el monto deba pagarse al demandante. A manera de ejemplo, en Estados Unidos de América (en adelante, EE.UU.) se han creado diversos mecanismos para distribuir el pago de una condena punitiva entre la víctima, fondos de compensación, el tesoro público y otros fines sociales[11]. De esta manera, se logra el efecto disuasivo y punitivo deseado frente al infractor y, a su vez, se eliminan los incentivos perversos del agraviado que permitirían –curiosamente– que se enriquezca sin justificación.

Todas estas discusiones desde el derecho comparado son importantes para evidenciar lo que somos en virtud de lo que no tenemos. En específico, el *Common Law* nos enseña que en jurisdicciones civilistas no existe una acción de *disgorgement of profits* en el sentido explicado en el presente artículo y ello es un tema a considerar hacia una futura reforma en favor de la mejora del derecho en torno a las ganancias ilícitas.

En un interesante estudio publicado en el 2015 y dirigido por los comparatistas Ewoud Hondius y André Janssen, se convocó a diversos ponentes nacionales de Alemania, Austria, Grecia, Francia, Bélgica, Italia, España, Portugal, Romania, China, Japón, Brasil, Chile, entre otros. El objetivo era que expusieran si en su derecho nacional existe algo similar al *disgorgement* y que indicaran si su sistema nacional es adecuado para otorgar alguna solución frente al despojo de ganancias ilícitamente obtenidas. La conclusión de Hondius y Janssen fue que no existe una teoría coherente del *disgorgement* en jurisdicciones civilistas, a pesar del uso parcial de *disgorgement damages* para ciertas situaciones (Hondius & Janssen, 2015).

[11] En efecto, en EE.UU. se han publicado leyes que distribuyen el pago de los *punitive damages* entre la víctima y otros fines. Así, en promedio, solo se deja un 25% en favor de la víctima. Esta pequeña porción suele estar justificada por diferentes motivos, entre ellos, por particularidades o deficiencias del sistema de daños americano. Por ejemplo, como no hay reembolso de costas y costas, o ciertos conceptos de daños no son resarcibles bajo ciertos supuestos, se pueden pagar *punitive damages* para cubrir esos vacíos, de manera que tal condena punitiva en realidad cumple fines compensatorios. Para mayor información, véase a García Long (2019).

IV. DIRECTORES Y GANANCIAS ILÍCITAS

A. La discusión sobre el *disgorgement of profits*

La ocurrencia de un *tort* permite cobrar *compensatory damages*, la comisión de un *breach of contract* otorga *expectation damages*, un *unjust enrichment* concede *restitution*, mientras que la infracción de deberes fiduciarios y de confianza (*equitable wrongs*) dan lugar al *disgorgement of profits*[12]. Por ello, es importante diferenciar las distintas circunstancias, porque cada una de ellas justifica una reacción legal distinta.

Por ejemplo, en el derecho americano está el *Chapter* 5 'Restitution for wrongs' del *Restatement (Third) of Restitution and Unjust Enrichment*, que regula el incumplimiento de *fiduciary duties* y *confidence duties*, y el respectivo despojo de la ganancia obtenida vía *restitution*[13].

Si estamos ante una relación fiduciaria por la cual el agente subordina su interés en favor del interés del principal, se considera doblemente reprochable una situación de conflicto de interés si el agente opta por sobreponer su interés para obtener un beneficio en perjuicio del interés del principal. Ante tal situación, procede el despojo del beneficio obtenido y no solo el resarcimiento de algún daño. De manera similar, si se trata de un *breach of confidence*, se considera que su infracción lucrativa justifica el despojo de la ganancia obtenida (piénsese en deberes de confidencialidad, no competencia, exclusividad y similares).

En el caso inglés *Attorney-General v. Guardian Newspapers Ltd* (1990), el diario *Sunday Times* fue encontrado responsable por *account of profits*[14] debido a un *breach of confidence* frente a la Corona inglesa, por la publicación de extractos del libro *Spycatcher* de Peter Wright, antes de que la información fuera de dominio público (de manera anticipada). Como señaló Lord Goff:

> La afirmación de que no se debe permitir que un hombre se beneficie de su propio mal está en términos muy generales, y no proporciona por sí misma ninguna orientación segura para la solución de un problema en cualquier caso particular. Que hay grupos de casos en los que no se permite que un hombre se beneficie de su propio daño, es efectivamente cierto. Una parte importante del derecho de la restitución se refiere a los casos en los que el demandado debe restituir los beneficios adquiridos por su propio acto ilícito, en particular los casos de renuncia a la responsabilidad extracontractual [*waiver of tort*], los beneficios adquiridos por determinados actos delictivos, los beneficios adquiridos por incumplimiento de una relación fiduciaria y, por supuesto, los beneficios adquiridos por abuso de confianza [*breach of confidence*]. La pretensión de restitución del demandante se suele hacer valer mediante la rendición de cuentas de los beneficios [*account of profits*] obtenidos por el demandado a través de su ilícito a costa del demandante. Este remedio de una cuenta [*account*] es alternativo al remedio de los daños y perjuicios, que en los casos de violación de la confianza está ahora disponible, a pesar de la naturaleza equitativa de la infracción, a través de una interpretación benéfica de la *Chancery Amendment Act 1858 (Lord Cairns' Act)*, y que en razón de las dificultades que conlleva la toma de una cuenta se considera a menudo como un remedio más satisfactorio, al menos en los casos en que la información confidencial es de naturaleza comercial, y por lo tanto se puede haber sufrido un daño cuantificable (*Attorney-General v. Guardian Newspapers Ltd*, 1990)[15].

En el *leading case* inglés *Attorney General v. Blake* (2000), George Blake había sido miembro de la seguridad e inteligencia británica entre 1944 y 1961, mientras que en 1951 se convirtió en agente espía para la Unión Soviética y compartió información al gobierno soviético durante nueve años. Blake fue condenado a cuarenta y dos años de prisión por su traición, conforme al *Official Secrets Act*, pero escapó de prisión en 1966 hacia Berlín y luego emigró a Moscú, donde escribió una autobiografía sobre sus memorias como espía y firmó un contrato con una editorial para publicar su libro a cambio de 50 000 libras a la firma y dos cuotas adicionales del mismo monto a la entrega del manuscrito y a su publicación. El *Attorney General* inglés tomó conocimiento de la publicación e inició acciones legales por el incumplimiento de Blake de su contrato de trabajo con la Corona inglesa, donde se había obligado a "*not to divulge any official information gained by [him] as a result of [his] employment, either in the press or in book form*" (*Attorney General v. Blake*, 2000).

[12] Véase a Worthington (1999).

[13] Sobre el derecho americano, véase a Jones (1968), Jones (1970), Miller (2013) e Israel y O'Neill (2014).

[14] '*Accounts of profits*' es la terminología inglesa para referirse al *disgorgement of profits*. Tal denominación también es usada en jurisdicciones anglosajonas de influencia inglesa (Australia, Escocia, Nueva Zelanda, entre otros).

[15] Véase también a la English Law Commission (1997).

Aparentemente, la Corona no había sufrido ningún daño pecuniario. Entonces, la discusión se centró en definir si Blake debía pagar solo un resarcimiento por el incumplimiento contractual (que sería irrisorio o inexistente) o debía proceder el despojo de las ganancias ilícitas obtenidas por el incumplimiento contractual, lo cual permitiría la liquidación de un monto dinerario superior al resarcimiento. Este caso hacía evidente que, si Blake se limitaba a pagar el resarcimiento, aún quedaría en su patrimonio parte de las ganancias obtenidas de manera ilícita. Ante tal situación, Lord Nicholls admitió que debía proceder el *account of profits*:

> Una a*ccount of profits* será apropiada en circunstancias excepcionales. Normalmente, los remedios de daños [compensatorios], el cumplimiento específico y el *injunction*, junto con la caracterización de algunas obligaciones contractuales como fiduciarias, proporcionarán una respuesta adecuada a un incumplimiento de contrato. Solo en casos excepcionales, cuando estos remedios sean inadecuados, se planteará la cuestión de la contabilización de los beneficios. No se pueden prescribir reglas fijas. El tribunal tendrá en cuenta todas las circunstancias, incluido el objeto del contrato, la finalidad de la disposición contractual que se ha incumplido, las circunstancias en las que se produjo el incumplimiento, las consecuencias del mismo y las circunstancias en las que se solicita la reparación. Una guía general útil, aunque no exhaustiva, es si el demandante tiene un interés legítimo en impedir la actividad lucrativa del demandado y, por tanto, en privarle de su beneficio (*Attorney General v. Blake*, 2000).

En el *Civil Law*, el derecho societario no ha sido el más sofisticado al momento de regular las acciones de resarcimiento y de despojo de ganancias ilícitas para la responsabilidad de directores, sea porque no contiene alguna regulación (como el caso peruano) o porque contiene una regulación imprecisa. Una correcta regulación societaria debe considerar la procedencia de dos acciones autónomas e independientes, una de responsabilidad civil para solicitar el pago de una indemnización por el daño ocurrido y otra de restitución o *disgorgement* –según corresponda– para despojar al infractor de la ganancia ilícita.

La ley aplicable es la que debe permitir acumular la acción resarcitoria y el despojo de las ganancias ilícitas ante infracciones de deberes fiduciarios por parte de directores. Esto significa que el afectado podría demandar el pago de daños conforme a las reglas generales de la responsabilidad civil y, además, solicitar el despojo de ganancias ilícitas. De esta manera, aunque no hubiera un daño resarcible, procedería el despojo de la ganancia ilícita.

Una cuestión importante es definir qué tipo de despojo permite la ley aplicable. Da la impresión que los legisladores societarios no son expertos en restitución y enriquecimiento injustificado, pues, usualmente, la ley es redactada de tal manera que no queda claro si la acción que se puede acumular al resarcimiento es una acción restitutoria o simplemente se trata de una indemnización que puede calcularse en base al beneficio ilícito obtenido (*restitutionary damages*).

La diferencia no es solo teórica, ya que, si se trata de una indemnización, se deberá cumplir con los elementos de la responsabilidad civil, lo cual no es necesario para la procedencia de una acción restitutoria o de *disgorgement,* que no gira en torno al daño, sino al beneficio. Por ello, no es recomendable regular la procedencia de una indemnización basada en el beneficio, porque ello ata la acción a las reglas de la responsabilidad civil, lo cual puede hacer inútil una acción que debe girar en torno al beneficio, independientemente del daño. Además, esta distinción es importante para definir el alcance y liquidación del pago de los beneficios ilícitos. El beneficio ilícito puede ser mayor al monto de resarcimiento e incluso estar desvinculado de cualquier perjuicio en el patrimonio del demandante. Por ello, es preferible la procedencia de una acción independiente y autónoma, separada y distinta del pago de daños y sus requisitos.

En general, la lógica del régimen societario de responsabilidad de directores es que, por un lado, el infractor responda por el daño ocasionado y, por otro lado, se despoje del beneficio ilícito obtenido, sea que el beneficio se considere que pertenecía al afectado y por ello corresponda restituirse (restitución en sentido estricto) o porque no pueda considerarse que el beneficio sale del patrimonio del afectado, pero que igual deba despojarse y pagarse en favor del demandante para disuadir ese tipo de conductas o, en todo caso, pueda definirse un destino distinto para el pago. Así, el director debe desprenderse de cualquier beneficio obtenido con su actuar, sin importar la fuente del beneficio, si el mismo fue obtenido por su trabajo y esfuerzo, y si el beneficio se paga al perjudicado o no.

En el derecho bursátil se observa una mejor regulación en comparación a la ley societaria e, incluso, se presentan algunas novedades, en específico, cuando se dispone que las ganancias ilícitas deben ser despojadas y pagadas al tesoro público si no puede identificarse alguna víctima concreta (véase más adelante el derecho chileno). Sobre este punto, se apertura un interesante campo de aplicación de un *disgorgement of profits* de naturaleza pública con fines de disuadir y castigar.

Aquí entramos en una discusión interesante relacionada al destino de los beneficios ilícitos. La función disuasiva puede conseguirse con el simple despojo de los beneficios ilícitos obtenidos por el infractor. No es necesario el pago de tal monto en favor del perjudicado, a quien, en principio, no le corresponde y terminaría –paradójicamente– en una mejor posición, esto es, indebidamente enriquecido. Ante ello, el pago podría dirigirse a otro destino diferente del afectado, como el tesoro público, fines sociales, fondos de compensación, entre otros. Por el contrario, si el monto es pagado en favor del perjudicado, el *disgorgement* funcionaría de manera similar a los *punitive damages*. Ello no es un problema necesariamente, en todo caso, tiene que definirse la naturaleza y fines del *disgorgement*. Por ejemplo, se considera que es correcto que un demandante se beneficie con el pago en su favor de *punitive damages*, porque ello es como una recompensa por su labor de *private enforcement* (lograr que el derecho se cumpla para el infractor y las demás víctimas que no pueden acceder al sistema judicial)[16]. Otra justificación está en las limitaciones o deficiencias que pueda tener el derecho aplicable en torno al sistema de daños, de manera que el pago del beneficio ilícito a través de una sanción cumpla funciones compensatorias complementarias. La misma lógica podría seguirse para el *disgorgement of profits*.

Para aterrizar la discusión en torno al *disgorgement of profits* en el derecho societario y bursátil, se tomará en cuenta el derecho chileno y el peruano.

B. Derecho chileno: una referencia

En el derecho chileno[17], el artículo 42 de la Ley 18046, Ley sobre Sociedades Anónimas de Chile, regula diferentes prohibiciones frente a los directores y, ante el incumplimiento de alguna de ellas, se dispone el despojo de los beneficios obtenidos en favor de la sociedad, sin perjuicio de la procedencia de la acción por resarcimiento y cualquier otra sanción que pueda imponer la autoridad competente[18]. Al respecto, la norma en cuestión sostiene lo siguiente:

> Artículo 42.- Los directores no podrán:
>
> 1. Proponer modificaciones de estatutos y acordar emisiones de valores mobiliarios o adoptar políticas o decisiones que no tengan por fin el interés social, sino sus propios intereses o los de terceros relacionados;
>
> 2. Impedir u obstaculizar las investigaciones destinadas a establecer su propia responsabilidad o la de los ejecutivos en la gestión de la empresa;
>
> 3. Inducir a los gerentes, ejecutivos y dependientes o a los inspectores de cuenta o auditores, a rendir cuentas irregulares, presentar informaciones falsas y ocultar información;
>
> 4. Presentar a los accionistas cuentas irregulares, informaciones falsas y ocultarles informaciones esenciales;
>
> 5. **Tomar en préstamo dinero o bienes de la sociedad o usar en provecho propio, de sus parientes, representados o sociedades** a que se refiere el inciso segundo del artículo 44, **los bienes, servicios o créditos de la sociedad, sin previa autorización del directorio otorgada en conformidad a la ley**;
>
> 6. **Usar en beneficio propio o de terceros relacionados, con perjuicio para la sociedad, las oportunidades comerciales de que tuvieren conocimiento en razón de su cargo**, y
>
> 7. En general, **practicar actos ilegales o contrarios a los estatutos o al interés social o usar de su cargo para obtener ventajas indebidas para sí o para terceros relacionados en perjuicio del interés social**.
>
> **Los beneficios percibidos por los infractores a lo dispuesto en los tres últimos números de este artículo pertenecerán a la sociedad, la que además deberá ser indemnizada por cualquier otro perjuicio**.
>
> **Lo anterior, no obsta a las sanciones que la Superintendencia pueda aplicar en el caso de sociedades sometidas a su control** (1981) [el énfasis es nuestro].

Conforme a la norma citada, es clara la procedencia de dos acciones independientes, pero que puedan acumularse: una acción de resarcimiento y otra de despojo de beneficios ilícitos, las cuales, independientemente de su fuente o cómo hayan

[16] Sobre la función de *private enforcement* de los *punitive damages*, véase a Vanleenhove (2017).

[17] Sobre la responsabilidad de directores en Chile y el despojo de ganancias ilícitas, véase a Pino Emhart (2019).

[18] Aunque ya se encuentre derogados, vale mencionar que el artículo 147, inciso 7, de la Ley 18046 señalaba que, en el caso de operaciones con partes relacionadas, la sociedad o los accionistas podrían demandar "el reembolso en beneficio de la sociedad de una suma equivalente a los beneficios que la operación hubiera reportado a la contraparte relacionada, además de la indemnización de los daños correspondientes" (1981); mientras que el artículo 148, inciso 3, contenía una regulación similar para los casos en que un director o accionista se apropiase de una oportunidad comercial que le correspondiera a la sociedad (1981).

sido obtenidas, deben ser pagadas en favor de la sociedad. Esta regulación chilena debe ser tomada como referencia para el derecho societario peruano, ya que la actual LGS no regula una acción independiente y con alcance general a todo tipo de ente corporativo frente al beneficio ilícito (a diferencia de la ley bursátil peruana que sí lo hace dentro del ámbito de su aplicación).

Por otro lado, el artículo 172 de la Ley 18045, Ley de Mercado de Valores de Chile, señala que toda persona perjudicada por infracciones a las disposiciones sobre uso de información privilegiada tendrá una acción de resarcimiento contra el infractor y, además, el infractor deberá pagar al fisco el beneficio ilícito obtenido si no hubiera un perjudicado identificado (1981)[19]. El texto del artículo en cuestión es el siguiente:

> Artículo 172.- Toda persona perjudicada por actuaciones que impliquen infracción a las disposiciones del presente Título, tendrá derecho a demandar indemnización en contra de las personas infractoras.
>
> La acción para demandar perjuicios prescribirá en cuatro años contado a partir de la fecha en que la información privilegiada haya sido divulgada al mercado y al público inversionista.
>
> **Las personas que hayan actuado en contravención a lo establecido en este Título, deberán entregar a beneficio fiscal, cuando no hubiere otro perjudicado, toda utilidad o beneficio pecuniario que hubieren obtenido a través de transacciones de valores del emisor de que se trate** (1981) [el énfasis es nuestro].

La disposición citada es interesante, pues señala que el destino de los beneficios ilícitos será el fisco cuando no hubiera un afectado. Así, se logra el efecto disuasivo y punitivo deseado al realizar el despojo del beneficio ilícito, independientemente del destino del pago que, en este caso, no se paga en favor de un perjudicado como sucedería en una acción restitutoria en sentido estricto. Esta es una interesante alternativa cuando se trata de afectaciones a intereses difusos que impiden la identificación de una víctima específica.

A diferencia de lo regulado en el artículo 172 chileno, el derecho bursátil peruano no contiene alguna disposición en su regulación sobre uso de información privilegiada que señale que el beneficio despojado se pague al fisco u otro destinado diferente al perjudicado. El legislador peruano no se ha puesto en el supuesto en que la infracción a las normas bursátiles pueda generar un daño general al correcto funcionamiento del mercado de valores, independientemente de que se pueda identificar alguna víctima específica. Esto queda como un tema de agenda.

C. Derecho peruano

1. Derecho societario: mejoras pendientes

La actual LGS contiene una regulación deficiente en sus artículos 171-184 en torno a los deberes fiduciarios de directores y las consecuencias de su incumplimiento. Uno de los problemas que se puede identificar es la falta de referencia al despojo de beneficios ilícitos, lo cual es particularmente relevante en relaciones fiduciarias donde el fiduciario (administrador de la sociedad) incurre en un conflicto de interés al perseguir el suyo propio en perjuicio del agente (la sociedad y sus dueños). Entonces, si se presume que habrá algún beneficio derivado, es esencial que la ley disponga algún mecanismo para que el infractor pierda la ganancia.

En el 2011 se intentó poner un parche a la LGS para curar la ausencia de una acción que permitiera el despojo de ganancias ilícitas. Ello se materializó con la promulgación de la Ley 29720, que promueve las emisiones de valores mobiliarios y fortalece el mercado de capitales, cuyo artículo 4 modifica el artículo 181 de la LGS sobre pretensión social de responsabilidad contra los directores, aunque no modifica directamente el texto del artículo 181, sino que añade reglas adicionales a efectos de aplicar el artículo 181 cuando se trata de sociedades con acciones inscritas en la bolsa de valores; en otras palabras, el artículo 181 debe leerse junto con el artículo 4. El artículo 4 de la Ley 29720 sostiene que:

> Artículo 4. Pretensión social de responsabilidad
>
> Para los fines de la aplicación del artículo 181 de la Ley 26887, Ley General de Sociedades, tratándose de emisores con acciones inscritas en las bolsas de valores, para poder ejercer directamente la pretensión social de responsabilidad se requiere ser titular de al menos el diez por ciento del capital social de dicho emisor.
>
> En tal caso, no constituye requisito previo para iniciar la pretensión social de responsabilidad la celebración de la junta general de accionistas ni la falta del acuerdo respectivo.

[19] Sobre el despojo de ganancias ilícitas conforme a la normativa bursátil chilena, véase a Pino Emhart (2018).

> Durante el proceso judicial, los demandantes pueden solicitar al directorio de forma genérica todos los documentos relacionados al acto o decisión que se investiga y el directorio debe proporcionarlos. Dicho pedido se tramita a través del juez competente.
>
> **La indemnización por daños y perjuicios a favor de la sociedad incluye la restitución del beneficio obtenido en dicha transacción**, sin perjuicio de la responsabilidad penal a que hubiera lugar (2011) [el énfasis es nuestro].

Por su parte, el texto del artículo 181 de la LGS es el siguiente:

> Artículo 181.- Pretensión social de responsabilidad
>
> La pretensión social de responsabilidad contra cualquier director se promueve en virtud de acuerdo de la junta general, aun cuando la sociedad esté en liquidación. El acuerdo puede ser adoptado aunque no haya sido materia de la convocatoria.
>
> Los accionistas que representan por lo menos un tercio del capital social pueden ejercer directamente la pretensión social de responsabilidad contra los directores, siempre que se satisfaga los requisitos siguientes:
>
> 1. Que la demanda comprenda las responsabilidades a favor de la sociedad y no el interés particular de los demandantes;
>
> 2. Que, en su caso, los actores no hayan aprobado la resolución tomada por la junta general sobre no haber lugar a proceder contra los directores.
>
> Cualquier accionista puede entablar directamente pretensión social de responsabilidad contra los directores, si transcurrido tres meses desde que la junta general resolvió la iniciación de la pretensión no se hubiese interpuesto la demanda. Es aplicable a este caso lo dispuesto en los apartados 1 y 2 de este artículo.
>
> **Los bienes que se obtengan en virtud de la demanda entablada por los accionistas son percibidos por la sociedad**, y los accionistas tienen derecho a que se les reembolse los gastos del proceso.
>
> Los acreedores de la sociedad sólo pueden dirigirse contra los directores cuando su pretensión tienda a reconstituir el patrimonio neto, no haya sido ejercitada por la sociedad o sus accionistas y, además, se trate de acto que amenace gravemente la garantía de los créditos (1997) [el énfasis es nuestro].

En este caso, el artículo 4 parece integrar las ganancias ilícitas al resarcimiento, pues señala que "la indemnización […] incluye la restitución del beneficio obtenido" (2011). Se trataría de una indemnización (*restitutionary damages*) y no de un verdadero *disgorgement*. Sin embargo, aún quedaría la duda de cómo aplicar la norma y hasta dónde puede extenderse el resarcimiento. Hay dos opciones: (i) si se trata de un daño de difícil probanza, la corte podría tomar como referencia los beneficios obtenidos como base de cálculo; o (ii) si no estamos ante un daño de difícil probanza y la corte puede determinar la cuantía del daño, se deberá añadir sobre el resarcimiento el monto de las ganancias ilícitas. De esta manera, por concepto de resarcimiento, se otorgaría un monto mayor al que correspondería por el daño real y efectivo. En este caso, el resarcimiento y el despojo de las ganancias ilícitas estarían conceptualmente separadas, pero se otorgarían como un pago único y por concepto de resarcimiento.

Lo ideal hubiera sido que la norma fuera más precisa en su redacción y no señalase que el resarcimiento incluye a los beneficios ilícitos, sino que, adicional al pago de daños, procede pagar los beneficios ilícitos. De esta manera, se evitaría cualquier cuestionamiento que, por concepto de resarcimiento, se condene al pago de un monto extra-compensatorio en violación del principio de *réparation intégrale* y que incluso pueda ser considerado como una sanción privada similar a los *punitive damages*. Esto ya ha ocurrido en la jurisprudencia peruana[20]. Lo mejor es el reconocimiento de dos acciones autónomas y diferenciadas, cada una procedente ante requisitos distintos.

Si la intención de la norma fue la de fortalecer el mercado de valores mediante el reconocimiento de acciones judiciales idóneas, entonces la norma debe leerse según su finalidad, sin perjuicio de su redacción imperfecta, para concluir que lo que en el fondo se regula es una acción restitutoria o de *disgorgement* y así se pueda despojar de todos los beneficios obtenidos y no solo un monto dinerario

[20] Una corte de segunda instancia alegó expresamente a la función punitiva para aumentar la cuantía de la indemnización. Ello generó varios problemas procesales, por ejemplo, en torno al derecho de defensa y la debida motivación de las resoluciones judiciales. Por tal motivo, en casación se revocó la decisión (Casación 464-2018-La Libertad). Véase a García Long (2021). Sin perjuicio de que sea deseable la función punitiva en la responsabilidad civil, la misma debe hacerse en respeto de las garantías constitucionales que rigen a todas las sanciones, sean públicas, privadas o híbridas.

que deba cumplir con las reglas de la responsabilidad civil (entiéndase, que deba ser compensatorio).

Tengamos en cuenta que el artículo 4 de la Ley 29720 precisa los alcances de la pretensión social de responsabilidad en relación con las sociedades anónimas abiertas, de manera que el despojo de ganancias ilícitas estaría excluido para los demás tipos de sociedades anónimas. Por ello, con posterioridad al 2011, el Anteproyecto de Reforma de la Ley General de Sociedades (2018) propuso corregir en parte esta deficiencia y, respecto al deber de lealtad, señala con alcance general que su incumplimiento desencadena una acción resarcitoria y otra para despojar el beneficio ilícito, conforme a su artículo 148:

> Artículo 148.- Deber de lealtad en el ejercicio del cargo
>
> 148.1. El director desempeña el cargo con la lealtad de un representante leal, obrando de buena fe y en el mejor interés de la sociedad, procurando evitar incurrir en conflicto de intereses.
>
> 148.2. La infracción del deber de lealtad determina no solo la obligación de indemnizar el daño causado a la sociedad, **sino también la de devolver a la sociedad el enriquecimiento indebido obtenido**.
>
> 148.3. Cada director tiene el mismo deber de lealtad para con la sociedad.
>
> 148.4. La actuación del director no debe estar destinada a promover o defender los intereses de los accionistas que los eligieron o de las personas vinculadas a estos o al propio director (2018) [el énfasis es nuestro].

Fíjese que el artículo 148.2 del Anteproyecto es más preciso que el artículo 4 de la Ley 29720, pues no señala que la indemnización incluye los beneficios, sino que, además del resarcimiento, debe devolverse los beneficios. De esta manera, queda claro que se reconoce una acción independiente y autónoma que se acumula al resarcimiento y que no debe confundirse con este.

Asimismo, complementando la regulación sobre deberes fiduciarios y su incumplimiento, el artículo 157.2 del Anteproyecto define los casos de conflictos de intereses, entre ellos, el aprovecharse de oportunidades de negocio de la sociedad, usar los activos de la sociedad para fines propios, obtener ventajas o remuneraciones de terceros, competir con la sociedad, entre otros casos donde se presume que el infractor obtendrá un beneficio ilícito con su actuar (2018). Por su parte, el artículo 159 del Anteproyecto señala que, por junta general de accionistas o el directorio, según corresponda, se puede dispensar a un director para realizar ciertos actos que serían considerados de conflicto de interés conforme al artículo 157.2 y así, se evita la responsabilidad (2018).

Finalmente, en relación con las sociedades anónimas abiertas y de manera similar a la redacción del artículo 4 de la Ley 29720, el artículo 239 del Anteproyecto señala que, en la pretensión social de responsabilidad, el resarcimiento incluye a los beneficios obtenidos (2018). Al respecto, el artículo 239 sostiene lo siguiente:

> Artículo 239.- Pretensión social de responsabilidad
>
> Son de aplicación a las sociedades anónimas abiertas, las siguientes normas especiales con respecto a la pretensión social de responsabilidad a que se refiere el artículo 162:
>
> 1. Pueden ejercer directamente la pretensión social de responsabilidad de acuerdo con el numeral 162.2 del artículo 162 accionistas que representen al menos el diez por ciento del capital.
>
> En tal caso, no constituye requisito previo para iniciar la pretensión social de responsabilidad la celebración de la junta general ni la falta del acuerdo respectivo, siempre que se hubiera solicitado notarialmente la convocatoria a junta general y el directorio no hubiera cumplido con realizarla en el plazo legalmente establecido.
>
> 2. Antes y durante el proceso judicial, los demandantes pueden solicitar al directorio, en forma genérica, todos los documentos relacionados al acto o decisión que se investiga y el directorio debe proporcionarlos. Dicho pedido se tramita a través del juez del domicilio de la sociedad.
>
> 3. **La indemnización por daños y perjuicios a favor de la sociedad incluye la restitución del beneficio** obtenido del acto o decisión señalado en el inciso 2, sin perjuicio de la responsabilidad penal a que hubiera lugar (2018) [el énfasis es nuestro].

Es buena la intención del Anteproyecto de mejorar la regulación sobre deberes fiduciarios y responsabilidad de directores y que, para ello, haya incluido el pago de las ganancias ilícitas. Sin embargo, aún tal regulación genera algunas dudas sobre qué remedio se ha regulado: ¿*restitutionary damages*, restitución de ganancias ilícitas o un verdadero *disgorgement of profits*?

Visto de manera conjunta, el artículo 148.2 del Anteproyecto, para las sociedades anónimas, señala que "la infracción del deber de lealtad determina no solo la obligación de indemnizar el daño causado a la sociedad, sino también la de devolver a la sociedad el enriquecimiento indebido obtenido" (2018), con lo cual sería procedente una acción para despojar el beneficio ilícito y otra resarcitoria. Sin embargo, luego, el artículo 239.3 del Anteproyecto, para las sociedades anónimas abiertas, señala que "la indemnización por daños y perjuicios a favor de la sociedad incluye la restitución del beneficio obtenido del acto o decisión" (2018), con lo cual, el resarcimiento se calcularía teniendo en cuenta el beneficio obtenido, no siendo procedente una acción adicional y acumulativa a la acción resarcitoria.

Si tenemos presente la intención del Anteproyecto de actualizar la regulación sobre la responsabilidad de los directores, debe concluirse que sería procedente una acción adicional y acumulativa a la resarcitoria, ello con distintas liquidaciones dinerarias. En general, frente a una nueva propuesta de reforma, es necesario ser preciso. No es deseable el reconocimiento de *restitutionary damages*, es insuficiente. Es necesario una acción restitutoria, pero incluso la misma podría ser limitada si se toma en cuenta que, en muchos casos de conflicto de interés, el beneficio ilícito obtenido por el director no tendrá referencia a un respectivo empobrecimiento en la sociedad o sus dueños (podría tener origen en una operación financiera con un tercero), de manera que será necesario el reconocimiento de una acción por *disgorgement of profits* que sea disuasiva y punitiva, similar a los *punitive damages*.

2. Mercado de valores: un buen camino

La ley es más clara en torno a la procedencia de una acción independiente para despojar el beneficio ilícito en el derecho de mercado de valores, en relación con el uso de información privilegiada. Mientras el artículo 40 del Texto Único Ordenado de la Ley de Mercado de Valores (en adelante, TUO de la LMV), aprobado por Decreto Supremo 093-2002-EF, define qué se entiende por información privilegiada, el artículo 43 indica que las personas que incumplan las prohibiciones sobre uso de información privilegiada deben entregar, a quien corresponda según el caso, el beneficio obtenido. Al respecto, los artículos en cuestión sostienen lo siguiente:

> Artículo 40.- Definición
>
> Para los efectos de esta ley, se entiende por **información privilegiada** cualquier información referida a un emisor, a sus negocios o a uno o varios valores por ellos emitidos o garantizados, no divulgada al mercado; y cuyo conocimiento público, por su naturaleza, sea capaz de influir en la liquidez, el precio o la cotización de los valores emitidos. Comprende, asimismo, la información reservada a que se refiere el artículo 34 de esta Ley y aquella que se tiene de las operaciones de adquisición o enajenación a realizar por un inversionista institucional en el mercado de valores, así como aquella referida a las ofertas públicas de adquisición
>
> [...]
>
> Artículo 43.- Prohibiciones
>
> **Las personas que posean información privilegiada, están prohibidas de**:
>
> a) Revelar o confiar la información a otras personas hasta que ésta se divulgue al mercado;
>
> b) Recomendar la realización de las operaciones con valores respecto de los cuales se tiene información privilegiada; y,
>
> c) Hacer uso indebido y valerse, directa o indirectamente, en beneficio propio o de terceros, de la información privilegiada.
>
> Estas personas están obligadas a velar porque sus subordinados acaten las prohibiciones establecidas en este artículo.
>
> **Las personas que incumplan las prohibiciones establecidas en el presente artículo deben hacer entrega al emisor o fondo, cuando se trate de información relativa a las operaciones de los fondos mutuos, de los fondos de inversión, de los de pensiones o de otros fondos administrados por inversionistas institucionales, de los beneficios que hayan obtenido** (2022) [el énfasis es nuestro]**.**

Fíjese que en el caso del artículo 43 del TUO de la LMV se regula una acción independiente, sin perjuicio de la acción por daños y perjuicios conforme a las normas generales (societarias o civiles). De manera complementaria, el artículo 6 del Reglamento contra el abuso de mercado y normas sobre uso indebido de información privilegiada y manipulación de mercado, aprobado por Resolución SMV 005-2012-SMV-01, señala que lo regulado por el artículo 43 del TUO de la LMV aplica independientemente de que el infractor haya obtenido una ganancia o haya evitado una pérdida. El artículo 6 señala lo siguiente:

> Artículo 6.- Prohibiciones
>
> 6.1. En el marco de lo establecido en el artículo 43 de la Ley del Mercado de Valores es-

tán prohibidos de hacer uso de información privilegiada, además de las personas naturales, los inversionistas institucionales que administran recursos de terceros que van a ser destinados a la inversión en valores de oferta pública, emisores, proveedores de precios, entidades valorizadoras, empresas clasificadoras de riesgos, agentes de intermediación y las demás personas jurídicas que posean información privilegiada.

Se incurre en la prohibición de uso prevista en el artículo 43 inciso c) de la Ley del Mercado de Valores cuando se realizan operaciones con valores respecto de los cuales se tiene información privilegiada.

6.2. **Las sanciones establecidas en virtud de lo dispuesto en el artículo 43 de la Ley del Mercado de Valores, son de aplicación, independientemente de que la persona que haya revelado, recomendado o hecho uso de información privilegiada, haya obtenido una ganancia o evitado una pérdida.** Asimismo, dichas sanciones aplican a todas las personas naturales o jurídicas que hubieren revelado, recomendado o hecho uso de información privilegiada obtenida a través de cualquier medio, sea porque les ha sido voluntaria o involuntariamente transmitida o porque la hubieran obtenido de manera lícita o a través de medios ilícitos, indebidos o fraudulentos (2012) [el énfasis es nuestro].

La precisión anterior es importante por dos razones: (i) frente a una técnica legislativa sobre cómo regular el despojo de ganancias ilícitas no solo se debe tener en cuenta el enriquecimiento positivo, sino también el negativo, lo cual puede consistir en el ahorro de un costo; en consecuencia, es correcto que la norma bursátil haga referencia a que "haya obtenido una ganancia o evitado una pérdida" (Resolución SMV 005-2012-SMV-01); y (ii) le da independencia al despojo de ganancias ilícitas, pues lo que importa es que la infracción se haya realizado con la intención de lograr un objetivo, sin perjuicio que se haya tenido éxito o no en conseguir el objetivo.

Asimismo, el artículo 44 del TUO de la LMV señala que, independientemente de las prohibiciones sobre el uso indebido de información privilegiada, los directores y gerentes de un emisor, así como ciertas personas que participen en la compra o venta de los valores emitidos por el emisor, deberán desprenderse de toda ganancia realizada en favor del emisor o el patrimonio, según corresponda (2012). El artículo 44 señala lo siguiente:

Artículo 44. Devolución de ganancias de corto plazo

Toda ganancia realizada por directores y gerentes del emisor, así como los directores, gerentes, miembros del comité de inversiones y personas involucradas en el proceso de inversión de las sociedades administradoras, de las sociedades administradoras de fondos de inversión y de administradoras de fondos de pensiones, proveniente de la compra y venta o de la venta y compra, dentro de un período de tres meses, de valores emitidos por el emisor, **debe ser entregada íntegramente al emisor o al patrimonio, según corresponda**. Lo dispuesto en este párrafo es independiente del uso indebido de información privilegiada.

Mediante disposiciones de carácter general, Conasev puede regular lo dispuesto en el presente artículo, así como los supuestos de excepción a la obligación de devolver la ganancia (2012) [el énfasis es nuestro].

El artículo 44 del TUO de la LMV regula en su primer párrafo una acción para despojar las ganancias ilícitas que operan sin perjuicio de la procedencia de la acción por daños y perjuicios. Además, conforme a la disposición del segundo párrafo del artículo 44, se promulgó la Resolución SMV 018-2015-SMV-01, que aprobó las normas aplicables para la devolución de ganancias de corto plazo, las cuales, entre otros aspectos, regulan cuáles son las operaciones consideradas para el cálculo de las ganancias a corto plazo (artículo 3), supuestos de excepción (artículo 4), la metodología para determinar el monto de devolución de las ganancias de corto plazo (artículo 5), plazo para el pago (artículo 8), entre otros.

Por su parte, el artículo 51 del TUO de la LMV dispone ciertas obligaciones sobre el emisor de valores inscritos, entre las cuales, se encuentran prohibiciones que exigen al infractor el despojo de los beneficios obtenidos en favor del emisor, sin perjuicio –señala la norma– de la acción por daños y perjuicios (2012). El artículo 51 señala lo siguiente:

Artículo 51.- Obligación del Emisor

Los emisores con valores inscritos en el Registro se sujetan a las siguientes normas:

a) Los directores y gerentes están prohibidos de recibir en préstamo dinero o bienes de la sociedad, o usar en provecho propio, o de quienes tengan con ellos vinculación, los bienes, servicios o créditos de la sociedad, sin contar con autorización del Directorio;

b) Los directores y gerentes están prohibidos de valerse del cargo para, por cualquier otro medio y con perjuicio del interés social, obtener ventajas indebidas para sí o para personas con las que tengan vinculación; y,

c) Para la celebración de cada acto o contrato que involucre al menos el cinco por ciento de los activos de la sociedad emisora con personas naturales o jurídicas vinculadas a sus directores, gerentes o accionistas que directa o indirectamente representen más del diez por ciento del capital de la sociedad, se requiere la aprobación previa del directorio, sin la participación del director que tenga vinculación. Para los fines de la determinación del cinco por ciento, deben tenerse en cuenta los últimos estados financieros que correspondan.

En las transacciones en las cuales el accionista de control de la sociedad emisora también ejerza control de la persona jurídica que participa como contraparte en el respectivo acto o contrato sujeto a aprobación previa por el directorio, se requiere adicionalmente la revisión de los términos de dicha transacción por parte de una entidad externa a la sociedad emisora. Se considerará como entidad externa a dicha sociedad a las sociedades auditoras u otras personas jurídicas que mediante disposiciones de carácter general determine Conasev.

La entidad que revise la transacción no debe estar vinculada a las partes involucradas en ella, ni a los directores, gerentes o accionistas titulares de cuando menos el diez por ciento del capital social de dichas personas jurídicas. Se considera, entre otros, que se encuentra vinculada a la sociedad emisora la entidad que hubiese auditado sus estados financieros en los últimos dos años.

Corresponde a Conasev definir los alcances de los términos control y vinculación y regular la participación de la entidad externa a la sociedad y los demás aspectos del presente artículo.

Los beneficios que se perciban con infracción de lo establecido en este Artículo deben ser derivados a la sociedad, sin que ello obste a la correspondiente reclamación de daños y perjuicios, ni a la interposición de las acciones penales a que hubiere lugar (2012) [el énfasis es nuestro].

Respecto al artículo 51 del TUO de la LMV, también es preciso al señalar que el despojo de los beneficios ilícitos se realiza "sin que ello obste a la correspondiente reclamación de daños y perjuicios" (2012), con lo cual, queda claro que se reconocen dos acciones independientes que pueden acumularse.

Por otro lado, el artículo 72 del TUO de la LMV, sobre las Ofertas Públicas de Adquisición (en adelante, OPA), señala que el incumplimiento de las normas bursátiles, en relación con el procedimiento de realizar una OPA para obtener participación significativa, desencadena una obligación de devolver la ganancia de capital derivada de la venta de las acciones adquiridas en favor de los accionistas transferentes, ello en primer lugar. El artículo 72 sostiene lo siguiente:

Artículo 72. Incumplimiento

En caso de incumplimiento de las normas precedentes, se aplican las siguientes reglas:

a) **Quien adquiera o incremente su participación significativa**, sea que se trate de una adquisición directa o indirecta, actuando de manera individual o conjunta, sea que actúen o no de manera concertada **sin observar el procedimiento respectivo**, queda suspendido por mérito del pronunciamiento de Conasev en el ejercicio de los derechos políticos inherentes a las acciones adquiridas y obligado a su venta en los términos y plazos que determine Conasev mediante norma de carácter general. Mientras dure la suspensión de los valores indicados, los mismos no se computan para el quórum.

Sin perjuicio de lo anterior, Conasev podrá excepcionalmente determinar, adicionalmente, la suspensión de los derechos inherentes a las acciones que tuviese de manera previa a la adquisición o incremento de participación significativa, así como determinar que dicha tenencia previa no se computa para efectos del quórum.

En caso de obtener una ganancia de capital como producto de la venta de las acciones adquiridas, debe entregarla a los accionistas que le transfirieron tales valores. Es nulo todo acuerdo adoptado por los órganos de la sociedad cuando para la adopción de los mismos o para la elección de los miembros de dichos órganos se ha ejercido la representación de acciones adquiridas con prescindencia de la obligación de realizar una oferta pública de adquisición, así como todo acto de disposición que se efectúe con tales valores. La nulidad a la que se hace referencia opera de pleno derecho por el mérito de la resolución del órgano competente de Conasev que se pronuncie sobre la infracción de las normas que regulan las ofertas públicas de adquisición.

Conasev puede sustituir, a solicitud de parte y siempre que sea más beneficioso para el mercado, la obligación de venta por la de una OPA dirigida al cien por ciento del capital social. En este caso, la OPA debe formularse por el mayor precio pagado por las acciones adquiridas indebidamente o el que determine una entidad valorizadora de acuerdo con lo que establezca Conasev mediante norma de carácter general, el que resulte mayor, y siempre que cumpla de manera previa con el pago del íntegro de la multa por infringir las normas de OPA.

Asimismo, de existir un diferencial positivo entre el precio de la OPA y el precio al que transfirieron las acciones que se adquirieron de manera indebida, el oferente debe realizar el pago de dicho diferencial.

Lo dispuesto en el presente inciso es de aplicación en lo pertinente a los casos de incumplimiento de la obligación de efectuar una oferta pública de adquisición cuando se trate de supuestos distintos de la adquisición de acciones a que se refiere el primer párrafo.

c) Conasev no excluye el valor del registro si previamente no se ha efectuado la oferta pública de compra a que se refiere el artículo 69.

La interposición de una acción contencioso-administrativa no impide la ejecución de lo dispuesto por Conasev salvo que, mediante una medida cautelar judicial motivada se disponga lo contrario y siempre que, en tal caso, se hubiera otorgado como contracautela una garantía suficiente en efectivo, póliza de caución o carta fianza bancaria por el equivalente al cincuenta por ciento del monto de la OPA que debió realizarse, de acuerdo con los criterios que Conasev determine mediante norma de carácter general. No es admisible la caución juratoria como contracautela ni ninguna otra distinta a las enunciadas anteriormente (2012) [el énfasis es nuestro].

En este caso, el artículo 72 del TUO de la LMV regula una acción independiente como supuesto de sanción y, como tal, acumulativa a alguna acción de resarcimiento, pues la intención de la norma es disuadir el incumplimiento del procedimiento para realizar una OPA y, en consecuencia, su objetivo es despojar al adquirente de la ganancia de capital que pueda obtener de una venta de las acciones adquiridas.

Es importante mencionar que las citadas disposiciones bursátiles sobre despojo de ganancias ilícitas fueron todas agregadas o modificadas en el 2011 por la Ley 29720, la misma que, a través de su artículo 4, aclaró los alcances del artículo 181 sobre la pretensión social de responsabilidad para las sociedades anónimas abiertas. En efecto, fue el artículo 6 de la Ley 29720 la que agregó el último párrafo del artículo 43 y modificó el artículo 44 del TUO de la LMV para reconocer acciones para el despojo de ganancias ilícitas, independientes y cumulativas a la acción por daños y perjuicios. El último párrafo 51 del TUO de la LMV ya disponía de manera previa al 2011 la respectiva acción sobre ganancias ilícitas, al igual que el artículo 72, el cual fue modificado por la Ley 29720, pero no en relación con la acción de despojo, la cual ya estaba reconocida.

Finalmente, la Ley 29720 también modificó el Código Penal peruano para reforzar la sanción de ilícitos lucrativos, al añadir: (i) el artículo 251-A, que sanciona penalmente el uso de información privilegiada; y (ii) el artículo 213-A, que sanciona al fiduciario que, en beneficio propio o de un tercero, realiza un acto que contraviene el fin para el cual fue constituido el patrimonio. Los artículos mencionados son los siguientes:

Artículo 213-A.-

El factor fiduciario o quien ejerza el dominio fiduciario sobre un patrimonio fideicometido, o el director, gerente o quien ejerza la administración de una sociedad de propósito especial **que, en beneficio propio o de terceros, efectúe actos de enajenación, gravamen, adquisición u otros en contravención del fin para el que fue constituido el patrimonio de propósito exclusivo**, será reprimido con pena privativa de libertad no menor de dos (2), ni mayor de cuatro (4) años e inhabilitación de uno a dos (2) años conforme al Artículo 36, incisos 2 y 4.

[…]

Artículo 251-A.-

El que obtiene un beneficio o se evita un perjuicio de carácter económico en forma directa o a través de terceros, mediante el uso de información privilegiada, será reprimido con pena privativa de la libertad no menor de uno (1) ni mayor de cinco (5) años.

Si el delito a que se refiere el párrafo anterior es cometido por un director, funcionario o empleado de una Bolsa de Valores, de un agente de intermediación, de las entidades supervisoras de los emisores, de las clasificadoras de riesgo, de las administradoras de fondos mutuos de inversión en valores, de las administradoras de

> fondos de inversión, de las administradoras de fondos de pensiones, así como de las empresas bancarias, financieras o de seguros, la pena no será menor de cinco (5) ni mayor de siete (7) años (1991) [el énfasis es nuestro].

Como vemos, a diferencia del derecho societario peruano, la ley bursátil ha prestado mayor atención al problema de la comisión de infracciones para obtener un beneficio ilícito y, ante ello, ha reconocido diferentes acciones para lograr el despojo de las ganancias ilícitas.

3. Derecho civil: ¿la solución?

Uno podría preguntarse si la norma supletoria podría ser de alguna ayuda. El Código Civil regula la acción general por enriquecimiento injustificado, la cual podría ser invocada en un caso de responsabilidad de directores, ante la deficiencia de la norma especial. Tal acción restitutoria se encuentra regulada en los artículos 1954 y 1955 del Código Civil, los cuales sostienen lo siguiente:

> Artículo 1954.- Aquel que se enriquece indebidamente a expensas de otro está obligado a indemnizarlo.
>
> Artículo 1955.- La acción a que se refiere el artículo 1954 no es procedente cuando la persona que ha sufrido el perjuicio puede ejercitar otra acción para obtener la respectiva indemnización (1984).

Así, la regulación peruana adoptó el clásico modelo subsidiario de influencia francesa y, además, tiene algunas deficiencias en su redacción. Todo esto hace complicado invocar a la acción restitutoria[21].

Para empezar, la acción por enriquecimiento injustificado debe ser subsidiaria. Esto significa, como indica el artículo 1955, que no debe ser procedente otra acción para obtener la respectiva indemnización. Si es procedente otra acción de tal característica, el perjudicado no tiene la opción de elegir una acción más beneficiosa, sino que debe proceder por la que tiene a su disposición. Solo si no existe otra acción para obtener la respectiva indemnización, podría accionar por enriquecimiento injustificado.

Este presupuesto de la subsidiariedad hace que la acción por enriquecimiento injustificado no sea usada y quede relegada, sobre todo si procede una acción por responsabilidad civil. Sin embargo, este no debería ser un inconveniente si no fuera por la mala redacción de la norma peruana, sin perjuicio del reconocimiento legal de la subsidiariedad.

Fíjese que el artículo 1955 está redactado en términos funcionales. Otras normas como el equivalente 1303.3 del Código Civil francés señala que: "El empobrecido no tiene acción sobre este fundamento cuando dispone de otra acción" (1804) [traducción propia][22], ello significa que basta que la ley haya dispuesto la aplicación de otra acción sin importar cuál fuese tal acción. Si la ley francesa hace aplicable una acción menos beneficiosa, la misma deberá aplicarse y el perjudicado no podrá acudir al enriquecimiento injustificado, aunque esta fuera más beneficiosa. Por el contrario, la norma peruana señala que "no es procedente cuando la persona que ha sufrido el perjuicio puede ejercitar otra acción para obtener la respectiva indemnización" (Código Civil, art. 1955, 1984), lo cual significa que solo está precluida la acción por enriquecimiento injustificado cuando existe una acción igual de beneficiosa, entiéndase, que permita obtener el mismo resultado.

El problema con los artículos 1954 y 1955 del Código Civil peruano es que hacen referencia a una 'indemnización' –como lo hacen jurisdicciones de influencia francesa– en lugar de mencionar 'restitución', como el Código Civil de Alemania (§ 812), Suiza (artículo 62), Japón (artículo 703) y Cuba (artículos 101 y 103). Esta no es una exquisitez terminológica; la acción por enriquecimiento injustificado es una acción restitutoria, no resarcitoria. Por ello, es incorrecto hablar de 'indemnización'. Tal vez se podría aceptar el uso coloquial, polisémico y amplio del término[23]. Sin embargo, tal opción genera un problema práctico al momento de superar la subsidiariedad.

Si la norma peruana dijera 'para obtener la respectiva restitución', la procedencia de una acción indemnizatoria no sería obstáculo, ya que, por un lado, se trata de una acción de distinta naturaleza y, por el otro, la liquidación del monto del beneficio ilícito podría ser superior a lo que correspondería por indemnización de daños y perjuicios. Bajo este escenario, podría acumularse una acción resarcitoria con una acción restitutoria, sin que la

[21] Estas cuestiones están desarrolladas en García Long (2022, 2023a y 2023b) y León (2021 y 2023).

[22] Traducción propia de: «L'appauvri n'a pas d'action sur ce fondement lorsqu'une autre action lui est ouverte ou se heurte à un obstacle de droit, tel que la prescription" (1804).

[23] Así lo propone entre nosotros Fernández (2015). Sin embargo, a su vez, Fernández propone en el Anteproyecto de Reforma del Código Civil (2019) que se modifique el artículo 1954 para reemplazar 'indemnización' por 'restitución'. Curiosamente, la misma propuesta no se hace para el artículo 1955.

subsidiariedad sea un obstáculo para ello. Por el contrario, si la norma es leída en su sentido literal como 'para obtener la respectiva indemnización', se podría pensar –equivocadamente– que la existencia de una acción indemnizatoria impediría a su vez accionar por enriquecimiento injustificado. Entonces, no podría darse el cúmulo de acciones por la simple razón que la acción por enriquecimiento injustificado estaría siendo confundida y equiparada a una acción indemnizatoria. Existe jurisprudencia que confunde al enriquecimiento injustificado con la responsabilidad civil[24].

Por lo anterior, podría intentarse invocar a la acción por enriquecimiento injustificado para lograr el despojo del beneficio ilícito, independiente del resarcimiento. Sin embargo, por la mala redacción de las normas peruanas y por haberse adoptado el presupuesto de la subsidiariedad, tal alternativa podría ser más viable en teoría que en la práctica.

Finalmente, el enriquecimiento injustificado podría ser insuficiente si lo que se busca es despojar al infractor de un beneficio ilícito que no tiene conexión con un empobrecimiento o si, de existir, es menor al beneficio; sobre todo, piénsese en los beneficios que se obtienen por el mismo trabajo o astucia del infractor. El modelo tradicional de influencia francesa requiere la presencia de cinco presupuestos para la procedencia de la acción general por enriquecimiento injustificado, esto es el enriquecimiento, empobrecimiento, conexión entre enriquecimiento y empobrecimiento, falta de justificación o causa y la subsidiariedad. Ante este escenario, una visión tradicional del enriquecimiento injustificado impediría una liquidación dineraria superior al monto del empobrecimiento o daño y que pueda aumentarse de manera irrestricta por el monto de cualquier beneficio obtenido por el infractor. Aparentemente, se considera que el derecho peruano ha seguido tal modelo tradicional.

Sin embargo, como he explicado previamente[25], este es un falso consenso, porque el artículo 1954 no requiere la presencia de los cinco presupuestos, a diferencia de sus equivalentes europeos que sí siguen de manera expresa este modelo, como el artículo 1303 del Código Civil francés o el artículo 2041 del Código Civil italiano. La norma peruana está redactada de manera tan amplia que –en realidad– reconoce al principio general contra el enriquecimiento injustificado cuando señala que: "Aquel que se enriquece indebidamente a expensas de otro está obligado a indemnizarlo" (Código Civil, art. 1954, 1984). Este tipo de redacción permite una interpretación extensiva de la figura para que no esté limitada al modelo tradicional, sino más bien enfocada en el presupuesto del 'enriquecimiento a expensas de otro', sin estar limitado a un respectivo empobrecimiento. De esta manera, el derecho peruano está más cerca a jurisdicciones anglosajonas que civilistas en torno al enriquecimiento injustificado. El problema sería su aplicación práctica, ya que se conoce poco del enriquecimiento injustificado o lo que se conoce es equivocado. Ello haría difícil explicar a un juez que el modelo peruano es uno amplio, esto sin perjuicio de los cuestionamientos que se podrían hacer a las liquidaciones extra-compensatorias (como ya he advertido) si se estira la figura del enriquecimiento injustificado hasta el punto de que funcione como *punitive damages*.

V. LA ACCIÓN DEL PROVECHO DE DOLO AJENO

Una acción restitutoria que no está regulada en el Perú, pero sí en Chile, es la acción del provecho por dolo ajeno, según los artículos 1458 y 2316 del Código Civil de Chile, como muestra de la expresión del principio contra el enriquecimiento injustificado[26]. Dichos artículos sostienen lo siguiente:

> Art. 1458.
>
> El dolo no vicia el consentimiento sino cuando es obra de una de las partes, y cuando además aparece claramente que sin él no hubieran contratado.
>
> **En los demás casos el dolo da lugar solamente a la acción de perjuicios contra la persona o personas que lo han fraguado o que se han aprovechado de él**; contra las primeras por el total valor de los perjuicios, y **contra las segundas hasta concurrencia del provecho que han reportado del dolo**.
>
> […]
>
> Art. 2316. Es obligado a la indemnización el que hizo el daño, y sus herederos.
>
> **El que recibe provecho del dolo ajeno, sin ser cómplice en él, sólo es obligado hasta concu-**

[24] Véase a la Casación 4689-2017-LIMA.

[25] Sobre todo, véase a mi comentario al artículo 1954 del Código Civil peruano en García Long (2023a).

[26] Sobre la acción de provecho del dolo ajeno en Chile –altamente debatido– véase a Pizarro Wilson (2009), Domínguez Águila (2009), Pino Emhart (2016), García Mekis (2016), González Castillo (2020), Momberg (2022), San Martín Neira (2022) y González González (2022). Compárese con Prado (2018).

> **rrencia de lo que valga el provecho** (2000) [el énfasis es nuestro].

Esta es una interesante acción restitutoria que debe tomarse como referencia para una futura reforma peruana. Entonces, queda como tema en agenda para el legislador peruano el estudio de la acción de provecho del dolo ajeno y su incorporación en el derecho peruano.

La acción de provecho del dolo ajeno, como su nombre lo indica, está pensada para aquellas situaciones donde alguien termina beneficiado del ilícito de otro. Como tal, la norma dispone diferentes consecuencias según los intervinientes en el ilícito. Frente al infractor, es claro que será procedente una acción resarcitoria y otra frente al beneficio ilícito[27], pero también será aplicable alguna acción frente a las personas que no hayan cometido el ilícito de manera directa pero igual se beneficien de este. Por ello, el artículo 1458 señala que los beneficiados que no han cometido el ilícito responden "hasta concurrencia del provecho que han reportado del dolo" (Código Civil [Chile], 2000), o "hasta concurrencia de lo que valga el provecho" (Código Civil [Chile], 2000) como señala el artículo 2316. Por la forma en cómo está redactada la norma, la doctrina chilena debate si se trata de una acción indemnizatoria o restitutoria. Sin perjuicio de ello, entiéndase como una acción restitutoria enfocada en el beneficio ilícito. Pizarro Wilson la considera una institución maravillosa y de muchas problemáticas (2020).

El caso chileno emblemático fue Inverlink. Enzo Bertinelli, gerente general de Inverlink Corredora de Bolsa, representante legal y socio de Holding Inverlink, mantenía un romance con Pamela Andrada, quien fue secretaria de Carlos Massad, presidente del Banco Central de Chile, cuando un 29 de enero de 2003 se enteró que su secretaria filtraba información confidencial. Durante la investigación, también se averiguó que Inverlink había sobornado a Javier Moya Cucurella, tesorero de la Corporación de Fomento de la Producción (en adelante, Corfo), una agencia estatal chilena. Esto fue con el fin de que le 'prestara' certificados de depósito a plazo para ser usados como garantía, poder seguir operando y sacar provecho de información confidencial. Dentro de este contexto, se plantearon acciones penales y civiles, entre las últimas, acciones de provecho del dolo ajeno contra terceros (bancos, corredores de bolsas, entre otros), por las ganancias obtenidas derivadas del uso de información confidencial por parte de Inverlink, aunque tales terceros no hayan cometido los ilícitos. A la fecha, Corfo ha recuperado 55 mil millones de pesos chilenos de los 85 mil millones robados[28].

En uno de los casos, la Corte Suprema de Chile explicó los requisitos de la acción de provecho del dolo ajeno: "a. Que exista una actuación dolosa; b. que un tercero reciba provecho del dolo ajeno; c. que el que recibe el provecho no sea cómplice del dolo" (Corte Suprema de Chile, 2012, como se citó en Prado, 2018, p. 356). Además, explica su diferencia con la responsabilidad civil:

> […] aun cuando se está en presencia de una acción derivada de la responsabilidad extracontractual, ella no tiene la naturaleza de una acción indemnizatoria propiamente tal, ya que la obligación de restituir no está determinada por el monto de los perjuicios sufridos; tampoco tiene una relación directa con el hecho ilícito cometido, puesto que el tercero que debe restituir lo percibido no es el autor del daño. Esta obligación se genera sólo por percibirse un beneficio producto del dolo que ha sido cometido por otra persona. Así, es este provecho o utilidad el que debe ser objeto de restitución, sin perjuicio de que igualmente es necesario que se produzca un daño a la víctima, pero éste sólo opera como factor de limitación del monto máximo a restituir (Prado, 2018, pp. 356-357).

Así, la acción del provecho del dolo ajeno muestra que una acción restitutoria que se basa en el principio contra el enriquecimiento injustificado tiene una lógica distinta a la responsabilidad civil. Una diferencia fundamental es que no necesita de un criterio de imputación. A diferencia de la responsabilidad civil, donde la culpa u otro criterio de justificación es necesario para proceder con una reasignación patrimonial (el costo de la indemnización); en la restitución, la reasignación se produce porque, en primer lugar, se realizó una asignación sin justificación, es decir, sin importar la presencia de culpa u otro criterio. Por ello, si los inversionistas de un fondo de inversión obtienen beneficios por la administración del fondo sin tener conocimiento que las operaciones fueron realizadas con información confidencial o mediante la comisión de otros ilícitos, los inversionistas, aunque sean inocentes o no hayan cometido algún ilícito, responderán por la devolución del beneficio obtenido en virtud de la prohibición del enriquecimiento injustificado.

[27] Aunque debo advertir que en el derecho chileno es discutible la procedencia de una acción contra los beneficios ilícitos frente al infractor del daño. La acción de provecho del dolo ajeno no está regulada para los autores sino frente a beneficiarios inocentes. Su aplicación extensiva hacia los autores es lo discutible.

[28] Véase el reportaje de Vega (2023) por los 20 años del caso.

Bajo el derecho peruano, siempre será posible invocar, contra beneficiarios inocentes, la acción general por enriquecimiento injustificado, conforme a los artículos 1954 y 1955 del Código Civil. Sin embargo, el presupuesto de la subsidiariedad y la mala redacción de las normas peruanas harían nula su aplicación allí donde sea necesaria. Ante tal escenario, la acción de provecho del dolo ajeno debe ser tomado como referencia para una futura reforma del derecho peruano. Si los civilistas no están preparados para incorporarlo en el Código Civil con alcance general, se podría proceder con una reforma de la Ley General de Sociedades para regular de manera más completa las consecuencias negativas de actuaciones ilícitas en el ámbito empresarial, entre ellas, las derivadas de la responsabilidad de directores por ganancias ilícitas, incluso frente a inocentes beneficiarios.

VI. REFLEXIONES FINALES

El estudio de la responsabilidad de directores es particularmente interesante por la interacción de diversas áreas del derecho como lo es el civil, societario y bursátil. Este tema llega a ser tan complejo que, por ello mismo, da la impresión de haber sido una de las razones por las cuales ha sido omitido incluso por los propios especialistas. En el caso del derecho peruano, hubo un vacío en torno al tratamiento del beneficio ilícito obtenido por el director con su actuar ilícito, pero los expertos en derecho societario no le dieron el tratamiento necesario. En cierta manera, podría entenderse por la complejidad de la materia, que es parte del derecho civil y no societario. No obstante, a su vez, los especialistas en civil tampoco fueron los más interesados en estudiar este supuesto especial de responsabilidad civil que por sus particularidades requiere, además, el estudio de la restitución y el enriquecimiento injustificado, las cuales son materias usualmente poco perfeccionadas entre los mismos expertos en derecho civil.

Sin perjuicio de ello, el estudio se complica más por la necesidad de estudiar al derecho comparado, sobre todo el derecho inglés, en torno a la figura del *disgorgement of profits* (o *account of profits*), que responde de mejor manera a las particularidades de ilícitos que generan beneficios para los directores. Asimismo, el derecho chileno, por la acción de provecho del dolo ajeno frente a los beneficiarios inocentes del actuar ilícito de directores, que, aunque no hayan tenido culpa ni sean cómplices, deben restituir los beneficios ilícitos en favor de los perjudicados.

Todo lo anterior justifica un estudio riguroso del tema para que las consecuencias negativas de los ilícitos de directores que generan beneficios ilícitos sean correctamente reguladas. En este sentido, el derecho peruano aún tiene mucho que aprender en relación con la restitución, disuasión y punición en el derecho corporativo, teniendo en cuenta que la responsabilidad de directores es una buena oportunidad para ponerlo en práctica.

REFERENCIAS

Abdala, M. (2014). La aplicación de la denominada *business judgment rule* en el derecho argentino. *Revista de Derecho Universidad del Norte*, (42), 264-284.

Alcalde, E. (2019). Deber de cuidado de directores de sociedades anónimas y la "regla del juicio de negocios". En M. Salazar Gallegos (ed.), *Derecho Corporativo. Estudios en Homenaje a la Facultad de Derecho PUCP en su Centenario* (pp. 319-337). Fondo Editorial de la PUCP.

Beaumont, R. (2005). *La responsabilidad del directorio y de los directores en las sociedades anónimas, en Estudios de derecho societario*. *Libro homenaje a Enrique Elías Laroza.* Normas Legales.

Birks, P. (1985). *An introduction to the law of restitution.* Clarendon Press.

(1999). Restitution for wrongs. En J. H. Schrage (ed.), *Unjust Enrichment. The Comparative Legal History of the Law of Restitution* (171-196). Berlijn, Duncker and Humblot.

Brunner, C. (2013). Is the Corporate Director's Duty of Care a 'Fiduciary' Duty? Does It Matter? *Wake Forest Law Review*, (48), 1027-1054.

Burrows, A. (2011). *The law of restitution*. Oxford University Press.

Díez Picazo y Ponce de León, L. (2011). *La doctrina del enriquecimiento sin causa*. Pontificia Universidad Javeriana.

Domínguez, R. (2009). Sobre el artículo 2316 inciso segundo del Código Civil y la acción contra el que recibe provecho del dolo ajeno. *Revista de Derecho*, (225), 217-230.

Edelman, J. (2001). Unjust enrichment, restitution and wrongs. *Texas Law Review,* (79), 1869-1878.

(2002). *Gain-based remedies. Contract, tort, equity and intellectual property*. Hart Publishing.

Eisenberg, M. (2006). The duty of good faith in corporate law. *Delaware Journal of Corporate Law*, (31), 1-37.

Escobar, F. (2012). El perverso efecto de la responsabilidad objetiva. El caso de los directores de las sociedades que cotizan en bolsa. *THĒMIS-Revista de Derecho*, (62), 205-222.

Espinoza, J. (1998). Algunas consideraciones respecto de la responsabilidad de los directores y gerentes de una sociedad y el problema del denominado abuso de la mayoría. *THĒMIS-Revista de Derecho*, (37), 47-50.

Fernández, G. (2015). Tutela y remedios: la indemnización entre la tutela resarcitoria y el enriquecimiento sin causa, en Reflexiones en torno al Derecho civil, *Reflexiones en Torno al Derecho Civil* (pp. 385-404). Ius et Veritas.

Friedman, D. (1980). Restitution of benefits obtained through the appropriation of property or the commission of a wrong. *Columbia Law Review*, *80*(3), 504-558.

Gallo, P. (2018). *L'arricchimento senza causa, la responsabilità civile*. Giappichelli Editore.

García, B. (2016). La naturaleza jurídica de la acción por provecho del dolo ajeno a la luz del denominado "Caso Inverlink". *Actualidad Jurídica*, (33), 339-357.

García, M. (2017). Capítulo 16. El concepto de 'faute' en el 'avant projet de loi, Réforme de la responsabilité civile'. Novedad y continuidad en el código civil francés. En L. Prats, & G. Tomás (eds.), *Culpa y responsabilidad* (pp. 373-394). Thomson Reuters Aranzadi.

García, S. (2019). *La función punitiva en el derecho privado*. Instituto Pacífico & PUCP.

(2021). Casación 1 – Daños punitivos 0. Comentario a la Casación N° 464-2018-La Libertad. *Gaceta Civil & Procesal Civil*, (101), 153-178.

(2022). "A expensas de otro". Lo que debemos hacer con el enriquecimiento injustificado en el Perú. *Gaceta Civil & Procesal Civil*, (103), 85-116.

(2023a). Artículo 1954. En *Nuevo Comentario del Código Civil Peruano* (pp. 374-429). Instituto Pacífico.

(2023b). El enriquecimiento injustificado al rescate. Comentario a la Casación N° 4587-2018 Lima. *Actualidad Civil*, (107), 53-77.

Giglio, F. (2007). Restitution for wrongs: a structural analysis. *Canadian Law Journal*, (20), 5-34.

Gold, A. (2009). The new concept of loyalty in corporate law. *UC Davis Law Review*, (43), 457-528.

González, J. (2020). El dolo ajeno: la acción por provecho, naturaleza, alcance del art. 1458 inc. 2 del Código Civil y la nulidad del contrato. *Revista de Derecho*, *88*(247), 221-243.

González, M. (2022). Defensas frente a la acción por provecho del dolo ajeno. En A. Pino, & M. González (eds.), *La acción de provecho del dolo ajeno* (pp. 65-83). Tirant lo Blanch.

Grantham, R. & Rickett, C. (2003). Disgorgement for unjust enrichment? *The Cambridge Law Journal*, *62*(1), 159-180.

Helms, T. (2012). *Disgorgement of profits*. https://max-eup2012.mpipriv.de/index.php/Disgorgement_of_Profits

Hernández, J. (2022). La business judgment rule (BJR) en el Perú: ¿es necesaria su inclusión en el derecho societario peruano? *Forseti Revista de Derecho*, *11*(15), 63-91. https://doi.org/10.21678/forseti.v11i15.1754

Hernández, J., & Gotuzzo, G. (2004). Responsabilidad del estructurador en las ofertas públicas primarias de valores: limitaciones y due diligence defense. *THĒMIS-Revista de Derecho*, (49), 235-247.

Hondius, E., & Janssen, A. (2015). *Disgorgement of profits: gain-based remedies throughout the world*. Springer.

Israel, L. & O'Neill, B. (2014). Disgorgement as a viable theory of restitution damages. *Commercial Damages Reporter*, 3-9.

Jiménez, R. (2023). La responsabilidad civil de los directores de sociedades. En S. García Long (ed.), *Discusiones en torno a la responsabilidad civil* (pp. 259-286). LP Editores.

Jones, G. (1968). Unjust Enrichment and the Fiduciary's Duty of Loyalty. *Law Quarterly Review*, *84*(4), 472-502.

(1970). Restitution of Benefits Obtained in Breach of Another's Confidence. *Law Quarterly Review*, *86*(4), 463-492.

León, L. (2021). La acción restitutoria por enriquecimiento injustificado en el Perú. Notas histó-

ricas, comparativas y prácticas. *Gaceta Civil & Procesal Civil*, (100), 27-75.

(2023). Artículo 1955. En *Nuevo Comentario del Código Civil Peruano*. Instituto Pacífico.

McCamus, J. (2011). The Restatement (Third) of Restitution and Unjust Enrichment. *Canadian Bar Review*, (90), 439-467.

Miller, P. (2013). Justifying fiduciary remedies. *The University of Toronto Law Journal*, *63*(4), 570-623.

Momberg, R. (2022). Sobre el concepto de "provecho" y la naturaleza jurídica del acto que sirve de antecedente a la acción por provecho del dolo ajeno del art. 2316 del Código Civil. En A. Pino, & M. González (eds.), *La acción de provecho del dolo ajeno* (pp. 137-155). Tirant lo Blanch.

Navarrete, J. (2021). *La business judgment rule en el anteproyecto de la Ley General de Sociedades*. Be Lawyer.

Pino, A. (2016). La restitución de ganancias ilícitas y la acción del provecho por dolo ajeno. *Revista Ius et Praxis*, (22), 227-270.

(2018). La acción restitutoria a favor del Fisco por uso de información privilegiada. El artículo 172 inciso 3 de la Ley de Mercado de Valores. En L. Carbajal Arenas & A. Toso Milos (eds.), *Estudio de Derecho Comercial. Octavas Jornadas Chilenas de Derecho Comercial. Departamento de Derecho de la Empresa. Facultad de Derecho. Pontificia Universidad Católica de Valparaíso* (pp. 505-524). Thomson Reuters.

(2019). Los supuestos de restitución de ganancias ilícitas en el derecho privado chileno. *Revista Chilena de Derecho*, *46*(2), 373-398.

Pizarro, C. (2009). La acción de restitución por provecho de dolo ajeno. En *Estudios de Derecho Civil IV* (pp. 679-688). Lexis Nexis.

(13 de mayo de 2020). *Provecho del dolo ajeno* [Video]. https://www.youtube.com/watch?v=vsPdKjhp0eo

Prado, P. (2018). La restitución de mayores ganancias en el incumplimiento eficiente: una respuesta desde el derecho chileno de los contratos. *Revista Ius et Praxis*, (3), 335-378.

Ripstein, A. (2016). *Private Wrongs*. Harvard University Press.

Sabogal, L. (2012). El margen discrecional de los administradores en Colombia: ¿es aplicable la "regla del buen juicio empresarial" [Business Judgment Rule (BJR)] en el ámbito de su deber de diligencia? *Revista e-Mercatoria*, (11), 102-163.

Salazar, M. (2023). Apuntes sobre la responsabilidad de gestores corporativos (directores, gerentes y otros) versus la responsabilidad civil ordinaria. En S. García Long (ed.), *Discusiones en torno a la responsabilidad civil* (pp. 493-517). LP Editores.

San Martín, L. (2022). La culpa del demandante en la acción de provecho del dolo ajeno a propósito del caso Inverlink. Comentario a la sentencia Corfo con Inversiones Torres del Paine. En A. Pino, & M. González (eds.), *La acción de provecho del dolo ajeno* (pp. 305-324). Tirant lo Blanch.

Strine, L., Hammermesh, L., Balotti, R., & Gorris, J. (2009). Loyalty's core demand: the defining role of good faith in corporation law. *Harvard John M. Olin for Law, Economics, and Business, Discussion Paper*, (630), 1-93.

The Law Commission (1997). *Aggravated, Exemplary and Restitutionary Damages Report*. https://cloud-platform-e218f50a-4812967ba1215eaecede923f.s3.amazonaws.com/uploads/sites/30/2015/04/LC247.pdf

Vanleenhove, C. (2017). Citizen's participation through U.S. punitive damages: Should Europe embrace the concept of punitive damages in the enforcement of foreign judgments? En N. Appermont, & U. Cerulus (eds.), *Participatie van de burger in de rechtsorde. Participation du citoyen à l'ordre juridique* (pp. 84-95). Die Keure.

Vega, F. (29 de enero de 2023). A 20 años del caso Inverlink: qué fue de sus protagonistas y cuánto ha recuperado la Corfo. *LT La Tercera*. https://www.latercera.com/pulso/noticia/a-20-anos-del-caso-inverlink-que-fue-de-sus-protagonistas-y-cuanto-ha-recuperado-la-corfo/3TCLW64ACBA7VC5F5XNM6DJALE/

Velasco, J. (2010). How many fiduciary duties are there in corporate law? *Southern California Law Review*, (83), 1231-1318.

Vingiano, I. (2017). La faute lucrative: une notion en construction en droit français. *Revue Trimestrielle de Droit Commercial*, (1), 19-30.

Worthington, S. (1999). Reconsidering disgorgement for wrongs. *Modern Law Review*, *62*(2), 218-240.

LEGISLACIÓN, JURISPRUDENCIA Y OTROS DOCUMENTOS LEGALES

Attorney-General v. Guardian Newspapers Ltd (No 2) [1990] 1 AC 109.

Attorney General v. Blake [2000] UKHL 45, [2001] 1 AC 268.

Bürgerliches Gesetzbuch [BGB] [Código Civil] (Ger.).

Code civil [C. civ.] (Fr.).

Codice Civile [Cc] (It.).

Código Civil [CC] (Cl.).

Código Civil [CC] (Cub).

Código Penal [CP], Decreto Legislativo 635, Diario Oficial *El Peruano,* 3 de abril de 1991 (Perú).

Corte Suprema de Justicia de la República, 24 de junio de 2019, Casación 4689-2017-LIMA (Perú).

Decreto Supremo 093-2002-EF, Texto Único Ordenado de la Ley de Mercado de Valores, Diario Oficial *El Peruano,* 11 de junio de 2002 (Perú).

Ley 18045, Ley de Mercado de Valores de Chile, Diario Oficial [D.O.], 21 de octubre de 1981 (Cl.).

Ley 18046, Ley de Sociedades Anónimas de Chile, Diario oficial [D.O.], 21 de octubre de 1981 (Cl.).

Ley 26887, Ley General de Sociedades, Diario Oficial *El Peruano*, 5 de diciembre de 1997 (Perú).

Ley 29720, Ley que Promueve las Emisiones de Valores Mobiliarios y Fortalece el Mercado de Capitales, Diario Oficial *El Peruano*, 9 de junio de 2001 (Perú).

Minpō [Minpō] [Civ. C.] (Jap.).

Restatement (Third) of Restitution and Unjust Enrichment (Am. L. Inst. 2010).

Resolución Ministerial 0108-2017-JUS del Ministerio de Justicia y Derechos Humanos, Anteproyecto de la Ley General de Sociedades, Diario Oficial *El Peruano*, 4 de abril de 2018.

Resolución Ministerial 0300-2016-JUS, Constituyen el Grupo de Trabajo que se encargue de revisar y proponer mejoras respecto al D. Leg. Nº 295, Código Civil, Diario Oficial *El Peruano*, 16 de octubre de 2016.

Resolución SMV 005-2012-SMV-01, Reglamento contra el abuso de mercado, 27 de febrero de 2012 (Perú).

Resolución SMV 018-2015-SMV-01, Normas aplicables para la devolución de ganancias de corto plazo, 17 de septiembre de 2015 (Perú).

Sala Civil Permanente de la Corte Suprema de Justicia de la República, 27 de noviembre de 2018, Casación 464-2018-La Libertad (Perú).

Schweizerisches Zivilgesetzbuch [ZGB] (Switz.).

10.18800/themis.202302.010

EL ROL DEL DIRECTORIO, EL GERENTE GENERAL Y EL GERENTE LEGAL EN LA IMPLEMENTACIÓN DE UN SISTEMA DE GESTIÓN DE LOS RIESGOS LEGALES EN LA EMPRESA

THE ROLE OF THE BOARD OF DIRECTORS, THE GENERAL MANAGER AND THE LEGAL MANAGER IN THE IMPLEMENTATION OF A LEGAL RISK MANAGEMENT SYSTEM IN THE COMPANY

Antonio Santander Rengifo*
Universidad del Pacífico

In this article, the author develops how companies can no longer focus just on maximizing shareholder returns, but must also be concerned about the impact of their operations on social, environmental, labor issues, etc.

Therefore, the role of the board of directors, general manager and legal manager is extremely important to prevent and, in the worst case, control legal risks through an adequate legal risk management system.

Keywords: General manager; legal manager; board of directors; legal risk; stakeholder.

En el presente artículo, el autor desarrolla cómo las empresas ya no pueden enfocarse solamente en maximizar los beneficios de los accionistas, sino que también deben preocuparse por el impacto que tienen sus operaciones a nivel social, medioambiental, laboral, etc.

Por ello, el rol del directorio, gerente general y gerente legal es sumamente importante para prevenir y, en el peor de los casos, controlar los riesgos legales mediante un sistema adecuado de gestión de los mismos.

Palabras clave: Gerente general; gerente legal; directorio; riesgo legal; stakeholder.

* Abogado. Máster of Business Administration por la Universidad del Pacífico (UP) (Lima, Perú). Máster en Derecho de la Contratación Pública por la Universidad Castilla La Mancha (Ciudad Real, España). Profesor del Master of Business Administration de la UP. Profesor de Gobierno Corporativo y Compliance en CENTRUM PUCP. Profesor de la Facultad de Derecho en la Universidad San Ignacio de Loyola. Contacto: a.santanderrengifo@up.edu.pe

Nota del Editor: El presente artículo fue recibido por el Consejo Ejecutivo de THĒMIS-Revista de Derecho el 11 de abril de 2023, y aceptado por el mismo el 18 de septiembre de 2023.

I. INTRODUCCIÓN

En tiempos económicamente agitados –como los actuales– el reto más importante de las empresas es encontrar mecanismos y estrategias que les permitan consolidar su crecimiento y lograr su sostenibilidad. En este camino, la gestión de los riesgos legales es una labor imprescindible para que la empresa alcance sus objetivos, ya que estos tendrán un inevitable impacto en los intereses de la empresa y en sus *stakeholders*. Dada esta realidad, las empresas y sus órganos de gobierno están considerando que la gerencia legal asuma un nuevo rol, reconociendo que sus operaciones se desarrollan en un entorno cada vez más regulado. La visión clásica de la gerencia legal como órgano de apoyo, incapaz de colaborar estratégicamente con el diseño de planes y objetivos corporativos, viene evolucionando hacia un rol más proactivo de gestión y facilitador de negocios.

En el mes de septiembre de 2022, Semana Económica, revista peruana especializada en negocios y economía, tuvo como temática principal el enfoque de los directorios[1] en la gestión de los riesgos legales, situación agudizada por los cambios regulatorios producidos en los últimos años. El artículo central de la revista destaca que la identificación, gestión y monitoreo de los riesgos legales ocupan actualmente un espacio primordial en la agenda de los directorios de empresa (Rojas Andía, 2022). Esto los ha llevado a convocar sesiones extraordinarias y contratar consultorías que les permitan descubrir todos los riegos legales a los que se exponen, establecer planes para gestionarlos adecuadamente, identificar las acciones posibles a adoptar y revisar periódicamente el mapa de riesgos resultante.

Claramente, este interés implica un expreso reconocimiento de la importancia que tiene para la empresa contemporánea el impacto de los riesgos legales en el desarrollo de los negocios.

Así, para realizar un análisis integral de la relación entre la empresa y la gestión de sus riesgos legales, previamente se requiere comprender el entorno en el que se desarrolla, este entorno es cada vez más abierto e interrelacionado, lo que excluye una visión exclusivamente interna y desconectada de otros actores. A partir de ello, debemos repensar la manera en la que las empresas y sus directivos deben afrontar la gestión de riesgos legales.

II. LA GESTIÓN DE RIESGOS LEGALES CORPORATIVOS: ¿QUÉ RIESGOS GESTIONAR Y QUÉ INTERESES PRIORIZAR?

En un mundo globalizado, pensar a la empresa como un ente aislado, en la que solo es necesario tomar en cuenta los intereses de sus accionistas, es un terrible error. Hoy en día, ya son muy conocidos los casos donde importantes empresas han comprometido seriamente su sostenibilidad por imposición de severas multas, graves daños reputacionales y procesos de bancarrota debido a la ausencia de un análisis empresarial responsable, donde los intereses de sus *stakeholders* tengan una importante consideración. Dentro de esta misma línea, hemos podido ver que la negligente inobservancia de la normativa legal y su deliberado incumplimiento aceleraron estos procesos de crisis empresarial, generando incluso problemas económicos globales. Por ello, para evitar estas indeseables consecuencias, las empresas ya toman en cuenta marcos de trabajo que priorizan el rol de las organizaciones empresariales dentro de un entorno más amplio del cual se saben parte, reconociendo las importantes responsabilidades que deben cumplir, enmarcados en el respeto de los intereses de todos, como el enfoque *Environmental, Social & Governance* (en adelante, ESG), el Enfoque de Sistemas Abiertos[2] y las políticas de gobierno corporativo.

A. El enfoque ESG en la gestión de riesgos legales

Actualmente, hay un creciente interés en que los líderes empresariales centren sus esfuerzos con un enfoque ESG, de modo que integren a su planeamiento estratégico y operativo los temas ambientales (*Environmental*), sociales (*Social*) y de gobierno corporativo (*Governance*). Pero, ¿cómo debemos comprender los compromisos de la empresa con el enfoque ESG?

En primer término, la arista 'ambiental' comprende planes y acciones que demuestren la preocupación corporativa por un medio ambiente sano, el cambio climático, la disminución de las emisiones de carbono, la contaminación, la defo-

[1] Los términos 'directorio', 'director' o 'directores' son bastante amplios, pudiendo variar según el país o marco legal nacional, adoptando términos como 'consejo de administración', '*board of directors*' o, incluso, con sus matices y diferencias, 'consejeros'.

[2] El término original es '*Open Systems Thinking*', cuya traducción literal sería 'Pensamiento de Sistemas Abiertos'. Sin embargo, para efectos de este trabajo, prefiero usar la denominación 'Enfoque de Sistemas Abiertos', que permitirá al público hispanohablante entender mejor el concepto.

restación, entre otros, buscando siempre medir el impacto que sus operaciones generan en su entorno a fin de implementar soluciones que lo elimine o reduzca.

Por su parte, las cuestiones 'sociales' incluyen el compromiso con la diversidad, la inclusión y la equidad en el ámbito laboral, la privacidad de la información, la satisfacción del cliente y la comunidad, la higiene y seguridad de los trabajadores, los derechos de género, raza, religión, comunidad LGBTQ+, entre otros. Estas preocupaciones se han hecho más relevantes durante la pandemia del COVID-19, ya que los trabajadores han empezado a preferir empleos con misión social que ofrezcan condiciones de trabajo más alineadas con sus valores y necesidades, y con coherencia ética. Por ejemplo, en cuanto a la gestión del impacto social, según la Guía Laboral Hays 2021, el 27% de los encuestados, conformados en su mayoría por jóvenes, considera siempre las acciones de Responsabilidad Social Empresarial al buscar trabajo y el 25% renunció a su empleo en el último año debido a su insatisfacción con la cultura corporativa. Asimismo, según un estudio de Regus, el 43% de los empleados considera favorable que su empresa respalde proyectos sociales y de responsabilidad social corporativa, llevándolos a que, en situaciones de ofertas de trabajo similares, optarían por una empresa que contribuya a la mejora de la sociedad (La Información, 2016).

Finalmente, la implementación de prácticas de buen gobierno corporativo en la empresa se enfoca en la relación entre los órganos de gobierno y su composición, lo cual incluye la remuneración de los directivos de la alta dirección, la ética y la cultura empresarial, el cumplimiento normativo, entre otros, siendo especialmente relevante el desarrollo de los procedimientos internos para la adopción de decisiones informadas.

Inicialmente este enfoque ESG era usado exclusivamente por grandes corporaciones que cotizaban acciones y bonos en el mercado bursátil, como una manera de proteger los intereses de sus inversionistas. No obstante, ahora es considerado por equipos directivos de empresas de distintos tamaños que operan en sectores e industrias diversos.

De este modo, este enfoque ESG viene constituyéndose como la base de los programas de sostenibilidad empresarial, debido a que ofrece una visión holística del verdadero impacto de sus operaciones en su entorno y en el de sus *stakeholders.* Los directivos comprometidos con la sostenibilidad de sus organizaciones saben que necesitan integrar aspectos ambientales, sociales y de gobierno corporativo en su estrategia empresarial desde el inicio, en lugar de hacerlo después de la aprobación de sus objetivos, dado que se corre el riesgo de que estos hayan sido diseñados bajo parámetros meramente financieros. La importancia de abandonar viejos paradigmas, que antes dirigían los esfuerzos de los equipos directivos a maximizar los beneficios de los accionistas a corto plazo, se está consolidando y convirtiendo en una máxima común en los negocios y no solo de las empresas Tipo B[3].

Este nuevo enfoque no debe ser solo un planteamiento teórico o un conjunto de buenas intenciones que queda en el discurso vacío para la tribuna, sino que ya podemos ver que se trata de una manifestación formal de los sectores empresariales más importantes del mundo. Un ejemplo claro de esta evolución es la Declaración de la Mesa Redonda de Negocios[4] sobre el Propósito Corporativo, emitida en agosto de 2019 por los líderes de las principales empresas de los Estados Unidos de América, quienes, de manera voluntaria y consciente, reemplazaron el clásico modelo de la primacía del beneficio al accionista por un enfoque que busca satisfacer las necesidades de los *stakeholders*, priorizando la sostenibilidad y los intereses colectivos (Business Roundtable, 2019).

Transformar la clásica estructura corporativa que privilegia exclusivamente los intereses a corto plazo de los accionistas será un proceso complejo, pero este tipo de declaraciones hechas por uno de los foros empresariales más importantes del mundo son casos inéditos que indudablemente redirigen las velas del rumbo empresarial a nivel global. Asimismo, desde la orilla académica, esta nueva dirección responde a lo que proponía el profesor de administración empresarial de Darden School of Business de la Universidad de Virginia, R. Edward Freeman, al señalar que las empresas

[3] Podemos considerar a las empresas Tipo B (o *B Corporation*) como aquellas que demuestran un genuino compromiso por constituirse como agentes de cambio, priorizando el uso de las fuerzas del mercado para ofrecer soluciones reales, operando bajo estrictos estándares sociales, ambientales y de transparencia. Fundacionalmente estas empresas diseñan estatutos que exigen que la toma de decisiones corporativas, legalmente vinculantes, consideren no sólo los intereses financieros de sus accionistas, sino también los intereses de los clientes, los trabajadores, los proveedores, la comunidad y el medio ambiente.

[4] La Mesa Redonda de Negocios (*Business Roundtable)* es una asociación de los directores ejecutivos (*CEO*) de las principales empresas de los Estados Unidos de América, que trabajan para promover una economía estadounidense próspera y mayores oportunidades para todos los estadounidenses a través de políticas públicas sólidas.

tienen un propósito que trasciende las ganancias de los accionistas e, incluso, de su propio interés (Freeman, 2017, p. 456).

El enfoque ESG se viene convirtiendo en un estándar para las empresas y sus equipos directivos en el diseño de sus procesos estratégicos y sus planes de crecimiento a largo plazo. Justamente, en estos tiempos de aumento de carga regulatoria, la implementación de un efectivo sistema de gestión de riesgos legales es indispensable para confirmar la preocupación de la empresa por los temas ambientales, sociales y de gobierno corporativo que impactan su modelo de negocio, pues el Derecho es transversal a todos ellos.

Actualmente, resulta indispensable pensar en la gestión de riesgos legales como una de las herramientas más efectivas para implementar la preocupación de la empresa por los intereses de los *stakeholders* dentro de un enfoque ESG.

B. El Enfoque de Sistemas Abiertos en la gestión de riesgos legales

El enfoque ESG propone reconocer la importancia de ciertos elementos e intereses dentro de un análisis integral del entorno empresarial. Como parte de estos esfuerzos, en los últimos años se ha destacado el 'Enfoque de Sistemas Abiertos', un planteamiento que prioriza los valores corporativos de la empresa y su impacto en la relación con su entorno y sus *stakeholders*, teniendo como ejes principales el desarrollo de la capacidad de adaptabilidad al cambio, la promoción de habilidades profesionales multidisciplinarias y la flexibilidad estratégica destinada a alcanzar la sostenibilidad empresarial. Definitivamente, la gestión de los riesgos legales y el cumplimiento normativo tienen un indiscutible papel central.

El Enfoque de Sistemas Abiertos puede ser usado para analizar cómo impactan en la empresa las necesidades y exigencias de los *stakeholders*, específicamente relacionadas con la normativa legal y regulatoria. De este modo, se logra una perspectiva más amplia y externa de los asuntos legales en la empresa dentro del entorno económico en el que se desarrolla, pudiendo incluso ser transformados en oportunidades comerciales, tal como extensamente sugiere Constance Bagley (2022), destacada abogada y consultora estadounidense, pionera en el estudio del Enfoque de Sistemas Abiertos y su relación con la práctica legal interna.

Considerando que actualmente es necesario adoptar un enfoque más integral, deben ser los propios accionistas quienes promuevan y se aseguren de que la empresa establezca protocolos y procedimientos eficaces para gestionar los riesgos legales y garantizar el cumplimiento de la normativa legal, recayendo en los directores la responsabilidad de diseñarlos e implementarlos de manera adecuada. Para hacerlo posible, es necesario analizar de qué manera se deben ajustar las relaciones entre los órganos de gobierno de la empresa, en base a los lineamientos y principios del buen gobierno corporativo, para establecer las responsabilidades y roles de cada participante. Un Enfoque de Sistemas Abiertos permitirá tener una visión más completa de los riesgos legales a los que la empresa se expone, así como las oportunidades que se desaprovechan, de modo que se entienda a la empresa como parte de un sistema más grande que lo afecta.

C. El gobierno corporativo en la gestión de riesgos legales

Uno de los temas que más se ha desarrollado en el derecho empresarial de los últimos años es el gobierno corporativo. Lamentablemente, su alcance y ventajas no tienen una delimitación clara, lo que ha llevado a confundirlo con figuras como la responsabilidad social empresarial o, incluso, con el *Compliance* corporativo. Para tener una idea más completa de lo que significa, propongo analizar al gobierno corporativo desde tres niveles: (i) estructural; (ii) funcional; y (iii) social.

Desde el nivel estructural, el gobierno corporativo comprende el análisis de las relaciones entre los órganos de gobierno (accionistas, socios, consejo de administración, directores, gerencia, etc.) y los *stakeholders*, así como la configuración que les permite cumplir sus funciones y supervisar su desempeño.

Desde un nivel funcional, de acuerdo con la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (en adelante, OCDE), debe entenderse que el gobierno corporativo busca crear un ambiente de confianza, transparencia y rendición de cuentas para la integridad en los negocios, la sostenibilidad de la empresa en el tiempo, las inversiones a largo plazo y la estabilidad financiera, consolidando su crecimiento y coadyuvando al desarrollo de sociedades más inclusivas (OCDE, 2016).

Finalmente, desde el nivel social, el gobierno corporativo significa, además del cumplimiento estricto de las obligaciones legales, ocuparse proactiva y voluntariamente de las preocupaciones sociales, laborales y ambientales, respeto por los derechos humanos y una práctica de diálogo transparente con sus *stakeholders*, dentro de las estrategias, políticas y procedimientos relaciona-

dos con el gobierno y gestión de las empresas. En este sentido, una visión realista de gobierno corporativo implica necesariamente evaluar si las iniciativas y planes a implementar tienen un impacto en estos tres niveles.

Regularmente, el gobierno corporativo se ha relacionado con los riesgos financieros, contables, operacionales y de *Compliance* criminal, reconociéndose la necesidad de promover auditorías internas y externas, establecer controles más estrictos y diseñar programas de cumplimiento normativo. Lamentablemente, esta visión clásica ha venido postergando irresponsablemente las discusiones sobre la importancia de la implementación de un sistema estructurado de gestión de los riesgos legales del negocio. Por ello, resulta vital que la alta dirección asuma que la gestión de los riesgos legales es una de las manifestaciones más importantes del gobierno corporativo, ya que es un elemento imprescindible para consolidar el crecimiento de la empresa y lograr su sostenibilidad a largo plazo. En tiempos donde la urgencia de la reacción prevalece frente a la conveniencia de la planificación, las empresas se ven constantemente expuestas a riesgos legales, los cuales tienen un origen interno o externo, que deben ser abordados de manera independiente, pero siempre siendo conscientes de que se pueden intersecar en algún punto.

Así, desde una perspectiva interna de los riesgos legales, el desarrollo empresarial puede implicar procesos de crecimiento desordenado que engendran problemas serios, como la falta de formalización de relaciones comerciales con clientes y proveedores, incumplimiento de procedimientos regulatorios, relaciones laborales o tercerización desnaturalizadas, información confidencial débilmente protegida, entre otros. Los riesgos legales internos también pueden estar relacionados con la inobservancia y falta de aprovechamiento de las oportunidades que el ordenamiento legal ofrece, como beneficios tributarios y laborales, protección de la innovación a través de patentes, modelos de utilidad o secretos empresariales, el uso de herramientas y mecanismos financieros más convenientes como el *leasing*, el *factoring* o financiamientos alternativos para evitar la pérdida de liquidez, entre otros. Asimismo, desde una perspectiva interna, los riesgos vinculados a los incumplimientos contractuales de la propia empresa deben ser identificados, valorados y mitigados, ya que sus efectos pueden tener implicancias económicas y reputacionales en el mercado.

Por su parte, desde una perspectiva externa, los mayores riesgos legales que la empresa enfrenta provienen de la diversidad normativa y los cambios regulatorios a los que está expuesta la mayoría de sectores e industrias. Esta situación conlleva a tener poca certeza sobre la normativa aplicable, debido al exceso de regulación o por la falta de uniformidad o predictibilidad del sentido de las decisiones administrativas y judiciales, lo cual puede producir que la empresa incurra en incumplimientos legales. Asimismo, muchas entidades estatales han intensificado sus esfuerzos por fiscalizar diferentes aspectos de la actividad empresarial, tales como el cumplimiento de la regulación sectorial, el respeto a la legislación laboral sobre seguridad y salud ocupacional, la desnaturalización de la relación laboral, la protección de datos personales, las infracciones en los procedimientos de contratación pública, entre otros. No fiscalizar estos aspectos expone a las empresas a posibles multas, sanciones administrativas, inhabilitaciones y daño reputacional, riesgos que deben ser gestionados de manera preventiva. Además, no se puede dejar de considerar que el aumento de los costos de litigar es un riesgo importante que afecta a la empresa, incluso en caso se vea favorecida con una decisión jurisdiccional, administrativa o arbitral, ya que implica asumir los altos costos de tener una defensa legal apropiada.

Por tanto, una correcta política de gobierno corporativo debe reconocer que los riesgos legales comprometen seriamente la consolidación del crecimiento de la empresa y su sostenibilidad, pilares fundamentales del desarrollo a largo plazo de las organizaciones. Este reconocimiento debe responder a un legítimo compromiso de los miembros de la alta dirección y no debe llevarlos al error de circunscribirlo solamente a las funciones del gerente legal, ya que, en el marco de las prácticas de gobierno corporativo a las que aspiran, serán los directores y accionistas quienes asuman la responsabilidad del diseño de políticas y lineamientos de un sistema de gestión de riesgos legales, en virtud de los instrumentos normativos nacionales e internacionales aplicables.

A nivel internacional, el marco de referencia más influyente en las empresas y los países interesados en estándares de gobierno corporativo son los Principios de Gobierno Corporativo de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos y del G20 (OCDE, 2016), mientras que, a nivel regional, el documento más relevante es el de Lineamientos para un Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo, aprobado por el CAF - Banco de Desarrollo de América Latina (en adelante, CAF) (2013). A nivel de la regulación nacional, el Perú tiene como referencia los principios recogidos en el Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas, aprobado por la Superintendencia del Mercado de Valores (en ade-

lante, SMV), que busca contribuir a fortalecer una verdadera cultura de buen gobierno corporativo, acorde con las exigencias del mercado, promoviendo el desarrollo empresarial y favoreciendo la generación de valor en la economía nacional (SMV, 2013).

La incorporación de políticas que promuevan la gestión de los riesgos legales al interior de la empresa es una obligación de aquellas organizaciones y equipos directivos realmente comprometidos con las estrategias de gobierno corporativo. El análisis y revisión de los lineamientos y principios contenidos en los documentos antes señalados, aunque son instrumentos referenciales y no de obligatorio cumplimiento, nos permitirán entender que el compromiso con la gestión de los riesgos legales es indispensable para consolidar su crecimiento y sostenibilidad en el marco del desarrollo de una organización más íntegra y transparente.

En ese sentido, para tomar acción, se debe tener en cuenta que la sola existencia de normativa legal y los organismos reguladores estatales resulta insuficiente para asegurar su cumplimiento por las empresas. Incluso, consideramos que el hecho de que algunos profesionales de la alta dirección desconozcan la regulación que afecta las actividades y planes de la empresa no es producto de su incapacidad o dolo, sino de la falta de recursos, tiempo y capacitación específica en la consideración preventiva de los temas legales. Debido a ello, se hace cada vez más importante impulsar –desde el interior de la empresa– el diseño e implementación de un sistema de gestión de riesgos legales que permita que todos los actores puedan cumplir con sus particulares responsabilidades relacionadas con el deber fiduciario que le deben a la organización y a los accionistas.

III. EL ROL DE LA ALTA DIRECCIÓN EN LA GESTIÓN DE RIESGOS LEGALES

Uno de los rasgos que más aprecio de las prácticas de buen gobierno corporativo es el enriquecimiento del contenido asignado al deber fiduciario de los miembros de la alta dirección de la empresa. En efecto, y en términos generales, este deber fiduciario exige a la alta dirección el deber de cuidado, entendiendo este como el ejercicio de un cuidado diligente de los asuntos de la empresa, el cual requiere de un análisis razonable de los riesgos a los que está expuesta. Asimismo, la alta dirección también tiene el deber de lealtad, que implica no actuar en interés propio o de un tercero contrapuesto a los de la empresa, debiendo considerar el mejor interés de la misma, pero, como ya hemos visto, con un enfoque más integral.

Por ello, resulta muy importante destacar que el compromiso con la gestión de los riesgos legales es una clara manifestación del deber fiduciario de los miembros de la alta dirección, ya que demuestra la diligencia con la que estos cumplen sus funciones y asumen sus responsabilidades con la empresa, los accionistas y los *stakeholders*. El rol que debe jugar cada uno de los órganos de gobierno de la empresa en la gestión de riesgos legales debe ser clarificado, aceptado y exigido por la organización en su conjunto, pasando del 'pueden hacerlo' al 'deben hacerlo'.

A. El rol y responsabilidades de los directores en la gestión de riesgos legales

Las responsabilidades y funciones de los directores se han trasformado y evolucionado en el tiempo, reconociendo su particular influencia en el desarrollo y operaciones de la empresa. Atrás quedó la visión exclusivamente comercial o financiera, tomando decisiones, definiendo lineamientos generales que buscan resolver problemas ya existentes o en su papel de portavoces de los accionistas que los nombraron. Hoy en día, los directores tienen un papel mucho más relevante a nivel estratégico y de gestión corporativa. Una muestra clara de esta transformación es el progresivo reconocimiento de responsabilidad en aspectos tan relevantes como el planeamiento tributario, *Compliance* y auditoría. Los directores responden no solo ante las autoridades estatales, sino también –y especialmente– ante los accionistas, en virtud del deber fiduciario que ostentan. Esta evolución se puede ver con mayor claridad en ciertos precedentes de la justicia estadounidense que evidencian las expectativas que tienen los accionistas y hasta dónde puede llegar la responsabilidad de los directores.

En el año 2019, los accionistas de Boeing, la mayor fabricante de aviones comerciales del mundo, iniciaron una acción legal contra sus directores, alegando que estos no habían ejercido una gestión de control adecuada sobre riesgos críticos del negocio, siendo estos fundamentales para mantener sus operaciones. Así, en noviembre de 2021, los directores de la empresa acordaron pagar USD 237.5 millones e implementar varios protocolos de seguridad, mecanismos de supervisión y práctica de buen gobierno corporativo para resolver el tema (In Re The Boeing Company Derivative Litigation, 2021). De modo similar, en el año 1996, los accionistas de la empresa farmacéutica norteamericana Caremark International Inc iniciaron una acción judicial que estableció un precedente que reconoció responsabilidad en los directores cuando fallan en la implementación de sistemas de control y de información sobre los riesgos que impactan a la em-

presa o que, existiendo algunos, no los monitorean o supervisan adecuadamente, impidiendo que los accionistas se ocupen de riesgos o problemas que requerían atención (In re Caremark Intern Inc. Derivative Litigation, 1996).

Es así que la justicia estadounidense viene marcando una clara tendencia sobre la responsabilidad de los directores en el cumplimiento de su deber fiduciario, la cual debe incluir el diseño de políticas y lineamientos para la implementación de un sistema de gestión de riesgos legales. Los directores deben actuar diligentemente, tomando en cuenta los intereses a largo plazo de los accionistas y *stakeholders*, promoviendo un sistema que permita el análisis legal de las operaciones de la empresa de manera eficaz. Una perspectiva distinta, enfocada exclusivamente en los resultados financieros a corto plazo, sería negligente e inaceptable.

Por lo tanto, es necesario destacar la importancia de un sistema de gestión de riesgos legales como mecanismo de control de la sostenibilidad y continuidad del negocio a largo plazo, evitando así posibles amenazas regulatorias y legales como manifestación de las responsabilidades y obligaciones de los directores. De este modo, a lo largo de los últimos años, este enfoque ha sido recogido y complementado por distintos dispositivos a nivel global, regional y nacional, cuya revisión es imperativa para toda empresa comprometida con su sostenibilidad y el desarrollo de prácticas de buen gobierno corporativo. Por su parte, si bien el desarrollo jurisprudencial en materia de responsabilidad de los directores en la gestión de riesgos es casi inexistente en Perú y en la región, ello no debe provocar que se considere como inaplicables los criterios establecidos por las cortes estadounidenses, ya que estos responden a los mismos deberes y responsabilidades de los directores en nuestra legislación y doctrina.

Los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20 señalan, en su principio VI, que los directores tienen la responsabilidad de revisar y orientar las estrategias y los procedimientos de gestión de riesgos (OCDE, 2016). Esta labor se encuentra estrechamente relacionada con la estrategia corporativa, pues implica la necesidad de establecer un plan de identificación, valoración y mitigación de riesgos derivados de sus operaciones y relaciones, dentro de los que se encuentran, indefectiblemente, los riesgos legales. Estos mismos principios señalan que los directores deben actuar con la diligencia, la atención debida y según los intereses de la empresa y los accionistas, siendo su responsabilidad la adopción de sistemas idóneos de control de gestión de riesgos y su adecuación a la legislación y las normas pertinentes.

Por su parte, el principio 17 del Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas de la SMV destaca que los directores deben llevar a cabo sus labores con diligencia, elevados estándares de cuidado y actuando siempre en interés de la empresa (2013). De manera más precisa, el principio 25 de este Código establece que el directorio debe aprobar una política de gestión integral de riesgos de acuerdo con el tamaño y complejidad de la empresa, definiendo los roles, responsabilidades y líneas de reporte necesarios, y promoviendo una cultura de riesgos al interior de la misma, ello desde el directorio y la alta gerencia hasta los propios colaboradores, incluso alcanzando a otras empresas que formen parte del mismo grupo económico, de modo que se tenga una visión global de los riesgos críticos que afectan a la empresa (2013).

En el mismo sentido, los artículos 171 y 177 de la Ley General de Sociedades (en adelante, LGS) indican que los directores deben desempeñar su cargo con la diligencia de un ordenado comerciante y de un representante leal, respondiendo ilimitada y solidariamente ante la sociedad, los accionistas y los terceros por los daños y perjuicios que causen por negligencia grave (1997).

Tal como se puede ver en las referencias reseñadas, resulta imposible para los directores no incluir dentro de una política integral de gestión de riesgos a aquellos referidos a los temas legales, con el fin de cumplir con el perfil de riesgo deseado por la empresa y sus accionistas. En caso los directores no asuman esta responsabilidad, estarían incumpliendo con su deber fiduciario, el cual les exige actuar de manera diligente y en interés de la sociedad. Este enfoque se hace especialmente relevante en la actualidad, donde las empresas se encuentran constantemente expuestas a riesgos legales internos y externos.

La aprobación de políticas y lineamientos que lleven a la implementación de un sistema de gestión de riesgos legales debe ser entendida por los directores como acciones concretas destinadas a cumplir de manera eficiente sus obligaciones. Así, en el supuesto en el que no exista un plan para instaurar un sistema que permita identificar, valorar y mitigar los riesgos legales a los que está expuesta la empresa, el directorio estaría incumpliendo sus obligaciones y renunciaría al rol que le corresponde dentro de las prácticas de gobierno corporativo que la empresa requiere. Desempeñar sus funciones como directorio en el entorno actual y no implementar un sistema de gestión de riesgos legales podría considerarse como negligencia grave y un incumplimiento de sus obligaciones, lo cual podría llevar a acciones judiciales

o arbitrales de atribución de responsabilidad de los directores frente a la empresa, los accionistas y los *stakeholders*.

Por tanto, el rol que cumplen los directores en la gestión de riesgos legales, como parte de los esfuerzos por consolidar prácticas de buen gobierno corporativo en su empresa, es central. Es más, rechazar su responsabilidad en la aprobación de políticas y lineamientos que lleven a la implementación de un sistema de gestión de riesgos legales implicaría un expreso incumplimiento de su deber fiduciario.

B. El rol y responsabilidades de los comités de directores en la gestión de riesgos legales

Para un más eficiente cumplimiento de sus objetivos de promoción y control de un sistema de gestión de riesgos legales, el directorio puede organizar su trabajo en comités especiales donde directores reunidos en grupos se ocupen de ciertos temas específicos, para lo cual podrían contar con la ayuda de expertos técnicos. Si bien los Comités Especiales más conocidos son los de auditoría, *Compliance* y de retribución de altos ejecutivos, resulta conveniente que, para cumplir con su responsabilidad de gestionar apropiadamente los riesgos legales de la empresa, los directores puedan optar por la creación de un comité especial de riesgos legales. Este les permitiría enfocarse en dicho trabajo y mantener informado al directorio del desarrollo del sistema de gestión de riesgos legales, administrado por el gerente legal y supervisado por el mismo.

Los diversos marcos de referencia sobre gobierno corporativo estudiados también consideran la posibilidad de organizar el trabajo a través de comités para un mejor desempeño de las principales obligaciones del directorio. En este sentido, los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20 señalan, en su principio VI, que el directorio debe promover la creación de comités especializados que les presten apoyo en el cumplimiento de sus funciones respecto de la gestión de riesgos, de acuerdo con el tamaño y perfil de riesgo de la empresa (OCDE, 2016).

Por su parte, los principios 15 y 21 del Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas de la SMV hacen referencia a que el directorio debe procurar un desempeño eficaz, participativo y que posibilite la conformación de los comités especiales que resulten necesarios. Estos grupos estarán formados por directores que se enfocan en el análisis de aquellos aspectos más relevantes para el desempeño de la sociedad, incluyendo la gestión de riesgos (SMV, 2013). Finalmente, la regulación peruana también considera, en el artículo 174 de la LGS, que el directorio puede nombrar a uno o más directores para resolver o ejecutar determinados actos, actuando incluso como un comité (1997).

De este modo, para lograr mejores y mayores resultados en el cumplimiento de sus obligaciones, los directores pueden organizarse en un comité especial de riesgos legales que les permita hacer un seguimiento más técnico a la labor del gerente general y del gerente legal. La creación de un comité de este tipo permitirá acreditar ante los accionistas que, efectivamente, el directorio está comprometido con la gestión de riesgos legales como manifestación de su deber fiduciario.

C. El rol y responsabilidades del gerente general en la gestión de riesgos legales

A un nivel más ejecutivo y de supervisión, el rol del gerente general es primordial para la gestión de riesgos legales, pues de él depende la materialización exitosa de lo que el directorio, a nivel estratégico, haya ordenado mediante políticas y lineamientos. Al igual que los directores, el gerente general ostenta deberes fiduciarios que lo obligan al cumplimiento de estándares de buen gobierno corporativo, tales como su compromiso con el desarrollo de un sistema de gestión de riesgos legales en la empresa.

Así, dentro de las funciones del gerente general, el principio 24 del Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas de la SMV señala que la alta gerencia cuenta con autonomía suficiente para el desarrollo de sus funciones, dentro del marco de políticas y lineamientos definidos por el Directorio, y bajo su control, actuando según los mismos principios de diligencia (2013). Siendo aún más específico, este Código señala que la gerencia general es responsable del sistema de gestión de riesgos de la empresa en caso de que no exista una gerencia de riesgos.

Por su parte, el principio 25 del mismo Código establece que el gerente general debe supervisar periódicamente los riesgos a los que se encuentra expuesta la sociedad y debe ponerlos en conocimiento del directorio a través de un sistema de gestión integral de riesgos que permita la identificación, medición, administración, control y seguimiento de riesgos, el cual, según nuestro planteamiento, debe incluir a los riesgos legales (SMV, 2013). Finalmente, en su artículo 190, la LGS consagra que, al igual que el directorio, el gerente general responde ante la sociedad, los accionistas

y terceros, por los daños y perjuicios que ocasione por el incumplimiento de sus obligaciones, incluyendo la negligencia grave (1997).

Según se puede ver, el rol que desempeña el gerente general es importante para el desarrollo de la empresa, considerando especialmente la gestión de los riesgos legales, cuyos malos resultados pueden recaer en su responsabilidad. Revisados en su conjunto todos estos instrumentos, podemos concluir que, a nivel de ejecución, el gerente general debe asumir el compromiso con la asignación de recursos y la supervisión de la implementación del sistema de gestión de riesgos legales de la empresa y no solo dejárselo al gerente legal. Así, en la parte que le corresponde a nivel ejecutivo y de supervisión, el gerente general asume responsabilidades frente a la sociedad y los accionistas, para que exista un sistema de gestión de los riesgos legales que impacten a la empresa, en virtud de la naturaleza del negocio.

Asumiendo la importancia del rol del gerente general en la gestión de riesgos legales de la empresa, también debemos aceptar que uno de los primeros llamados a apoyarlo es el gerente legal, el cual cuenta con sus propias atribuciones y responsabilidades, las cuales desarrollaremos más adelante. Así, a fin de lograr el éxito en la gestión de riesgos legales que permita la sostenibilidad de la empresa, es indispensable consolidar una relación de interdependencia entre ambos en función al acuerdo compartido de que el éxito económico y el comportamiento ético y legal se complementan y no se oponen. En ese sentido, y tal como explican en detalle Bagley *et al.* (2016), este trabajo conjunto se debe dar entre 'directivos legalmente inteligentes', que reconozcan la importancia de la gestión de los riegos legales en la empresa, y 'abogados estratégicamente inteligentes', que entiendan el modelo de negocio y sus retos a futuro.

Los gerentes generales, para ser considerados como 'directivos legalmente inteligentes', deben tener conocimientos legales que les permitan participar con los abogados internos en el análisis de temas jurídicos que impacten en el funcionamiento y desarrollo del modelo de negocio de su empresa, como contratos, propiedad intelectual, cumplimiento regulatorio, protección del consumidor, cuidado del medioambiente, derecho laboral, tributación, entre otros. Al respecto, Bagley *et al.* (2016) proponen que los 'directivos legalmente inteligentes' deben contar con lo siguiente:

a) Un compromiso genuino con la legalidad y la ética empresarial en su labor profesional diaria.

b) Un enfoque proactivo para el cumplimiento regulatorio y la gestión de los riesgos legales, que los convierta en una fortaleza, en lugar de considerarla como un conjunto de restricciones y mandatos que cumplir reactivamente.

c) Una conveniente comprensión de la normativa legal y regulatoria del sector e industria específicos donde se desarrolla la empresa, así como el uso adecuado de las herramientas legales.

d) La decisión de contar con el asesoramiento permanente de 'abogados estratégicamente inteligentes', que se destaquen por realizar una labor centrada en el modelo de negocio de la empresa y siempre comprometidos con su sostenibilidad.

Desarrollar estas competencias le permitirán ejercer un juicio informado para la toma de decisiones, complementando adecuadamente los temas comerciales, operativos y financieros del negocio con los asuntos legales relacionados y participando en el desarrollo de acciones en entornos multifactoriales con una visión que priorice el interés de todos los *stakeholders*.

De este modo, el desarrollo del gerente general como un 'directivo legalmente inteligente' puede significar una ventaja competitiva importante para la empresa y un claro indicador que nos permita determinar si la empresa tiene la capacidad de adaptarse efectivamente a entornos cambiantes. Por un lado, los accionistas y directores deben ser los primeros interesados en forjar este tipo de gerentes generales al interior de la empresa; y, por otro, deben ser los propios gerentes generales quienes se deben ocupar de cubrir las brechas que puedan existir en su rol en la empresa y en su formación profesional.

IV. EL NUEVO ROL DEL GERENTE LEGAL EN LA GESTIÓN DE RIESGOS LEGALES

Considerando todo lo anterior, queda claro que parte importante de las funciones y responsabilidades de los directores y del gerente general es promover, supervisar y asignar los recursos suficientes para la implementación del sistema de gestión de riesgos legales propio de la empresa, ya que esta sería la más clara manifestación de un compromiso y accionar diligente, con altos estándares de cuidado de los intereses a largo plazo de los accionistas. Visto de otro modo, no asumir su rol de promotores de un sistema de gestión de riesgos legales de manera preventiva significa una actitud negligente, ya que implicaría tolerar

la idea del desconocimiento de los distintos peligros y riesgos legales que afectan a la empresa. Una vez asumido ello, podemos empezar a definir cuál es el papel que el gerente legal asumirá en este contexto.

Definitivamente el gerente legal tiene un rol fundamental para la articulación, funcionamiento y optimización del sistema de gestión de riesgos legales, debiendo asumir una actitud eminentemente proactiva. En este proceso, el gerente legal debe tener la responsabilidad de implementar un sistema de gestión de riesgos legales aplicable a la empresa, lograr su óptimo funcionamiento y establecer mecanismos para la mejora continua.

Esta triple responsabilidad debe iniciar con la propuesta al directorio de un sistema de gestión de riesgos legales que reconozca las características propias de la empresa y del sector en el que se desarrolla, los recursos financieros y no financieros que necesita, el marco de trabajo que adoptará, el plan de gestión a implementar en el tiempo y la línea de reporte para la toma de decisiones. En base a ello, el directorio asume su obligación de diseñar las políticas y lineamientos de la gestión de riesgos legales dentro de la empresa. Ya contando con ello, el gerente legal se convierte en la piedra angular del proceso, pues articulará todos los esfuerzos que harán posible el diseño, implementación, funcionamiento y mejora continua del sistema de gestión de riesgos legales. El éxito de esta labor dependerá, en gran medida, de su conocimiento real de la empresa y su modelo de negocio, del marco de trabajo que utilice para descubrir, valorar y mitigar los riesgos, y de los recursos con los que cuente.

Para lograr que el gerente legal y los abogados internos puedan alcanzar una adecuada gestión de riesgos como parte de la estrategia de la empresa, deben darse ciertas condiciones esenciales. En primer lugar, a nivel corporativo, es necesario incluir al gerente legal en el proceso de diseño de estrategias comerciales, operativas y de crecimiento de la empresa, de modo que pueda exponer ante la alta dirección las exigencias regulatorias, los riesgos legales que identifique y proponga alternativas a considerar. En este proceso, el gerente legal asumiría un nuevo rol, más complementario y estratégico, en la toma de decisiones que permita a la empresa aprovechar oportunidades y gestionar riesgos legales, pero esta vez de manera preventiva.

En segundo lugar, a nivel operativo, es necesario que el gerente legal y su equipo dispongan de tiempo y recursos para sus tareas, los cuales deben comenzar con la educación y difusión dentro de la empresa de los riesgos regulatorios que enfrenta el negocio y las oportunidades que se pueden explotar. Este nuevo rol proactivo del equipo legal interno hará posible que un equipo que interviene solo cuando algo está mal se transforme en un socio que entiende el negocio y propone desde el inicio.

En este punto, es muy importante que el equipo legal tenga muy claro su rol y sus límites, pues, finalmente, él definirá qué hacer, cómo hacerlo y qué mensaje brindar dentro de la empresa sobre la gestión de los riesgos legales. Si bien, a la luz de este enfoque, es incuestionable que el gerente legal y su equipo deben trabajar de la mano de sus clientes internos, reconociendo y atendiendo sus necesidades para el cumplimiento de sus objetivos, ello no implica que ignoren sus obligaciones fiduciarias dentro de la empresa. Es necesario que recuerden que su principal objetivo es actuar de manera diligente en interés de la empresa, de los accionistas y los *stakeholders*, siempre con visión a largo plazo, debiendo oponerse vigorosamente a las iniciativas o planes que signifiquen incumplimientos a la normativa legal y regulatoria.

Así, puede que la alta dirección ya haya culminado el proceso de planeamiento estratégico y determinación de objetivos sin haber considerado que el enfoque legal, la labor y responsabilidad del gerente legal es especialmente relevante, pues requiere que este tome la determinación de no someterse a presiones para implementar lo aprobado. Por el contrario, el gerente legal debe comunicar claramente los supuestos de incumplimiento regulatorio y la existencia de riesgos legales que identifique, enfatizando que la alta dirección está transgrediendo su propio deber fiduciario al priorizar los objetivos comerciales cuando estos comprometan la sostenibilidad de la empresa.

Oponerse a planes y objetivos ya aprobados, que incluso pueden tratarse de prácticas comerciales, operativas y financieras ampliamente utilizadas en el sector donde opera la empresa, es uno de los retos más desafiantes en la carrera de los gerentes legales. Sin embargo, esta situación también debe ser vista como el punto de partida para que, esta vez en conjunto, puedan generarse nuevas propuestas que, gestionando apropiadamente los riesgos legales, permitan cumplir con los objetivos a largo plazo de la empresa. Para lograr ello, tomamos nuevamente como referencia la descripción de 'abogados estratégicamente inteligentes' que nos proponen Constance Bagley *et al.* (2016).

Los 'abogados estratégicamente inteligentes' son una nueva configuración de los asesores legales internos que complementan sus habilidades jurí-

dicas con importantes conocimientos en negocios, tales como conceptos generales de contabilidad, tecnología, negociación, finanzas corporativas, planificación comercial y estrategia competitiva (Bagley *et al*., 2016, p. 453), de modo que su participación en los equipos de toma de decisiones no signifique una demora en el análisis de los temas. Su labor también incluye impulsar una cultura en la que todos los trabajadores, especialmente los miembros de la alta dirección reconozcan que el cumplimiento de las expectativas legales y éticas es esencial para un desarrollo económico sostenible. Asimismo, un profundo conocimiento del modelo de negocio de la empresa es indispensable para los 'abogados estratégicamente inteligentes', ya que les permitirá saber cómo la empresa genera ingresos, quiénes son sus mejores clientes, qué canales de distribución utilizan, cuáles son sus recursos clave y cuál es la relación con sus aliados más importantes.

Asumido este rol, el gerente legal podrá participar en la generación y captura de valor de la empresa como un asesor estratégico, intermediando entre los deseos de la alta dirección y el interés de la empresa. Alcanzar este estatus le permitirá ganarse un lugar en la mesa de toma de decisiones desde el inicio y no solo actuar como un servidor cuya única responsabilidad es preparar el camino que otros ya han trazado para alcanzar objetivos establecidos sin su participación.

Los problemas generados por un anticuado enfoque del rol del gerente legal no es un descubrimiento nuevo, pues ya desde 1993, Anthony Kronman, exdecano de la Escuela de Derecho de la Universidad de Yale, nos advertía de los serios riesgos que implica centrar las labores en los objetivos previamente definidos exclusivamente por la alta dirección (Kronman, 1993). En efecto, el trabajo de la gerencia legal orientado por las tendencias económicas del mercado y por los objetivos comerciales, operacionales y financieros de la empresa, fue considerado por mucho tiempo como una evolución de la práctica legal contemporánea. Sin embargo, esta perspectiva se llevó a extremos donde se consideraba a la ética y los intereses de los *stakeholders* de manera absolutamente marginal en la toma de decisiones. En cierta medida, esta situación explica los grandes escándalos corporativos internacionales de los últimos años, como el caso de Volkswagen del 2015, respecto de la manipulación de controles de emisión de sustancias contaminantes; el caso de Valeant Pharmaceuticals del 2015, sobre prácticas de fijación de precios de medicamentos y su ilegal relación comercial con Philidor Rx Services; y el caso de Lehman Brothers del 2008, relacionado a prácticas comerciales arriesgadas y la expansión agresiva en el mercado de hipotecas *subprime*, entre otros.

De este modo, mientras aumentaba el número de gerentes legales que orgullosamente se 'comprometían' con las decisiones y objetivos establecidos exclusivamente por la alta dirección, se anularon sus juicios sobre los riesgos legales y regulatorios existentes, afectando su principal responsabilidad con la gestión, prevención y menoscabando seriamente sus funciones de control y vigilancia de la legalidad, lo que, en muchos casos, impactó negativamente en la sostenibilidad de sus empresas. El rol del gerente legal como un habilitador de las decisiones previamente adoptadas, diseñando estructuras legales que hagan realidad los planes trazados por la alta dirección en función a los intereses comerciales y financieros del negocio, sin un sistema que permita cuestionarlas eficazmente, si bien puede significar un aumento de su prestigio personal dentro de la empresa, lamentablemente genera dudas sobre su independencia, ya que afecta su capacidad para cumplir con su deber fiduciario y profesional como gestor de riesgos legales y regulatorios. Por ello, hoy es necesario sumar esfuerzos para redefinir el rol del gerente legal dentro de la empresa para evitar la tentación de someterse a los intereses de la gestión comercial y financiera, lo cual no solamente es inadecuado, sino también muy peligroso.

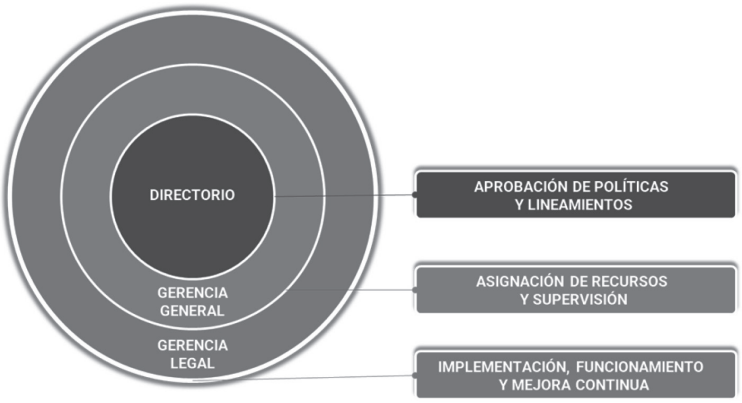
El compromiso del gerente legal con la legalidad, incluso oponiéndose a los planes de los directivos, no debería sorprendernos, pues tampoco es nada nuevo. Ya desde el 2002, la Ley Sarbanes-Oxley de los Estados Unidos de América (2002) buscaba garantizar que los abogados internos se enfocaran en proteger a las empresas y sus *stakeholders* más importantes, los inversionistas. La sección 307 de dicha ley sometía a los abogados internos a un intenso escrutinio respecto de su rol y responsabilidades, exigiéndoles informar a la alta dirección sobre las infracciones legales que conozcan para que esta tome inmediata acción. No obstante, si la alta dirección no respondía adecuadamente, el abogado interno debía comunicar estas violaciones al comité de auditoría de la junta directiva (2002).

La construcción de una visión actual del gerente legal implica asumir un rol de consejero general de toda la empresa, capaz de hacer sugerencias y emitir opiniones claras sobre preocupaciones comerciales, operacionales y éticas. En específico, el rol del gerente legal en el contexto corporativo actual se encuentra en un punto de inflexión clave, mostrándose dos posibles caminos a seguir. El primero, permite al gerente legal continuar abrazando las tendencias empresariales, aceptando las decisiones de la alta dirección tomadas bajo están-

dares exclusivamente financieros que, de no controlarse, ponen en peligro el servicio de asesoría legal integral de la empresa, como ya hemos visto. El segundo, reconoce la necesidad del gerente legal de aspirar a un estándar profesional más alto de proactividad en la gestión de riesgos legales, asumiendo un enfoque estratégico que priorice el comportamiento ético y de cumplimiento regulatorio. Nuestra recomendación, por supuesto, va por asumir el reto del segundo camino, haciendo uso de las herramientas de 'inteligencia legal' e 'inteligencia estratégica' ya explicados, que, en conjunto, proporcionan la necesaria solución para los problemas del rol del gerente legal.

Los esfuerzos deben estar dirigidos siempre a crear una sociedad estratégica entre los abogados internos y la alta dirección de la empresa que permita desarrollar un sistema que genere valor de manera sostenible en la misma y sus *stakeholders*, asumiendo la responsabilidad conjunta de lograr el éxito económico con base en la ética, la integridad y el cumplimiento normativo. Para consolidar el crecimiento y lograr la sostenibilidad de la empresa, debemos reconocer que el gerente legal debe asumir el rol de implementar, mantener el funcionamiento óptimo y establecer mecanismos para la mejora continua del sistema de gestión de riesgos legales, en función a las políticas y lineamientos del directorio, a la asignación de recursos y supervisión del gerente general. Es necesario reconocer abiertamente que cada uno de estos actores tiene un importante papel, el cual debe ser declarado y asumido con acciones concretas y articuladas dentro de la organización; no solo como una simple declaración de intenciones vacías.

Figura 1: Roles y responsabilidad en la gestión de riesgos legales en la empresa



Fuente: Elaboración propia

REFERENCIAS

Bagley, C. E., Roellig, M., & Massameno, G. (2016). Who let the lawyers out?: Reconstructing the role of the chief legal officer and the corporate client in a globalizing world. *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, (18), 419-507.

Bagley, C. E. (2022). An Open Systems Approach to Law, Strategy, and Sustainability: The Role of the In-House Counsel in the Anthropocene Era. *International In-house Counsel Journal*, *15*(58), 1-20.

Banco de Desarrollo de América Latina y el Caribe (2013). *Lineamientos para un Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo.* Banco de Desarrollo de América Latina.

Business Roundtable (19 de agosto de 2019). Business Roundtable Redefines the Purpose of a Corporation to Promote 'An Economy That Serves All Americans'. *Business Roundtable.* https://www.businessroundtable.org/business-roundtable-redefines-the-purpose-of-a-corporation-to-promote-an-economy-that-serves-all-americans

Freeman, R. E. (2017). The new story of business: Towards a more responsible capitalism. *Business and Society Review*, *122*(3), 449-465.

Hays (2021). *Guía Laboral*. https://www.hays.com.co/guia-laboral

Kronman, A. (1993). *The Lost Lawyer: Failing Ideals of the Legal Profession*. Harvard University Press.

La Información (16 de agosto de 2016). *El 43% de los trabajadores elegiría antes una empresa que apoye proyectos sociales, según Regus*. https://www.lainformacion.com/espana/trabajadores-elegiria-proyectos-sociales-Regus_0_944906328.html/

Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (2016). *Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20*. OCDE Publishing. http://dx.doi.org/10.1787/9789264259171-es

Rojas Andia, K. (24 de septiembre de 2022). Los directorios de empresas en Perú intensifican su mirada sobre riesgos legales y regulatorios. *Semana Económica*. https://semanaeconomica.com/management/gobierno-corporativo/directorios-intensifican-mirada-sobre-riesgos

Superintendencia del Mercado de Valores (2013). *Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas.* Superintendencia del Mercado de Valores. https://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/GobCorporativo2013.pdf

LEGISLACIÓN, JURISPRUDENCIA Y OTROS DOCUMENTOS LEGALES

In re Caremark International Inc. Derivative Litigation, 698 A.2d 959 (Del. Ch. 1996). https://law.justia.com/cases/delaware/court-of-chancery/1996/13670-3.html

In Re The Boeing Company Derivative Litigation, C. A. 2019-0907-MTZ (Del. Ch. 2021). https://law.justia.com/cases/delaware/court-of-chancery/2021/c-a-no-2019-0907-mtz-0.html

Ley Sarbanes-Oxley, 107-204 (2002) H.R. 3763 (Estados Unidos de América).

Ley 26887, Ley General de Sociedades, Diario Oficial *El Peruano*, 5 de diciembre de 1997 (Perú).

Hernández & Cía.

Reconocidos entre los estudios líderes del mercado legal peruano

26
Socios

22
Áreas de práctica

100+
Abogados

32
Años de experiencia

T: +51 (1) 611 5151
hernandez@ehernandez.com.pe
www.ehernandez.com.pe

10.18800/themis.202302.011

M&A DE ACTIVOS: PROPUESTAS PARA FOMENTAR SU MAYOR USO

M&A OF ASSETS: PROPOSALS TO ENCOURAGE THEIR GREATER USE

Juan Luis Hernández Gazzo*
Hernández & Cía

The M&A of assets is a figure that presents certain particularities with respect to other mechanisms for the acquisition of businesses or companies (especially with respect to the purchase and sale of shares), such as (i) the possibility of choosing the assets -and liabilities- to be acquired; (ii) a due diligence process limited to the company or business being purchased (and not to the entire transferring company); (iii) a limited valuation process; (iv) a regime of representations and warranties focused mainly on the company or business acquired; and (v) full identification of the owner of the company or business in progress.

In Peru there are several legal problems that make the M&A of assets a less efficient and more costly transaction. In this context, we propose a special regulation on the M&A of assets in Peru, to encourage its greater use.

Keywords: Mergers and acquisitions; asset M&A; going concern; labor persecution; tax solidarity.

El M&A de activos es una figura que presenta ciertas particularidades respecto de otros mecanismos de adquisición de negocios o empresas (especialmente respecto de la compraventa de acciones), como (i) la posibilidad de elegir los activos –y pasivos– que se desean adquirir; (ii) un proceso de due diligence *acotado a la empresa o negocio en marcha que se adquiere (y no a toda la sociedad que los transfiere); (iii) un proceso de valorización acotado; (iv) un régimen de declaraciones y garantías enfocado fundamentalmente en la empresa o negocio que se adquiere; y (v) una plena identificación del titular de dicha empresa o negocio en marcha.*

En el Perú existen diversos problemas de índole legal que generan que el M&A de activos sea una transacción menos eficiente y más costosa. En este contexto, proponemos una regulación especial sobre el M&A de activos en Perú, que fomente su mayor uso.

Palabras clave: Fusiones y adquisiciones; M&A de activos; negocio o empresa en marcha; persecutoriedad laboral; solidaridad tributaria.

* Abogado. Master en Derecho por Harvard Law School. Profesor de Derecho Mercantil en la facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú (PUCP). Socio de Hernández & Cía. Contacto: jlhernandez@ehernandez.com.pe

El autor agradece a Erick Calla Ramírez por sus aportes y participación en el contenido de este artículo.

Nota del Editor: El presente artículo fue recibido por el Consejo Ejecutivo de THĒMIS-Revista de Derecho el 22 de octubre de 2023, y aceptado por el mismo el 24 de noviembre de 2023.

I. INTRODUCCIÓN

Podemos decir que las fusiones y adquisiciones (*Mergers & Acquisitions,* M&A, por sus siglas en inglés) son transacciones que viabilizan la transferencia de propiedad o control de un negocio o empresa en marcha.

En este sentido, la ejecución de una operación de fusiones y adquisiciones llevaría implícita una premisa básica que subyace a la transferencia de bienes en general: para el comprador de los bienes, estos valen más de lo que paga por ellos, mientras que, para el vendedor de los bienes, estos valen menos de lo que recibe por ellos, de forma tal que, bajo su propia óptica, cada parte se beneficia con la transferencia.

Sin lugar a duda, esta premisa básica está presente también en las operaciones de fusiones y adquisiciones[1], debiendo notar, sin embargo, que en estas existe un componente adicional que podría ser considerado como un elemento diferenciador: la clara vocación del comprador de generar (mayores) beneficios económicos para él, con la (mejor) explotación comercial del negocio o empresa adquirido.

Está claro que lo que motiva al vendedor a desprenderse de su negocio o empresa es recibir una contraprestación por ello (usualmente dinero, según el valor pactado). Por su parte, lo que motiva al comprador a adquirir el negocio o empresa no es el mero hecho de tener los bienes asociados a dicho negocio o empresa, sino el (mayor) rendimiento económico que puede percibir con su adquisición y explotación (introduciendo, probablemente, una serie de reformas orientadas a generar eficiencias y maximizar ingresos).

Así, complementando la definición inicial de las fusiones y adquisiciones, podemos señalar que este tipo de operaciones constituyen un mecanismo de transferencia de propiedad o control de una categoría especial y compleja de bienes, el negocio o empresa en marcha, desde su titular hacia un tercero, con una racionalidad económica muy particular, que es la generación de valor o sinergia en beneficio del tercero adquirente.

Mascareñas Pérez-Iñigo describe esta racionalidad económica de la siguiente manera: "cuando dos empresas se fusionan, o cuando una empresa adquiere a otra, lo hacen por uno o varios motivos que se materializan en que ambas empresas valoradas conjuntamente tomen un valor superior a si operasen de forma totalmente independiente" (2005, p. 1).

A continuación, el mismo autor agrega:

> Los motivos para una combinación son varios y complejos, no siendo mutuamente excluyentes puesto que, normalmente, existe más de un motivo en una combinación. Ahora bien, el propósito final es aumentar el valor de mercado de la empresa. Las fusiones y adquisiciones son una buena idea cuando el valor de la empresa combinada es mayor que el valor de las dos sociedades independientemente consideradas. **Cuando esto ocurre, es decir, cuando el resultado es superior a la suma de las partes, se dice que se ha producido un efecto sinérgico** (Mascareñas, 2005, p. 2) [el énfasis es nuestro].

De esta manera, podría decirse coloquialmente que las fusiones y adquisiciones permiten a los agentes del mercado 'trasladar negocios o empresas en marcha desde quien tiene su titularidad o control hacia quien ve en dichos negocios o empresas un producto con la potencialidad de maximizar sus beneficios o rendimientos'.

Las dificultades de una transacción de fusiones y adquisiciones emanan de su propio objeto: la compraventa de una empresa o negocio en marcha. Las empresas o negocios en marcha están compuestos por una serie de elementos tangibles e intangibles, presentes o de expectativas futuras, sujetos a vaivenes del mercado, a factores exógenos y pasibles de enfrentar complicaciones (contingencias o pasivos ocultos). Todo ello hace que el mercado de fusiones y adquisiciones tenga un carácter muy

[1] En esta línea, Payet señala:

> La compraventa de empresas es una transacción económica libremente negociada, que, por lo tanto, ocurre en la medida que tanto el comprador como el vendedor perciban que la operación los beneficia, es decir que lo que reciben de la transacción es más que lo que dan en ella. A riesgo de simplificar en exceso, para que la compraventa se realice, la empresa debe valer más para el comprador que para el vendedor, es decir, el precio debe a la vez ser suficientemente elevado como para que el vendedor sienta que gana al desprenderse de la propiedad de la empresa y lo suficientemente bajo como para que el comprador perciba que va a obtener más por la empresa que el precio a pagar (Payet, 2009, p. 68).

dinámico y esté en constante desarrollo[2], y son precisamente esas características, así como el hecho de que cada transacción sea única, lo que hace que la práctica jurídica en esta materia presente varias complejidades y esté sometida constantemente a diversos retos para lograr un acuerdo satisfactorio para cada parte. El diseño de la estructura legal de la transacción cumple un rol material en este tipo de operaciones.

Los mecanismos legales para llevar a cabo transacciones de fusiones y adquisiciones son esencialmente dos: vía reorganización de sociedades (reguladas en la Ley General de Sociedades, en adelante, LGS) o a través de una forma contractual. Esta última, suele ser una compraventa, ya sea de las acciones o participaciones que representan el capital social de una sociedad o de los activos asociados a una empresa o negocio en marcha.

En el presente artículo, nos concentraremos en el M&A de activos como una forma de ejecutar una transacción de fusiones y adquisiciones; es decir, la adquisición de una empresa o negocio en marcha. Así, nos referiremos a esta modalidad como 'M&A de activos'.

El interés por escribir sobre el M&A de activos surge de la comprobación práctica, derivada del ejercicio profesional y del análisis normativo, que determina que varias veces la elección de una figura como esta sea descartada –pese a ser la forma que más se ajusta a los intereses de las partes en una situación determinada– o resulte más onerosa su ejecución, dada la inexistencia de ciertas reglas necesarias y la presencia de otras absurdas en el ordenamiento jurídico peruano. En efecto, consideramos que el M&A de activos en el Perú genera problemas por la ausencia de cierta regulación que, en atención a su objeto (transferencia de empresa o negocio en marcha), sí resultaría razonable que se le aplique para simplificar su ejecución o por la aplicación de ciertas normas que no son coherentes o razonables con dicho objeto.

En nuestra opinión, introducir en nuestro ordenamiento una regulación especial para el M&A de activos podría servir para resolver tales problemas. Con ello, podría lograrse que la decisión de los agentes del mercado de optar por uno u otro mecanismo para la adquisición de empresas o negocios en marcha responda fundamentalmente a sus intereses, y no se vea influida, de forma negativa, en las trabas legales que existen para uno de dichos mecanismos.

II. ASPECTOS GENERALES DEL M&A DE ACTIVOS

En el sistema peruano, el M&A de activos no tiene una definición legal propia. En consecuencia, no es posible hacer una descripción de esta operación en términos de la ley, debiendo, por tanto, conceptualizarla en función de lo que en la práctica supone su objeto: la compra de una empresa o un negocio mediante la adquisición de los activos (o principales activos) que sirven para que dicha empresa o negocio esté en marcha (pudiendo incluir la asunción de los pasivos –o ciertos pasivos– que estén asociados a tales activos).

Bajo estos términos, el M&A de activos presenta ciertas particularidades que lo diferencian de otros mecanismos para adquirir empresas o negocios en marcha, especialmente de la compraventa de acciones. Comentamos estas particularidades a continuación.

Una primera particularidad del M&A de activos (y quizás la principal) es la posibilidad de elección que tiene el comprador respecto de lo que va a adquirir, tanto en lo que concierne a los activos propiamente dichos (esto es, la posibilidad de elegir qué activos específicos del universo de activos que conforman la empresa o negocio adquirirá y cuáles no), como en lo que concierne a los pasivos que están asociados a tales activos. Esta posibilidad de elección, conocida en la práctica como *cherry picking*, es reconocida por Herrera de la siguiente manera:

> Nada impide, desde luego, que en un caso particular la transacción que regule el contrato de compraventa de activos implique exclusivamente la adquisición de bienes y derechos (en lo que en la práctica anglosajona se denomina *cherry picking* porque el comprador escoge qué activos quiere adquirir y evita la asunción de pasivos) (Herrera, 2021, p. 2).

[2] García de Enterría Lorenzo-Velázquez describe las particularidades de la adquisición de empresas desde el punto de vista económico de la siguiente manera:

> En el orden económico, las operaciones de adquisición se presentan sobre todo como un cauce o instrumento al servicio de los procesos de concentración y reorganización de las empresas, que en términos generales permiten a éstas ajustar o modificar su tamaño o configuración en función de sus necesidades operativas, de las exigencias del mercado, de su propia estrategia empresarial o de simples criterios financieros. Pero al margen de este elemento común, meramente descriptivo y de limitada fuerza caracterizadora, **lo cierto es que la referida categoría engloba una realidad económica extraordinariamente variada y dúctil, conformada por una enorme diversidad de supuestos de muy distinto significado práctico y funcional** (García de Enterría, 2021, p. 2) [el énfasis es nuestro].

Asimismo, Herrera destaca las particularidades de esta característica del M&A de activos, enfatizando en la incidencia que tiene en la gestión de riesgos para el comprador, en los siguientes términos:

> En el marco de una adquisición directa de activos y pasivos rige el principio general de que solo son objeto de transmisión los específicamente identificados por las partes del contrato de compraventa de activos.
>
> Esta es la ventaja que habitualmente se atribuye a la compraventa de activos: la posibilidad de escoger de forma individualizada los bienes y derechos que van a ser objeto de adquisición y los pasivos que se van a asumir. Este régimen tiene excepciones, como indicamos a continuación, que el comprador deberá conocer y entender antes de optar por este medio de adquisición pero, con carácter general, **puede afirmarse que el contrato de compraventa de activos puede facilitar al comprador un mayor control sobre los pasivos que asume y, por tanto, puede ser una forma de llevar a cabo la adquisición de una empresa que el comprador prefiera desde la perspectiva de la gestión del riesgo** (2021, p. 4) [el énfasis es nuestro].

En contraste, conceptualmente esta posibilidad de elección no está presente en la compraventa de acciones, en la que la adquisición de estas supone necesariamente la transferencia del universo de activos y pasivos que tenga la sociedad *target*, sin dejar de tener en consideración que los riesgos asociados a estos últimos podrían distribuirse en la forma que negocien y, finalmente, acuerden las partes en el contrato respectivo.

Una segunda particularidad del M&A de activos es que el proceso de revisión de información es acotado. En relación a ello, una característica de las fusiones y adquisiciones, en general, es la asimetría de la información que existe entre el vendedor y el comprador, pues el primero es quien conoce más sobre su propia empresa y, por ende, sobre los activos y pasivos que tiene. Para poder nivelar este desbalance en la información, existe un proceso de búsqueda, revisión y análisis de información conocido como *due diligence*, el cual es definido por Álvarez Acosta de la siguiente manera:

> [es] un proceso complejo que comprende el desarrollo de una actividad técnica dirigida a la investigación, revisión y análisis de los elementos relevantes de una empresa objeto de potencial adquisición, llevada a cabo conforme a estándares de debida diligencia adecuados al caso y dirigidas a plasmar las conclusiones alcanzadas en un documento denominado informe (2021, p. 4).

Mientras que en la compraventa de acciones el proceso de *due diligence* implica que el vendedor deba revelar al comprador información de la sociedad objetivo en su totalidad (sus activos, pasivos, relaciones jurídicas y todas sus operaciones en general), en el M&A de activos la información está acotada específicamente a la empresa o negocio en marcha que se pretende adquirir (esto es, los activos que se adquirirán y los pasivos que, por elección de las partes, escogen asumir).

Una tercera particularidad se presenta en torno a la valorización. A diferencia de la compraventa de acciones, en la que se valoriza a la sociedad objetivo en su totalidad (y, en consecuencia, se incluye en el análisis a todos los negocios que desarrolla), en el M&A de activos la valorización se circunscribe solo a la empresa o negocio en marcha que se pretende adquirir, con lo cual, el análisis termina siendo mucho más acotado.

En línea con lo anterior, otra particularidad del M&A de activos es el hecho de que las declaraciones y garantías que otorgue el vendedor estarán circunscritas a la empresa o negocio en marcha que se adquiere y no a la sociedad en su totalidad (es decir, no comprenderá todos los negocios que desarrolle la referida sociedad), como sí ocurre en la compraventa de acciones.

Una particularidad adicional del M&A de activos pasa por el hecho de que en este tipo de operaciones se conoce con certeza quién tiene la propiedad de la empresa o negocio en marcha, que es precisamente la persona, usualmente una sociedad, que opera dicha empresa o negocio en marcha. En este sentido, al ser el vendedor una sociedad constituida, su plena identificación no reviste mayor complejidad. En cambio, en el caso de la compraventa de acciones, la identificación del vendedor puede ser compleja, sobre todo si se trata de una estructura de tenencia de propiedad accionaria compleja con varias capas, diversas personas jurídicas y beneficiarios finales no fácilmente identificables.

Teniendo en cuenta las particularidades descritas, en algunos casos el M&A de activos puede ser una opción más ventajosa para las partes que desean llevar a cabo una transferencia de empresa o negocio en marcha.

Sin embargo, hemos observado que, en la práctica, a pesar de las diversas ventajas que podría representar para las partes el optar por un M&A de activos, en muchos casos esta alternativa termina siendo descartada por problemas del sistema legal peruano (ausencia de regulación en temas centrales y sobre regulación innecesaria en otros as-

pectos materiales). De ello nos ocuparemos en las secciones siguientes de este artículo.

III. PROBLEMAS DEL M&A DE ACTIVOS EN PERÚ

En Perú, el M&A de activos presenta ciertas dificultades de índole legal que pueden generar que, a pesar de ser una opción con diversas ventajas para viabilizar la adquisición de una empresa o un negocio en marcha, en términos globales, resulte siendo una alternativa menos atractiva para el potencial comprador y termine siendo descartada por este.

Estas dificultades, por su especial relevancia a la hora de optar por un M&A de activos u otro mecanismo, son las asociadas a: (i) transferencia de propiedad de los activos; (ii) mantenimiento de títulos habilitantes; (iii) derechos de los acreedores; y (iv) responsabilidad del comprador por deudas o contingencias laborales y tributarias del vendedor.

A. Transferencia de propiedad de los activos

Sin lugar a duda, uno de los aspectos que reviste mayor relevancia al momento de evaluar si se opta por un M&A de activos u otro mecanismo para adquirir una empresa o un negocio en marcha, es la evaluación de las reglas de transferencia de propiedad de los activos que se pretende adquirir y, dentro de ello, si estamos frente a un único régimen de transferencia de propiedad o, por el contrario, frente a un espectro abierto de regímenes de transferencia de propiedad. Este aspecto es de suma importancia pues puede incidir materialmente en la transacción, pudiendo hacerla más o menos compleja y, por tanto, más o menos atractiva como alternativa.

Nuestro ordenamiento jurídico no prevé un régimen especial de transferencia de propiedad en M&A de activos, lo cual genera la necesidad de individualizar todos y cada uno de los activos involucrados y aplicar todas y cada una de las reglas de transferencia de propiedad que se deriven de la naturaleza jurídica de los mismos (incluyendo las formalidades exigidas para cada caso), a pesar de encontrarnos frente a una única transacción.

Piénsese, por ejemplo, en el interés de la sociedad 'X' de adquirir la línea de negocio de fabricación y comercialización de productos farmacéuticos de la sociedad 'Y' vía un M&A de activos. Tal operación implicará, en consecuencia, adquirir todos y cada uno de los activos asociados a tal línea de negocio, incluyendo el bien o los bienes inmuebles donde se sitúa la fábrica de los productos, los bienes muebles de la línea de fabricación (como maquinarias, equipos, materia prima, existencias, entre otros), los bienes muebles de la línea de distribución y comercialización (como vehículos de transporte de mercancías), activos intangibles (como las patentes, marcas u otros signos distintivos, softwares, entre otros elementos de propiedad intelectual) y relaciones jurídicas diversas (como contratos con proveedores y clientes, derechos o acreencias, entre otros).

En el ejemplo dado, a pesar de tratarse de una única transacción, se pueden presentar diversas reglas de transferencia de propiedad de los activos involucrados, como las relativas a bienes muebles e inmuebles, elementos de propiedad intelectual (como patentes, marcas u otros signos distintivos, softwares, entre otros) o relaciones jurídicas diversas (como cesiones de posición contractual, cesiones de derechos o créditos, entre otros), lo cual representa un mayor grado de complejidad para la transacción.

Como es fácil advertir, en una transacción de M&A de activos las reglas de transferencia de propiedad aplicables podrían ser tan diversas como los distintos tipos de activos que se pretenden adquirir como parte del negocio o empresa en marcha objeto de transacción.

En nuestra opinión, el problema de la ausencia de una regla única de transferencia de propiedad se hace más delicado en la transferencia de relaciones jurídicas, como es el caso de los diversos contratos que pueden estar asociados a la empresa o negocio a ser adquiridos. Bajo las reglas actuales (que son las previstas en nuestra legislación civil), tales relaciones jurídicas tendrían que ser transferidas de forma individual, es decir, una por una, debiendo sumarle a ello que en todas ellas están involucrados terceros y que en algunos casos podría requerirse de su consentimiento previo. Esta situación podría derivar en que la transacción sea sencillamente inviable bajo un M&A de activos.

Adicionalmente, la ausencia de un régimen especial de transferencia de propiedad en el marco de un M&A de activos genera que, hoy en día, no exista una disposición normativa específica que regule la transferencia de propiedad de todos los activos involucrados en la transacción en un solo momento, lo cual puede ser de gran importancia para el potencial adquirente. No negamos que, utilizando figuras del derecho civil como las modalidades del negocio jurídico, puede rebajarse en algo esta dificultad; sin embargo, la existencia de una disposición legal que regule un momento único de transferencia de propiedad, en bloque y a título universal, como en las reorganizaciones societarias, sería lo ideal (como veremos más adelante).

En efecto, dicha regla especial sí está prevista, por ejemplo, en la fusión o escisión de sociedades en la LGS, en las cuales se considera que todos los activos –y pasivos, de ser el caso– que conforman el bloque patrimonial respectivo son transferidos a la entidad receptora en la fecha de entrada en vigencia de la fusión o escisión[3]. En estos casos, la transferencia de activos –o pasivos, de ser el caso– podría requerir de su inscripción en algún tipo de registro (fundamentalmente por cuestiones de publicidad u oponibilidad), lo cual, sin embargo, no afecta el hecho de que su transferencia se haya producido en la fecha de entrada en vigencia fijada, lo cual le confiere a la operación un grado importante de simplificación y predictibilidad en lo que concierne al régimen de transferencia de propiedad.

En suma, el hecho de que no exista en nuestro ordenamiento un régimen legal 'específico' que, atendiendo a las particularidades de un M&A de activos como una operación de fusiones y adquisiciones, prescinda de la diversa naturaleza jurídica que puede tener cada uno de los activos involucrados en la operación y sea extensivo para todos ellos bajo reglas únicas, incluyendo la posibilidad de que la transferencia de propiedad se dé en un solo momento, hace que este tipo de transacciones pueda tornarse más compleja y menos atractiva como opción para viabilizar la adquisición de una empresa o negocio.

B. Mantenimiento de títulos habilitantes

En nuestro régimen legal no existe una regla que permita la transferencia automática o el mantenimiento de los títulos habilitantes asociados a la empresa o negocio en marcha materia de adquisición en un M&A de activos.

Los títulos habilitantes (como las concesiones, licencias, permisos, autorizaciones y/o registros emitidos por las autoridades competentes de la Administración Pública) son un elemento fundamental en el desarrollo de toda actividad económica pues, en términos generales, con su obtención se acredita que el administrado ha cumplido con las exigencias legales establecidas para ejecutar una actividad económica específica y, en consecuencia, que está facultado a desarrollarla, en los términos previstos en el título respectivo y la legislación aplicable.

En este sentido, la ausencia de un régimen legal especial que determine la transferencia automática o mantenimiento de los títulos habilitantes asociados a la empresa o negocio en marcha materia de adquisición por M&A de activos generará que el adquirente deba iniciar tantos procedimientos administrativos como títulos habilitantes estén asociados a tal empresa o negocio, con el propósito de obtener nuevos títulos habilitantes a su nombre o que la autoridad emisora de los mismos reconozca la transferencia a su favor, si esto último estuviese regulado.

Con ello, mientras los nuevos títulos habilitantes no sean emitidos o la transferencia de los existentes en favor del adquirente no sea reconocida por las autoridades correspondientes, la empresa o negocio adquirido no podrá ser desarrollada por el adquirente.

Por la diversidad de títulos habilitantes que pueden requerirse para desarrollar una actividad económica, así como la diversidad de entidades de la Administración Pública que los emiten, una situación como la descrita en los párrafos prece-

[3] Los artículos 353 y 378 de la Ley General de Sociedades, referidos a la fecha de entrada en vigencia de la fusión y escisión, respectivamente, señalan lo siguiente:

> Artículo 353.- Fecha de entrada en vigencia
>
> La fusión entra en vigencia en la fecha fijada en los acuerdos de fusión. En esa fecha cesan las operaciones y los derechos y obligaciones de las sociedades que se extinguen, **los que son asumidos por la sociedad absorbente o incorporante**.
>
> Sin perjuicio de su inmediata entrada en vigencia, la fusión está supeditada a la inscripción de la escritura pública en el Registro, en la partida correspondiente a las sociedades participantes.
>
> La inscripción de la fusión produce la extinción de las sociedades absorbidas o incorporadas, según sea el caso. Por su solo mérito se inscriben también en los respectivos registros, cuando corresponda, la transferencia de los bienes, derechos y obligaciones individuales que integran los patrimonios transferidos [el énfasis es nuestro].
>
> Artículo 378.- Fecha de entrada en vigencia
>
> La escisión entra en vigencia en la fecha fijada en el acuerdo en que se aprueba el proyecto de escisión conforme a lo dispuesto en el artículo 376. **A partir de esa fecha las sociedades beneficiarias asumen automáticamente las operaciones, derechos y obligaciones de los bloques patrimoniales escindidos y cesan con respecto a ellos las operaciones, derechos y obligaciones de la o las sociedades escindidas, ya sea que se extingan o no**.
>
> Sin perjuicio de su inmediata entrada en vigencia, la escisión está supeditada a la inscripción de la escritura pública en el Registro y en las partidas correspondientes a todas las sociedades participantes. La inscripción de la escisión produce la extinción de la sociedad escindida, cuando éste sea el caso. Por su solo mérito se inscriben también en sus respectivos Registros, cuando corresponda, el traspaso de los bienes, derechos y obligaciones individuales que integran los bloques patrimoniales transferidos (1997) [el énfasis es nuestro].

dentes representaría un grado de complejidad sumamente mayor para la transacción y ello podría tener un peso importante a la hora de decidir si se opta por un M&A de activos o, alternativamente, por otro mecanismo para adquirir la empresa o negocio.

Nuevamente, el hecho de que no exista en nuestro ordenamiento un régimen legal 'específico' que, atendiendo a las particularidades de un M&A de activos como una operación de fusiones y adquisiciones, establezca la transferencia automática y en un solo momento de todos los títulos habilitantes asociados a la empresa o negocio cuyos activos son adquiridos (siempre que las condiciones esenciales que permitieron la emisión de dichos títulos habilitantes se mantenga, claro está), generaría que este tipo de transacciones resulte mucho más compleja y menos atractiva para el potencial adquirente.

Cabe mencionar que, de forma similar a lo expuesto para el caso de la transferencia de propiedad de activos, nuestro ordenamiento jurídico sí prevé una regulación especial para la transferencia automática de títulos habilitantes en el caso de la fusión de sociedades regulada en la LGS, la cual es aplicable también para el caso de la escisión y la reorganización simple.

Dicha regulación especial se encuentra contenida en el artículo 6 del Decreto Legislativo 1310[4], conforme a la cual, entre otros aspectos, está claramente establecido que:

a) En los casos de fusión de sociedades, todos los títulos habilitantes (esto es, registros, certificados, permisos, licencias y autorizaciones) de titularidad de la(s) sociedad(es) que se extingue(n) se entienden transferidos de pleno derecho a la sociedad absorbente o incorporante, con excepción de los relativos a recursos hidrobiológicos.

b) La referida disposición es aplicable también a la escisión y reorganización simple respecto de todos los títulos habilitantes asociados al bloque patrimonial que se transfiere en el marco de tal tipo de operaciones, con excepción de los relativos a recursos hidrobiológicos.

c) La oportunidad de la transferencia es una sola: la fecha de entrada en vigencia de la

[4] Artículo 6 del Decreto Legislativo 1310:

Artículo 6.- Reconocimiento de titularidad de registros, certificados, permisos, licencias, autorizaciones y procedimientos administrativos en casos de reorganización de sociedades y cambios de denominación social

6.1. **En los casos de fusión de sociedades, todos los registros, certificados, permisos, licencias y autorizaciones de titularidad de las sociedades que se extinguen se entienden transferidos de pleno derecho a la sociedad absorbente o incorporante. Ninguna entidad pública puede desconocer los derechos adquiridos por las sociedades absorbentes o incorporantes como consecuencia de la fusión. Esta disposición no aplica para los casos vinculados a recursos hidrobiológicos**.

6.2. **La transferencia de la titularidad aplica a partir de la entrada en vigencia de la fusión** y debe ser comunicada por las sociedades absorbentes o incorporantes a las entidades de la administración pública correspondientes en la cual se manifieste que se mantienen las condiciones que permitieron el otorgamiento de los títulos, consignando los datos de los documentos por los que se formalizó la fusión, los datos de su inscripción en los Registros Públicos y los cambios en el RUC en caso fuere necesario. Las entidades realizan por este solo mérito los cambios que correspondan en sus propios registros.

6.3. Las sociedades absorbentes o incorporantes se subrogarán de manera automática en la posición de las sociedades que se extinguen en todo procedimiento administrativo que se encuentre en trámite referido a las sociedades que se disuelven por la fusión, desde la fecha de la comunicación de la fusión a la entidad pública correspondiente.

6.4. **Las reglas establecidas en este artículo son de aplicación también a los procesos de escisión y de reorganización simple de sociedades, respecto de los registros, certificados, permisos, licencias y autorizaciones y procedimientos administrativos relacionados a los bienes, derechos, obligaciones u operaciones que se transfieran como consecuencia de la escisión o la reorganización simple y que se identifiquen en la escritura pública correspondiente**.

6.5. En los casos de cambio de denominación social, los registros, certificados, permisos, licencias y autorizaciones se mantienen vigentes y las entidades correspondientes de la administración pública realizan los cambios en sus propios registros por el solo mérito de la presentación de copia simple de la escritura pública de modificación de estatutos y Declaración Jurada.

6.6. Bajo ningún concepto se debe exigir trámite o documento adicional a la comunicación de la reorganización societaria o el cambio de nombre, bajo responsabilidad del titular de la entidad pública.

6.7. El ejercicio de los derechos señalados en el presente artículo no limita la facultad de las entidades de la administración pública de ejercer sus competencias en materia de fiscalización posterior a fin de evaluar si las circunstancias que permitieron el otorgamiento de los títulos habilitantes se mantienen, así como verificar la veracidad de la información contenida en la Declaración Jurada. Las entidades públicas pueden revocar los títulos habilitantes siempre y cuando las condiciones para su otorgamiento, conforme a lo dispuesto en las normas aplicables, hayan variado como consecuencia de la fusión, escisión, reorganización simple o cambio de denominación social (2016) [el énfasis es nuestro].

fusión, escisión o reorganización simple, según corresponda.

d) Ninguna entidad de la Administración Pública puede desconocer los efectos de las reglas antes citadas.

Según se puede apreciar, estas reglas dotan a las operaciones a las que les alcanza la citada regulación (fusión, escisión y reorganización simple) de un mayor grado de simplificación y predictibilidad en lo que respecta a la transferencia de los títulos habilitantes asociados a los bloques patrimoniales transferidos.

C. Derechos de los acreedores

Partiendo de la premisa de una transacción de M&A de activos a valor mercado, al menos en teoría, dicha transacción debería responder al mutuo interés y beneficio de las partes, es decir, no debería representar una afectación patrimonial para ninguna de ellas dado que, en buena cuenta, constituye un intercambio de bienes por su valor de mercado en dinero.

Bajo dicha premisa, la ejecución de la transacción no debería poner en riesgo el cobro de los créditos de los acreedores de las partes de la misma y, por tanto, tales acreedores no deberían poder cuestionarla.

Sin embargo, si la transacción implicase una disminución del patrimonio o la capacidad financiera del adquirente, poniendo en riesgo el cobro de los créditos de sus acreedores, consideramos que tales acreedores sí deberían tener algún recurso para la protección de los mismos, precisamente un derecho de oposición.

Esta es la lógica que subyace al derecho de oposición de los acreedores de la sociedad beneficiaria del bloque patrimonial en una reorganización simple[5] (cuando el valor neto del referido bloque patrimonial es negativo), que está previsto en el Anteproyecto de la –nueva– Ley General de Sociedades[6], el cual consideramos es plenamente aplicable para el supuesto descrito en el párrafo precedente.

En efecto, si la capacidad de pago del adquirente se ve afectada (o potencialmente afectada) por la compra de una empresa o negocio, sería razonable que sus acreedores puedan oponerse a dicha compra en aras de proteger el cobro de sus créditos.

Adicionalmente, es preciso señalar que existe cierta regulación desfasada en el tiempo, respecto de la transferencia de cierto tipo de negocios y los derechos de los acreedores derivados de ella, como es el caso de la Ley 2259, promulgada el 29 de septiembre de 1916.

En síntesis, dicha ley regula:

a) La obligación del potencial vendedor de un establecimiento comercial o industrial y el potencial adquirente del mismo de seguir un procedimiento previo, consistente en la publicación de avisos durante quince días en un diario local (designado como órgano oficial por la Corte Superior) para notificar a los acreedores (según entendemos, del vendedor), a efectos de que estos puedan cobrar sus créditos o dejar constancia de los mismos.

b) Las consecuencias de que la transferencia del establecimiento comercial o industrial se realice observando el procedimiento antes mencionado, las cuales implican en esencia la generación de una responsabilidad solidaria entre vendedor y adquirente por las deudas que consten en los libros del establecimiento, así como las contraídas en favor de las personas presentadas durante el citado procedimiento, que estén debidamente acreditadas y se refieran a las operaciones del establecimiento transferido.

c) Las consecuencias de que la transferencia del establecimiento comercial o industrial no se realice sin observar el aludido procedimiento, las cuales implican la responsabi-

[5] A mayor abundamiento sobre la figura de la reorganización simple puede consultarse a Hernández (2003).

[6] Anteproyecto de la –nueva– Ley General de Sociedades.

Artículo 378.- Reorganización simple con transferencia de bloque patrimonial de valor neto negativo

[…]

2. El acreedor de la sociedad beneficiaria del bloque patrimonial, aunque su crédito esté sujeto a condición o plazo, puede solicitar que se declaren ineficaces respecto de él, los actos que disminuyan el patrimonio o la capacidad financiera de la sociedad resultante del proceso de reorganización simple y siempre que dicha afectación ponga en riesgo el cobro del crédito del acreedor que se opone. En este supuesto el derecho de oposición se regula por lo dispuesto en el artículo 197 […] (2021).

lidad solidaria del vendedor y el adquirente por todas las deudas contrarías antes de la transferencia y que se refieran a las operaciones del establecimiento transferido.

Como se puede advertir, si, como regla general, los acreedores de las partes de un M&A de activos no deberían poder cuestionar la transacción, con mucha mayor razón no deberían, como regla general también, poder imputarle responsabilidad solidaria al adquirente por las deudas del transferente, así estas estén asociadas a la empresa o negocio adquirido.

Si el M&A de activos es una operación real y a valor de mercado, las reglas previstas en la Ley 2259 no tienen algún fundamento legal o económico que las respalde. Además, su vigencia y aplicación actual, queda desfasada, en nuestra opinión, al tener como base un mecanismo anacrónico y no practicable actualmente.

Finalmente, somos de la opinión de que los acreedores del vendedor en un M&A de activos (operación real y a valor de mercado), deberían canalizar cualquier eventual reclamo al propio vendedor, que en términos patrimoniales netos ha intercambiado el valor de un negocio o empresa en marcha (M&A de activos) por dinero a valor de mercado, no generando consecuencia alguna para el adquirente, salvo el supuesto de sus propios acreedores, ya comentado.

D. Responsabilidad del comprador: persecutoriedad laboral y solidaridad tributaria

En el Perú la transferencia de un negocio o empresa en marcha, mediante el M&A de activos, presenta riesgos adicionales, a saber: (i) persecutoriedad laboral; y (ii) solidaridad tributaria.

En efecto, los acreedores laborales del vendedor pueden, bajo ciertas circunstancias, ejercer acciones persecutorias contra el comprador respecto de los activos adquiridos, a efectos de hacer cobro de las deudas laborales que mantenga el vendedor frente a dichos acreedores (la denominada 'persecutoriedad laboral'); y (ii) la Administración Tributaria puede imputar responsabilidad solidaria al comprador de los activos por las deudas tributarias del vendedor de los mismos (la denominada 'solidaridad tributaria'), para hacer cobro de tales deudas.

Estas dos figuras, la persecutoriedad laboral y la solidaridad tributaria, en nuestra opinión, desnaturalizan la esencia de la adquisición de una empresa o negocio en marcha, por medio de un M&A de activos, en la cual uno busca –entre otros aspectos– predictibilidad clara de lo que adquiere, en términos de activos y pasivos, tanto que los selecciona y escoge según sus intereses. Estas dos figuras, en principio, neutralizan el efecto del *cherry picking*, introduciendo innecesarios riesgos en el uso del M&A de activos.

No es objeto del presente artículo realizar un análisis pormenorizado de las figuras antes mencionadas (esto es, la persecutoriedad laboral[7] y la solidaridad tributaria[8]). Por ello, nos limitaremos a hacer una breve reseña de su alcance normativo y los problemas que su aplicación puede generar en operaciones de M&A de activos.

En lo que concierne a la persecutoriedad laboral, esta se encuentra regulada en el Decreto Legislativo 856, cuyos artículos 2 y 3 señalan textualmente lo siguiente:

> Artículo 2.- Los créditos laborales a que se refiere el artículo anterior tienen prioridad sobre cualquier otra obligación de la empresa o empleador. **Los bienes de éste se encuentran afectos al pago del íntegro de los créditos laborales adeudados**. Si éstos no alcanzaran el pago se efectuará a prorrata.
>
> El privilegio se extiende a quien sustituya total o parcialmente al empleador en el Pago directo de tales obligaciones.
>
> Artículo 3.- **La preferencia o prioridad citada en el artículo precedente se ejerce, con carácter persecutorio de los bienes del negocio, solo en las siguientes ocasiones**:
>
> a) Cuando el empleador ha sido declarado insolvente, y como consecuencia de ello se ha procedido a la disolución y liquidación de la empresa o su declaración judicial de quiebra. La acción alcanza a las transferencias de activos fijos o de negocios efectuadas dentro de los seis meses anteriores a la declaración de insolvencia del acreedor;
>
> b) En los casos de extinción de las relaciones laborales e incumplimiento de las obligaciones con los trabajadores por **simulación o fraude a la ley**, es decir, cuando se compruebe que el empleador injustificadamente disminuye o distorsiona la producción para originar el cierre del centro de trabajo **o transfiere activos fijos a terceros o los aporta para la constitución de**

[7] Para más información sobre este tema, véase a Zegarra (2006).

[8] Para más información sobre este tema, véase a Hernández Berenguel (2006).

> **nuevas empresas, o cuando abandona el centro de trabajo** (1996) [el énfasis es nuestro].

Según se puede apreciar de las disposiciones citadas, la acción persecutoria respecto de los activos del vendedor/empleador que son objeto de transferencia se configura, al menos según el texto de la norma, en los casos de extinción de relaciones laborales e incumplimiento de las obligaciones laborales por fraude a la ley (o simulación).

Sin embargo, la Corte Suprema ha interpretado que las condiciones establecidas en el artículo 3 del Decreto Legislativo 856 para que proceda la persecutoriedad de bienes no resultan compatibles con la Constitución, específicamente con su artículo 24[9], que regula la prioridad de los créditos laborales, como consecuencia de lo cual se ha venido inaplicando el aludido artículo 3 del Decreto Legislativo 856, vía la figura del control difuso[10].

De ese modo, con la postura adoptada por la Corte Suprema, en el sentido de prescindir de la necesidad de acreditar como requisito para estimar una acción persecutoria que la transferencia de activos responda a un acto en fraude a la ley, se ha generado que la referida figura se aplique sin límite alguno, extendiéndose a casos en los que tal aplicación no resultaría razonable por no estar inmersos en fraude a la ley.

Como no podría ser de otra manera, esta aplicación jurisprudencial poco razonable de la persecutoriedad laboral, con el riesgo que conlleva, es un aspecto más que puede incidir significativamente a la hora de decidir si se adquiere una empresa o negocio vía M&A de activos.

Por su parte, en lo que concierne a la solidaridad tributaria (en materia de adquisición de activos), esta se encuentra regulada en el artículo 17 del Código Tributario, el cual, en su parte pertinente, señala lo siguiente:

> Artículo 17.- Responsables solidarios en calidad de adquirentes
>
> Son responsables solidarios en calidad de adquirentes:
>
> […]
>
> 3. Los adquirentes del activo y/o pasivo de empresas o entes colectivos con o sin personalidad jurídica.
>
> En los casos de reorganización de sociedades o empresas a que se refieren las normas sobre la materia, surgirá responsabilidad solidaria cuando se adquiere el activo y/o el pasivo.
>
> […] (1996).

Una primera observación que ha merecido esta norma es que, por la forma en que está redactada, podría dar lugar a una interpretación por la cual la responsabilidad solidaria podría generarse en cualquier transferencia de activos y/o pasivos de una empresa, sin límite o parámetro alguno.

Al respecto, si bien la Administración Tributaria ha ido esbozando los alcances de la solidaridad tributaria (a través de informes y jurisprudencia), la falta de parámetros en la propia norma que permitan una aplicación razonable de la misma es un aspecto que genera preocupación en cualquier potencial adquirente de activos pues nada obsta para que, ante la ausencia de tales parámetros normativos, la Administración Tributaria pueda modificar los criterios (reglas de juego) que ha venido aplicando hasta ahora.

---

9 Artículo 24.-

[…]

El pago de la remuneración y de los beneficios sociales del trabajador tiene prioridad sobre cualquiera otra obligación del empleador.

[…] (1996)

10 Casación 2335-2003 del 10 de noviembre de 2004, la cual, en su quinto y sexto considerandos señala lo siguiente:

> Quinto.- Pues bien, el artículo 24 de la Constitución Política establece, en su segundo párrafo, que ´El pago de la remuneración y de los beneficios sociales del trabajador tiene prioridad sobre cualquiera otra obligación del empleador´. Es decir, que dicha norma constitucional no establece ningún requisito o condición previa para que los trabajadores sean pagados de manera preferente a otros acreedores. Sin embargo, el Decreto Legislativo número 856, en sus artículos 3 y 4, establece condiciones no previstas por el legislador constituyente, es decir, el contenido del citado Decreto Legislativo resulta incompatible con lo normado en la Constitución. Consecuentemente con lo anterior, **la aplicación de los artículos 3 y 4 del Decreto Legislativo número 856 importaría la violación de los principios de jerarquía del ordenamiento jurídico, de supremacía de la Constitución y del indubio pro operario**, previstos en las normas constitucionales transcritas en el cuarto considerando de esta resolución [el énfasis es nuestro].
>
> Cabe mencionar que el criterio adoptado en la Casación 2335-2003 se ha mantenido, pudiéndose apreciar ello, por ejemplo, en un pronunciamiento emitido por la Sala de Derecho Constitucional y Social Permanente de la Corte Suprema de la República, a propósito de absolver la consulta tramitada bajo el Expediente 303-2020-La Libertad de fecha 30 de setiembre de 2020.

Ello sin perjuicio de que, hoy en día, tales criterios implican, en términos generales, que, sobre la base de su alegada responsabilidad solidaria, el comprador pueda terminar asumiendo el íntegro de las deudas tributarias del vendedor que se hayan generado de forma previa a la transferencia de los activos.

En efecto, si bien en diversos pronunciamientos de la Administración Tributaria se ha establecido que la solidaridad tributaria bajo comentario se configura cuando estamos frente a la transferencia de activos que, vistos como una fuente generadora de ingresos para el vendedor, afecten –significativamente– su capacidad para cumplir con sus obligaciones tributarias[11], la Administración Tributaria también ha establecido que la responsabilidad del adquirente no se limita al valor de los bienes adquiridos, sino a toda la deuda tributaria a cargo del vendedor generada a la fecha de la transferencia[12].

Este es, sin lugar a duda, un criterio que debería ser revisado si se tuviese la intención de dotar al M&A de activos de reglas especiales que propicien su predictibilidad y razonabilidad.

Es importante advertir que la posible aplicación de las figuras bajo comentario (persecutoriedad laboral y solidaridad tributaria) a una operación de M&A de activos incide significativamente en su estructura toda vez que el adquirente se verá forzado a buscar coberturas especiales para minimizar el riesgo de exponerse a contingencias que, en realidad, no le atañen. Tales coberturas implicarán un proceso de *due diligence* más complejo que incluya la revisión de la situación laboral y tributaria del transferente –cuando no debería abarcar dicha situación–, solicitar mayores declaraciones y garantías para tratar adecuadamente dichas materias y, eventualmente, solicitar un depósito en garantía (*escrow*) mayor para poder cubrir posibles contingencias laborales y tributarias de responsabilidad del transferente.

IV. UNA REGULACIÓN SOBRE M&A DE ACTIVOS

Los problemas descritos en relación con el M&A de activos en el Perú originan una serie de costos y barreras que limitan su uso. Está claro que el M&A de activos es una modalidad de los M&A que puede atender distintas necesidades de comprador y de vendedor. Así, hay circunstancias en donde a las partes de una transacción puede interesarles ejecutar un M&A de activos por encima de una compraventa de acciones.

Hemos explicado varias de esas razones y descrito un grupo de dificultades que afectan la realización de un M&A de activos, originando que, a veces, se frustre la transacción de M&A o que las partes deban escoger una modalidad transaccional menos acorde con sus intereses (y, por ende, más costosa para su caso) para evitar frustrar la operación. Ambas situaciones evitan, total o parcialmente, que la transacción de M&A se ejecute o realice con menores costos de transacción.

Una forma para rebajar el impacto de las dificultades que conllevan la realización de un M&A de activos en el Perú, se puede lograr combinando reorganizaciones societarias y compraventa de acciones que apunten a trasladar, vía bloque patrimonial, la empresa o negocio en marcha que se desea adquirir y, luego, se transfieran acciones de la sociedad receptora. Pero, nuevamente: más tiempo, costos y operaciones, en lugar de una transacción directa, sumado al hecho de que no siempre serán posibles esas vías alternativas.

En tal sentido, consideramos conveniente introducir una regulación, con rango de ley en el Perú sobre el M&A de activos, debiendo esa regulación atender los siguientes temas:

A. Definición de M&A de activos

El M&A de activos no es cualquier compra de activos; el M&A de activos, como modalidad de M&A, debe estar referida a la compra de un negocio o empresa en marcha.

De este modo, proponemos identificar el M&A de activos como aquel referido a la adquisición o transferencia de un negocio, de una empresa o de un fondo empresarial[13] (activos y pasivos vinculados a una o más actividades empresariales).

[11] Véase, por ejemplo, las Resoluciones del Tribunal Fiscal 05357-3-2017 y 07299-10-2017, así como los Informes 097-2019-SUNAT/7T0000 y 173-2019-SUNAT, emitidos por SUNAT.

[12] Véase, por ejemplo, el Informe 085-2019-SUNAT, así como la Resolución del Tribunal Fiscal 08394-2-2019.

[13] Sobre el 'fondo empresarial' cabe mencionar que, si bien es un concepto previsto en la legislación societaria (bajo el concepto de 'aporte' en el artículo 28 de la LGS y en literal f) del artículo 35 del Reglamento del Registro de Sociedades o bajo el concepto de 'bloque patrimonial' en el artículo 369 de la LGS), esta no contempla una definición del mismo. No obstante, para entender su alcance podría ser útil acudir a la definición que se propuso en el Anteproyecto de la -nueva- Ley General de Sociedades, que señala: "Un fondo empresarial. Se entiende por fondo empresarial al activo o conjunto de activos que se encuentran vinculados económicamente con uno o más pasivos como una unidad de negocios" (1997).

No será un M&A de activos la compra de un activo o más de un activo aislados; eso es una compraventa de bienes, cuyo tratamiento civil es claro. Las dificultades planteadas en este artículo se generan de la adquisición o transferencia de un negocio o una empresa o un fondo empresarial en marcha.

B. Regla de transferencia de propiedad y fecha de entrada en vigencia

El M&A de activos debería tener una regla de transferencia de propiedad y de fecha de entrada en vigencia única.

Asimilando lo que sucede en materia de reorganizaciones societarias en el Perú, el negocio o empresa en marcha materia del M&A de activos debería tener una regla de transferencia de propiedad a título universal y en bloque, reconociendo que el contrato de M&A de activos será el título de esa transferencia única.

Como hemos descrito, la transferencia de un negocio o empresa en marcha puede contener distintos tipos de bienes y relaciones jurídicas que le hacen a la esencia de lo transferido. Establecer una regla de transferencia de propiedad única, a título universal y en bloque, permitirá –al igual que las reorganizaciones societarias en el Perú– que todos los activos, pasivos, derechos, obligaciones, relaciones jurídicas y cuanto se haya identificado en la transacción como el objeto del negocio o empresa en marcha, sea transferido en un solo momento o por ese solo acto.

Lo anterior reviste especial importancia cuando estamos frente a un negocio o empresa en marcha con bienes sujetos a reglas de transferencia de propiedad distintas conforme a nuestro ordenamiento y con múltiples contratos cuya cesión no sería posible efectuar de forma directa.

Las partes de una transacción de M&A de activos pueden utilizar figuras del derecho civil (en referencia a las modalidades del negocio jurídico, como la **condición** o el **plazo**) para lograr que la transferencia de propiedad se produzca en un único momento para todos los activos involucrados, pero ello genera pactos especiales y, eventualmente, mayores costos. Otro extremo del problema se agrava para el caso de la transferencia de las relaciones jurídicas asociadas a la empresa o negocio en marcha que se adquiere, como es el caso de los diversos contratos que pueden existir (con clientes, proveedores, entre otros), pues implica que deban ser trasladados individualmente, siendo que, en algunos casos, dicho traslado podría requerir el consentimiento previo de los terceros que son parte de los mismos. Según la magnitud del negocio, la carga de trasladar individualmente las relaciones jurídicas podría hacer inviable la transacción.

La regla de transferencia de propiedad única, a título universal y en bloque, es una necesidad en materia de M&A de activos. En ese sentido, al introducir esa regla, en nuestra opinión, otra necesidad sería complementarla con la posibilidad de pactar una fecha de entrada en vigencia del M&A de activos –como en las reorganizaciones societarias–, dotando de efectos legales, tributarios y contables a la transacción en la fecha que las partes elijan.

C. Regla de transferencia automática o mantenimiento de títulos habilitantes

Siendo el M&A de activos la trasferencia de un negocio o empresa en marcha, el comprador debería poder seguir operando el negocio o empresa adquirida sin interrupción alguna. En tal sentido, es fundamental que todos y cada uno de los títulos habilitantes que estén asociados al negocio o empresa en marcha adquiridos se transfieran automáticamente al comprador, de forma tal que este quede liberado de la carga –no menor– de gestionar nuevamente tales títulos habilitantes. Con ello, se podría asegurar la continuidad del negocio adquirido y eliminar los riesgos de conducirlo sin los títulos habilitantes requeridos.

La regulación que se propone implementar podría adoptar reglas semejantes a las previstas en el artículo 6 del Decreto Legislativo 1310, las cuales establecen la transferencia automática de títulos habilitantes (salvo en materia de recursos hidrobiológicos) para el caso de reorganizaciones societarias.

La razonabilidad de la regulación que se propone es muy fácil de inferir: el M&A de activos, entendida como la transferencia de un negocio, empresa o fondo empresarial (en marcha), implica fundamentalmente un cambio de titular de dicho negocio, empresa o fondo empresarial, es decir un cambio nominal y no una modificación sustancial en las condiciones bajo las cuales tales títulos habilitantes fueron otorgados. Claramente, si por alguna razón tales condiciones variasen materialmente como parte o consecuencia de la transacción, la regla de transferencia automática podría no aplicar o la revocación de los títulos habilitantes podría proceder (como está previsto también en el artículo 6 del Decreto Legislativo 1310).

D. Reglas sobre derechos de los acreedores

Es importante que la regulación que se propone implementar tenga reglas respecto de los derechos de los acreedores, en lo que se refiere a la posibilidad de que puedan cuestionar la transacción.

En nuestra opinión, dicha regulación debería contemplar que los únicos acreedores que tendrían título para cuestionar la transacción serían los del adquirente de la empresa o negocio en marcha, cuando la transacción genere una disminución de su patrimonio o su capacidad financiera, poniendo en riesgo el cobro de sus créditos.

Como mencionamos en el título C del acápite III (Derechos de los acreedores) precedente, la regulación propuesta debería seguir el mismo criterio que el previsto en el Anteproyecto de la nueva LGS para el caso de la reorganización simple cuando el bloque patrimonial transferido tiene valor neto negativo y genera una disminución en el patrimonio o capacidad financiera del receptor del referido bloque, siempre que ello ponga en riesgo el cobro de los créditos de sus acreedores.

En línea con ello, debería regularse también:

a) El plazo que los acreedores antes mencionados tendrán para ejercer su derecho de oposición y desde qué momento se computa. Este asunto nos lleva a pensar que resultaría conveniente incluir algún tipo de mecanismo que permita publicitar la transacción, de forma tal que los acreedores puedan tomar conocimiento de la misma y, de ser el caso, ejercer su derecho de oposición, en caso correspondiese. Dicho mecanismo puede ser la publicación en diarios, como sucede con las reorganizaciones societarias.

b) El procedimiento que deben seguir los acreedores para ejercer su derecho de oposición.

c) Las consecuencias de que los acreedores no ejerzan oportuna o adecuadamente su derecho de oposición, así como las consecuencias para la transacción en caso sí lo haga.

Finalmente, debería disponerse de forma expresa que la Ley 2259 (de 1916) queda totalmente derogada, a efectos de evitar posibles dudas respecto de su vigencia, debido a que sus reglas no tienen fundamento legal o económico que las respalden.

E. Inaplicación de persecutoriedad laboral y solidaridad tributaria, salvo fraude

Otro de los aspectos centrales que debería tener un tratamiento en la regulación que se propone sobre M&A de activos es la eliminación de la persecutoriedad laboral y la solidaridad tributaria.

En línea con lo explicado en la sección D del acápite III (Responsabilidad del comprador: persecutoriedad laboral y solidaridad tributaria) precedente, la ausencia de una adecuada regulación o la aplicación poco razonable de las figuras bajo comentario pueden ser potente desincentivo para elegir un M&A de activos, a pesar de las diversas ventajas que podría tener para las partes de la transacción.

En esta línea, nuestra sugerencia es eliminar la persecutoriedad laboral y la solidaridad tributaria del ámbito del M&A de activos, salvo en caso de fraude o alguna conducta ilícita análoga.

F. Acuerdo corporativo de M&A de activos

El Anteproyecto de la nueva LGS, en su artículo 105.1 e), establece que se requiere acuerdo de junta general de accionistas para: acordar la adquisición, enajenación o constitución de gravámenes o cargas respecto de activos fijos y/o no negociables cuyo valor contable exceda el veinticinco por ciento del valor total de los activos que figuren en el último estado de situación financiera aprobado.

Esta norma nos parece adecuada y, mientras el Anteproyecto no sea ley, consideramos que una regulación del M&A de activos debería contener una regla similar.

La razón de ser de una regla como esta radica en la materialidad estructural que una disposición de activos puede tener en una sociedad, no existiendo razón alguna para que no tenga el mismo tratamiento de acuerdo corporativo que el de una reorganización societaria, pero con mínimos de impacto patrimonial. Así, cumplida esa condición, no debería ser solo una decisión de los órganos administradores, sino de la misma junta general de accionistas.

V. CONCLUSIONES

a) Las fusiones y adquisiciones constituyen un mecanismo para transferir la propiedad o control de un negocio o empresa en marcha, con una racionalidad económica particular (que la diferencia de las transferencias 'ordinarias' de bienes), que es la clara vocación del comprador de generar para sí mayores beneficios económicos mediante la explotación comercial del negocio o empresa adquirido (usualmente con la implementación de una serie de reformas orientadas a la generación de eficiencias y la maximización de ingresos).

b) El M&A de activos, como modalidad de las fusiones y adquisiciones, es una figura que presenta ciertas particularidades respecto de otros mecanismos de adquisición de negocios o empresas (especialmente respecto de la compraventa de acciones), como (i) la posibilidad de elegir los activos –y pasivos–

que se desean adquirir; (ii) un proceso de *due diligence* acotado a la empresa o negocio en marcha que se adquiere (y no a toda la sociedad que los transfiere); (iii) un proceso de valorización acotado también; (iv) un régimen de declaraciones y garantías enfocado fundamentalmente en la empresa o negocio que se adquiere; y (v) una plena identificación del titular de dicha empresa o negocio en marcha.

c) Sin embargo, en Perú existen diversos problemas de índole legal que generan que, a pesar de que el M&A de activos pueda responder a las necesidades de las partes, estas terminen recurriendo a mecanismos alternativos, haciendo que la transacción sea menos eficiente y más costosa.

d) Estos problemas están relacionados a: (i) la transferencia de propiedad de los activos; (ii) la continuidad de títulos habilitantes; (iii) los derechos de los acreedores; y (iv) la persecutoriedad laboral y solidaridad tributaria.

e) En este contexto, dado que el M&A de activos no cuenta con una regulación especial en nuestro ordenamiento jurídico, en este artículo proponemos la implementación de una regulación, con rango de ley, que aborde las siguientes situaciones: (i) definición legal del M&A de activos; (ii) regla de transferencia de propiedad y fecha de entrada en vigencia; (iii) la transferencia automática o mantenimiento de títulos habilitantes; (iv) derechos de acreedores; (v) eliminación de persecutoriedad laboral y solidaridad tributaria; y (vi) acuerdo corporativo.

f) Por ello, en nuestra opinión, el objetivo central de la regulación que se propone implementar no es otro que eliminar las trabas legales que, sin ninguna justificación lógica o razonable, presenta el M&A de activos, de forma tal que dichas trabas no influyan –negativamente– en la decisión de las partes de optar por uno u otro mecanismo para llevar a cabo la transferencia de propiedad o control de un negocio o empresa en marcha y podamos ver más M&A de activos en el mercado peruano.

REFERENCIAS

Acosta, T. (2021). La due diligence legal previa a la adquisición de empresa. En R. Quetglas, & M. Jordano, *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas* (pp. 79-112). Wolters Kluwer.

Congreso de la República (2021). *Anteproyecto de la Ley General de Sociedades*. https://www.gob.pe/institucion/minjus/informes-publicaciones/1941768-anteproyecto-de-la-ley-general-de-sociedades

García de Enterría, J. (2021). Aspectos generales de las operaciones de adquisición de empresas. En R. Quetglas, & M. Jordano, *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas* (pp. 45-64). Wolters Kluwer.

Hernández, J.L. (2003). Apuntes sobre la reorganización simple en la legislación peruana. En O. Hundskopf Exebio, *Tratado de Derecho Mercantil*. Gaceta Jurídica

Herrera, A. (2021). El contrato de compraventa de activos. Aspectos generales de las operaciones de adquisición de empresas. En R. Quetglas, & M. Jordano, *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas* (pp. 387-415). Wolters Kluwer.

Mascareñas, J. (2005). *Razones económicas de las fusiones y adquisiciones de las empresas*. McGraw Hill.

Payet, J. (2009). Reflexiones sobre el contrato de compraventa de empresas y la responsabilidad del vendedor. *En Ius Et Veritas*, (39), 66-100.

Zegarra, M. (2006). *Superprivilegio y persecutoridad del crédito laboral. Incidencia en el crédito y la transferencia de bienes. Legal Express*. Gaceta Jurídica.

LEGISLACIÓN, JURISPRUDENCIA Y OTROS DOCUMENTOS NORMATIVOS

Sala Civil Permanente de la Corte Suprema de Justicia de la República del Perú, 10 de noviembre de 2004, Casación 2335-2003-Lambayeque (Perú).

Código Tributario [CT], Decreto Legislativo 816, Diario Oficial *El Peruano,* 21 de abril de 1996 (Perú).

Decreto Legislativo 856, Precisan alcances y prioridades de los créditos laborales, Diario Oficial *El Peruano*, 4 de octubre de 1996.

Decreto Legislativo 1310, Decreto Legislativo que aprueba medidas adicionales de simplificación administrativa, Diario Oficial *El Peruano,* 30 de diciembre de 2016 (Perú).

Ley 2259, Traspaso de establecimientos comerciales o industriales, Diario Oficial *El Peruano,* 21 de septiembre de 1916.

Ley 26887, Ley General de Sociedades, Diario Oficial *El Peruano*, 5 de diciembre de 1997 (Perú).

10.18800/themis.202302.012

EL AJUSTE DE PRECIO EN UN CONTRATO DE TRANSFERENCIA DE ACCIONES

THE PRICE ADJUSTMENT IN A STOCK TRANSFER CONTRACT

Guillermo Ferrero Álvarez-Calderón*
Pontificia Universidad Católica del Perú

Alessandro Mussio González**
Philippi Prietocarrizosa Ferrero DU & Uria

In this article, the authors highlight the importance of setting the price of shares as a preliminary step for transferring them in the context of corporate mergers and acquisitions.

To this end, they analyze the different mechanisms available to the parties to make a price adjustment that makes the valuation reasonable, proportional, and durable. Finally, it is discussed which of these mechanisms is more convenient and efficient for the buyers and sellers, considering the particularities of each one of them.

Keywords: Mergers and acquisitions; mechanisms; price adjustment; shares; transfers.

En el presente artículo los autores rescatan la importancia de la fijación del precio de las acciones como una etapa previa para transferirlas en el seno de las fusiones y adquisiciones empresariales.

Para ello, se analizan los distintos mecanismos con los que cuentan las partes para realizar ajustes de precio que haga razonable, proporcional y duradera la valorización realizada. Finalmente, se aborda cuál de tales mecanismos es de mayor conveniencia y eficiencia para los compradores y vendedores teniendo en cuenta las particularidades de cada uno de ellos.

Palabras clave: Fusiones y adquisiciones; mecanismos; ajuste de precios; acciones; transferencias.

* Abogado. Magíster en Derecho por la Universidad de Nueva York y MBA por la Universidad de Cambridge. Profesor de la Pontificia Universidad Católica del Perú (PUCP) y de la Universidad de Lima. Socio de Philippi Prietocarrizosa Ferrero DU & Uría. Contacto: guillermo.ferrero@ppulegal.com

** Abogado. Magíster en Derecho por la Universidad de Georgetown. Asociado Senior de Philippi Prietocarrizosa Ferrero DU & Uría. Contacto: alessandro.mussio@ppulegal.com

Nota del Editor: El presente artículo fue recibido por el Consejo Ejecutivo de THĒMIS-Revista de Derecho el 16 de octubre de 2023, y aceptado por el mismo el 16 de noviembre de 2023.

I. INTRODUCCIÓN

Una parte esencial en la adquisición de un negocio mediante una operación de fusiones y adquisiciones (en adelante, M&A por sus siglas en inglés) es la determinación del precio: sin precio, no hay transferencia onerosa. El valor de una empresa, línea de negocios, de activos relevantes, de acciones o de derechos[1] es bastante subjetivo y, en ocasiones, se aleja mucho del precio que finalmente las partes acuerdan pagar por este; no obstante, dicho valor siempre sirve como una referencia para que las partes puedan negociar el precio a ser pagado. Por ello, resulta particularmente sensible y complejo determinar el valor del negocio o empresa (la '*target*') que se va a transferir, también denominado como el 'valor empresa' (o '*enterprise value'*).

Si bien existen muchos mecanismos de valorización para determinar el precio de un negocio o empresa cuyas acciones no cotizan en un mercado bursátil, como son, el valor contable o valor en libros, el flujo de caja libre descontado a valor presente, compañías comparables y las transacciones comparables –entre otros–, tal como lo señala Jiménez Herrera:

> Este valor depende primordialmente del potencial de estas acciones de generar flujos de caja en el futuro y este análisis no tiene en cuenta el potencial de generar riqueza de la empresa aislada, sino también los flujos adicionales o marginales que se generarán en la compradora (sinergias). Por eso una empresa puede tener distinto valor para diferentes compradores, ya que el nivel de sinergias generado puede ser diferente (2007, p. 253).

Las valorizaciones son complejas, entre otras razones, debido a la asimetría de información que existe entre el transferente y el adquirente de la *target*, sobre el valor de esta última. Para reducir dicha asimetría de información, sobre todo, en los mercados privados de M&A –de acciones que no cotizan en un mecanismo centralizado de negociación, como es la Bolsa de Valores de Lima–, existen mecanismos que permiten ajustar el precio para que este se acerque a su valor real.

A continuación, explicaremos los principales retos que enfrentan las partes en la negociación del precio en una operación de M&A y los mecanismos con las que estas cuentan para poder alinear sus intereses y concretar la transacción.

II. MECANISMOS COMUNES PARA LA FIJACIÓN DE PRECIO: AJUSTES AL PRECIO

El precio por las acciones de una *target* podrá ser determinado o determinable.

El presente artículo analiza las formas de ajuste al precio o precio determinable, por lo que explicaremos: (i) las 'cuentas de cierre' –diferencias en el capital de trabajo y en la deuda financiera neta–; (ii) el sistema de '*locked box*'; (iii) la existencia de '*earnouts*'; y (iv) los '*clawbacks*', como mecanismos de ajuste al precio. Cabe precisar que para la redacción del presente artículo no hemos considerado los ajustes de precio que suelen generarse por los daños derivados de la falsedad o inexactitud en las declaraciones y aseveraciones otorgadas por el transferente; es decir, la cláusula de indemnidad[2].

A. Definición y utilidad

Se puede entender por 'cláusula de ajuste de precio' como aquella herramienta contractual que permite a las partes alinear sus intereses y perspectivas para llegar a un acuerdo respecto al precio final pactando la posibilidad de que este sea determinable en el tiempo.

Las partes pueden tener valorizaciones distintas de la *target.* Tomando como base su valor empresa, el transferente buscará obtener un precio más alto, mientras que el adquirente no querrá pagar un precio mayor al que considere adecuado. En ese sentido, en la medida en que las partes no superen esta etapa de divergencia y no encuentren la manera de lograr un punto de acuerdo que les permita celebrar y ejecutar la transacción, esta podrá verse demorada e, inclusive, darse por concluida, habiendo empleado las partes recursos de tiempo y económicos innecesarios, sin mencionar los conflictos que se pudieran generar por la información ya revelada respecto a la *target*, sobre todo en transacciones que impliquen la integración horizontal de dos o más competidores.

Es en dicha etapa de la negociación que será de vital importancia considerar la inclusión de las cláusulas de ajuste de precio en el contrato de transferencia de acciones.

B. Metodologías de valorización

Dado que el presente artículo versa sobre las cláusulas de ajuste al precio en las transacciones de M&A, no podemos comenzar su análisis sin previa-

[1] Nos referiremos únicamente a las acciones en adelante.

[2] Véase a Boisset Tizón (2015).

mente introducirnos en las metodologías existentes para valorizar una empresa, ya que será sobre dicho valor que luego se podrán hacer ajustes por adiciones o reducciones al mismo. Si bien son varios los mecanismos para valorizar una empresa[3] nosotros nos centraremos en uno de ellos, el cual es el flujo de caja libre descontado a valor presente.

El flujo de caja libre descontado a valor presente neto nos permite hallar el valor empresa, que incluye una serie de estimaciones de eventos futuros, como son la estimación de ingresos, costos y gastos, la tasa de descuento a la cual se traerán dichos flujos de caja futuros a valores actuales y el valor terminal o las anualidades futuras que generaría aquello que se valoriza.

La importancia de traer a valores actuales el valor futuro de la empresa se incrementa en momentos en lo que el riesgo país aumenta, ya que uno de los elementos fundamentales para valorizar una empresa sobre la base del flujo de caja descontado a valor presente es el riesgo país, que se incluye en la tasa de descuento sobre la cual se traen a valores presentes los flujos futuros de ingresos, costos y gastos. Mientras mayor sea el riesgo país, mayor será la tasa de descuento y menor será la valorización de la empresa en cuestión. Este factor está afectando actualmente a muchas de las empresas situadas en las economías de la Alianza del Pacífico –Chile, Colombia, México y Perú–, debido al sesgo político que dichos países han tomado y el impacto que dicha ideología tiene en los principales factores macroeconómicos, como son el crecimiento del Producto Bruto Interno (en adelante, PBI), la inversión privada, la demanda interna, entre otros.

A dicho valor empresa que mide el valor de la *target* para todos los titulares de derechos sobre ella, se le debe descontar el valor de la deuda financiera neta de caja por dos razones: (i) la deuda financiera representa derechos de crédito que le corresponden a los acreedores financieros de la *target* –neta de caja y equivalentes en efectivo– y no al accionista, por lo que ningún adquirente de acciones de una *target* le pagará a los transferentes por el valor de dicha deuda financiera, donde el obligado al pago es la *target* y el titular del derecho de crédito es el acreedor financiero; y (ii) es neta de caja y equivalentes en efectivo, porque esta puede servir para pagar la deuda y, consecuentemente reducirla –con lo que el precio final será mayor– o, de lo contrario, pagar un dividendo a los accionistas antes de que se complete la transacción; esto último, siempre que la *target* cuente con niveles adecuados de capital de trabajo y utilidades acumuladas o utilidades del ejercicio que le permitan, luego de la distribución, honrar el pago de sus obligaciones a corto y mediano plazo.

Más aún, a dicho a valor empresa se le podrán sumar o restar diferencias por capital de trabajo, que miden la suficiencia del activo corriente para pagar el pasivo corriente. El capital de trabajo tiene cuentas 'vivas' que varían todos los días, como explicaremos más adelante.

El adquirente entonces le pagará al transferente el valor empresa de la *target*, menos la deuda financiera neta y, más o menos, las diferencias de capital de trabajo.

Lo dicho anteriormente nos introduce al primer mecanismo de ajuste al precio que explicaremos a continuación: las 'cuentas de cierre'.

C. Tipos de ajustes de precio

1. Cuentas de cierre (*closing accounts*)

Este mecanismo de ajuste al precio es quizá el más usado en transacciones de M&A. Las cuentas de cierre o '*closing accounts mechanism*' (en adelante, CAM por sus siglas en inglés), luego de hallar el valor empresa, toman como base los estados financieros de la *target* para poder revisar sus principales cuentas contables, como son el capital de trabajo y la deuda financiera neta.

A través del CAM, como mecanismo de fijación de precio, las partes establecen un precio preliminar por las acciones de la *target* a ser pagado por el adquirente a la fecha de cierre[4]. Con posterioridad a esta y en virtud de los resultados financieros de la *target*, validados por el adquirente, o por un tercero, se establecerán las diferencias por capital de trabajo y la deuda financiera neta.

Como puede apreciarse, para efectos de establecer adecuadamente el precio a través de este mecanismo será necesario conocer y constatar lo siguiente.

[3] Véase a Ferrero Álvarez-Calderón (2003).

[4] Se entiende por fecha de cierre el momento en el cual se producirá la transferencia de acciones y se pagará el precio o parte de este. Por otro lado, la fecha de firma es el momento en el cual se suscribe el contrato de transferencia deacciones. Si bien ambas fechas pueden coincidir, a menudo, se tratan de momentos distintos, debido a que para el cierre se puede requerir de una autorización de una entidad del Estado (por ejemplo, la Superintendencia de Banca y Seguros, el Instituto Nacional de Defensa de la Competencia y de la Protección de la Propiedad Intelectual u otros).

a. Proyección

Realizar una proyección adecuada de las cuentas por cobrar y la deuda financiera neta de caja a ser logrados por la *target* a la fecha de cierre de la transacción.

b. Determinación de cuentas contables

Establecer con claridad en el contrato de transferencia de acciones las cuentas, partidas o conceptos en virtud de los cuales se podrá realizar el ajuste del precio por capital de trabajo, y deuda financiera neta, como se explican a mayor detalle en el numeral '*d.*' siguiente.

c. Asignación de un tercero dirimente

Designar a un auditor dirimente que tendrá por función realizar, en caso de conflicto entre las partes, los cálculos para el reajuste de precio o, en todo caso, confirmar lo que el adquirente había presentado al transferente, siempre que no exista acuerdo entre ellos.

d. Tipos de ajustes a las cuentas de cierre

Los principales conceptos para el reajuste de precio son:

– Ajuste de precio con base en las diferencias en el capital de trabajo

Para entender el concepto y funcionamiento del capital de trabajo nos ceñimos a lo mencionado por Weston y Brigham:

> 2. El capital de trabajo neto se define como los activos circulantes corrientes menos los pasivos circulantes corrientes.
> 3. La razón circulante corriente, […], se calcula dividendo los activos circulantes corrientes entre los pasivos circulantes corrientes, y tiene como finalidad medir la liquidez de una empresa […].
> 4. La razón rápida, o prueba ácida, también tiene como finalidad medir la liquidez y se obtiene sustrayendo los inventarios de los activos circulantes corrientes y posteriormente dividiendo entre los pasivos circulantes corrientes […].
> 6. La política de capital de trabajo se refiere a las políticas básicas de la empresa referentes a 1) los niveles fijados como meta para cada categoría de activos circulantes corrientes y 2) la forma en que se financiarán los activos circulantes corrientes (1994, pp. 454-455).

Dentro del activo corriente se encuentran partidas, como los insumos, los productos en proceso, los inventarios, los productos finales para la venta, las cuentas por cobrar, los pagos anticipados de impuesto a la renta y todo activo que pueda ser convertido en efectivo dentro del periodo de un año.

En el pasivo corriente tendremos las cuentas por pagar a los proveedores, la deuda de corto plazo con los trabajadores y las entidades recolectoras de tributos, ciertas provisiones y cualquier otra deuda pagadera en el periodo de un año.

En cuanto al ajuste de precio por diferencias de capital de trabajo (activo corriente menos pasivo corriente), este se producirá en la medida en la que el capital de trabajo proyectado para la fecha de cierre no se haya alcanzado o haya sido superado, en cuyo caso, la diferencia deberá ser pagada al transferente o al adquirente, respectivamente.

Nos explicamos, si al tiempo de hacer su oferta, el adquirente asumió que la *target* debía tener un capital de trabajo positivo de S/ 5 000 000 (cinco millones)–, es decir, activo corriente superior al pasivo corriente– y al cierre se verifica que realmente el capital de trabajo cerró en S/ 1 000 000 (un millón), entonces la empresa tendrá menos activo corriente por S/ 4 000 000 (cuatro millones), por ende a disminuido su valor por dicha cantidad. Ergo, el precio se tiene que ver reducido por dicha cifra.

– Ajuste de precio por deuda financiera neta

El valor de la *target* es diferente al valor de las acciones debido a que este incluye la deuda financiera neta, de la cual son titulares los acreedores financieros y no los accionistas.

Además, la valorización de las acciones tiene que efectuarse de manera neta de la caja de la *target* al cierre, dado que, como lo hemos mencionado, la caja de la *target* podría usarse para pagar a los acreedores financieros, bajando la deuda, o de lo contrario la junta general podría acordar el pago de un dividendo en favor de sus accionistas. Más aún, es relevante tener en cuenta que, si la deuda no generara intereses, esta debiera estar capturada en el pasivo corriente y, consecuentemente, en el cómputo del capital de trabajo, al cual ya nos hemos referido anteriormente.

2. Caja cerrada (*locked box*)

El mecanismo de *locked box* o caja cerrada propone un precio fijo a ser pagado por el adquirente al transferente que será reajustado únicamente en virtud de la ocurrencia de fugas de dinero (*leakages*) generadas por la realización de actos no permitidos por el transferente en determinado periodo de tiempo. En esta situación el adquirente y el transferente establecen aquellas cuentas

contables que no podrían disminuir debido a que el transferente aún tiene el control sobre la caja y el efectivo de la *target*. Pareja Cordero indica que esta forma de determinación de precio es sumamente común en los últimos años y que se utiliza principalmente "cuando la compañía tiene madurez, es decir, presencia en el mercado por un número importante de años y, por tanto, posee una estadística y un comportamiento medible en el tiempo" (2022, p. 240). Además, señala el autor "ahorra el desgaste que puede surgir de la discusión acerca del método de valorización de la *target* que va a emplear el comprador para efectos de establecer el precio final" (2022, p. 241).

En ese sentido, el "precio se establece teniendo en cuenta como base los estados financieros (balance de referencia) de la *target* a una fecha concreta lo más cercana al día de la firma o suscripción del contrato" (Pareja, 2022, p. 239).

A través del mecanismo de caja cerrada, las partes establecen dos fechas principales: la fecha de referencia (*locked box date*) y la fecha de cierre (*closing date*). En ese sentido, en el *locked box date*, que típicamente es la fecha de firma del contrato de transferencia, el adquirente y el transferente determinarán el precio a ser pagado para la adquisición de las acciones de la *target.*

Luego de ello existirá un periodo intermedio entre ambas fechas (la fecha del *locked box date* y la del *closing date*) denominado '*interim period*'. En ese período, las partes establecerán obligaciones en las cuales se obligan a que la *target* mantenga el curso ordinario de los negocios. Pareja Cordero añade que:

> A fin de asegurarse que no existirán cambios de importancia o materiales durante el período intermedio (entre la suscripción y la consumación) que alteren la ecuación económica del contrato por el deterioro económico de la *target*, es corriente que en el contrato de compraventa de acciones se pacte que la *target* solo realizará pagos que correspondan a la actividad regular de esta y que no realizará pagos a favor del vendedor, accionistas o partes vinculadas o relacionadas a este por ningún concepto, desde la fecha del balance de suscripción hasta la fecha de consumación (2022, p. 240).

Transcurrido el *interim period*, el adquirente pagará el precio al transferente una vez que se cumplan las condiciones para el cierre de la transacción. El único ajuste al precio podrá ocurrir por la determinación, o no, de la fuga de dinero (*leakages*) que se hubiera efectuado entre el *locked box date* y el *closing date*.

Ahora bien, en principio, este mecanismo no cuenta con la posibilidad de reajustar el precio por eventos que ocurran de manera posterior a la fecha de cierre o a la fecha que determinen las partes. Esto quiere decir que "el precio que se fijó en base a los balances cerrados para la fecha de los estados financieros o balances de suscripción se mantiene, y no se ajusta en razón de los estados financieros o balances de consumación o cierre" (2022, p. 241). En ese sentido, el ajuste se efectúa en la fecha de cierre o en una fecha posterior determinada por las partes mediante una revisión de las cuentas contables y la firma de un certificado donde se indican las fugas de dinero (*leakages certificate*). Este certificado, al igual que en el caso de las cuentas de cierre, puede ser cuestionado y revisado por un tercero dirimente.

Con la determinación de las fugas de dinero (*leakages*) el adquirente tendrá la seguridad de que podrá disminuir el precio establecido en la fecha de firma del contrato de transferencia de acciones en virtud de la ocurrencia de tales fugas. Para tales efectos, en el contrato de transferencia de acciones se establecen los *leakages* permitidos y los no permitidos, siendo estos últimos (*unpermitted leakages*) los que dan derecho al adquirente a disminuir el precio a pagar al transferente descontando los *unpermitted leakages.*

Algunos ejemplos comunes de *unpermtted leakages* son: la repartición de dividendos y cualquier distribución de beneficios, reservas o primas de emisión (ya sea en efectivo, acciones o activos) al transferente, los pagos de deudas a favor de los transferentes, las transferencias de activos de la empresa a un precio menor al del valor de mercado, los pagos a entidades relacionadas que no se realicen en el curso ordinario de los negocios, las condonaciones de deudas a los transferentes, entre otros. Lo que se quiere es proteger que el adquirente no pague doble, es decir, si existe egreso de fondos a favor del transferente, el adquirente no debería pagar nuevamente dicho monto a favor del transferente a través del precio por las acciones de la *target.*

3. *Earnouts*

En aquellas transacciones en las que las posiciones de las partes respecto al valor de la *target* son divergentes (es decir, que el precio estimado de la *target* sea muy distinto para las partes), el ajuste de precio, a través del *earnout,* permite cerrar la transacción y de tal manera diferir la discusión sobre dichas diferencias para una etapa posterior al cierre.

a. Concepto de earnout

En palabras de Ruppert, el *earnout* es una herramienta contractual en virtud de la cual se pueden solucionar los desafíos que representa la correcta valorización de la *target.* La solución a la que se refiere consiste en que el *earnout* es una suma de dinero adicional al precio de venta inicial que será pagada por el adquirente en la medida que se cumplan ciertos eventos de forma posterior a la fecha de cierre (2015, pp. 71-82). Carlos Pareja Cordero explica que el *earnout*:

> Implica un pago, con posterioridad a la consumación de la compraventa de acciones, de un valor agregado al precio que va a depender de que la *target* alcance, durante un tiempo pactado por las partes, determinados objetivos que redundan en beneficio económico de la misma y, por lo tanto, en su valor (2022, pp. 241-242).

A través del *earnout* el adquirente y el transferente buscan alinear sus diferencias sobre el valor de la *target*. Por ello, solamente sería razonable que el transferente acepte un *earnout* si es que el mismo tiene la capacidad de influenciar en situaciones que generen que la *target* logre las metas de desempeño que se planteen. Si no fuera así, el transferente no tendría aliciente alguno para pactar este tipo de cláusula ya que su aplicación, y el cumplimiento de las metas, dependerán del adquirente (el adquirente que, una vez tomado el control de la *target*, la administra). Como es lógico, si bien el adquirente también tiene interés en que la *target* proporcione resultados financieros favorables desde un principio, este no comparte necesariamente el tipo de decisiones de inversión y financiamiento que el transferente requiere para lograr el cumplimiento de las metas que le permitan exigir el pago del *earnout* en un horizonte de tiempo relativamente corto.

Nos explicamos, si bien la inversión en '*capital expenditures'* (en adelante, CAPEX)[5] para construir una nueva planta debiera tener un impacto financiero positivo para la *target*, dicho impacto se verá reflejado en el mediano al largo plazo. Por ello, el incentivo del transferente estará dirigido a que la *target* haga inversiones que reditúen un rendimiento en el corto plazo, que calce con el período de cálculo del *earnout*.

No obstante lo antes señalado, tenemos que considerar lo indicado por Pareja Cordero, quien considera que el adquirente también se vería beneficiado por el cumplimiento de las metas y el cobro del *earnout* por el transferente:

> Para el vendedor, el *earnout* puede significar un aumento del precio al aumentar el valor para el accionista o equity o de la acción. El comprador también se ve recompensado ya que se habría incrementado el valor de *target* cuyo control ha adquirido (2022, p. 243).

Refuerza su punto de vista indicando que es el adquirente quien trae este tipo de cláusulas a la negociación "pues en virtud de ella se pacta que el precio final de la compraventa va a depender de los resultados económicos reales que se alcancen en el giro ordinario del negocio de la *target* " (2022, p. 243), posterior al cierre.

b. Monto del earnout

El monto del *earnout* dependerá de lo distintas que puedan ser las percepciones de las partes respecto al valor de la *target*. Así, por un lado, el adquirente buscará que el monto del *earnout* sea mayor con la finalidad de que el pago a realizar en la fecha de cierre se vea disminuido y poder así cubrirse ante la probabilidad de que la *target* no cumpla con las proyecciones o metas estimadas al momento en que realizó la valorización. Por otro lado, el transferente querrá que la cifra del *earnout* sea la más reducida posible para recibir la mayor cantidad del precio al momento del cierre de la transacción.

Esto quiere decir que lo más importante para determinar el monto o tamaño del *earnout* será el valor que le puedan atribuir las partes a aquellas metas de desempeño que deberá tener la *target* para que el transferente pueda cobrar ese precio adicional.

En cuanto al monto del *earnout* Hunt señala lo siguiente:

> Por ejemplo, si la diferencia de valor en el precio de compra es inferior al 10%, puede que no tenga sentido estructurar un *earnout*, ya que el posible coste financiero y de recursos humanos de la supervisión del *earnout* podría superar los beneficios del mismo. Sería mucho más beneficioso para las partes intentar llegar a un acuerdo sobre el precio por adelantado. Si la diferencia de valor es superior al 60% o 70% del precio de compra, es muy posible que no valga la pena realizar la operación. Tanto el adquirente como el transferente correrían un gran riesgo en la transacción: el valor que el adquirente desearía recibir depende demasiado de los hitos que se alcancen; del mismo modo, la contraprestación del transferente depende en gran medida del cumplimiento de los obje-

[5] '*Capital expenditures*' o 'inversiones de capital'.

tivos. La mayoría de los *earnouts* se sitúan en algún punto intermedio entre los dos extremos expuestos, por ejemplo, entre el 20% y el 60% del precio de transferencia (2007, p. 678).

Asimismo, para determinar el valor del *earnout* se tienen que considerar conceptos financieros que impactarán en el monto, como son, el valor del dinero en el tiempo, el factor de riesgo y el nivel de endeudamiento de la *target* para calcular la tasa de descuento que deberá utilizarse para traer a valor actual los flujos futuros por el valor del *earnout*.

c. Determinación de los objetivos

La complejidad para determinar un *earnout* radica en que, aunque las partes compartan objetivos similares respecto a la existencia de este, sus puntos de vista sobre la distribución entre el pago inicial y el diferido suelen discrepar drásticamente. Para poder abordar esta problemática, los criterios para el cálculo del *earnout* deben ser medibles, alcanzables y claramente entendidos por ambas partes. Mientras más complejos sean los objetivos y más conceptos sean agregados será más difícil para las partes poder llegar a determinar efectivamente el momento y cumplimiento de las condiciones que gatillan el *earnout* (Tannenbaum, 2010, pp. 33-43).

– *Earnouts* en función de ingresos

Como su nombre lo indica, la condición para el pago del *earnout* está atada al cumplimiento de metas de ingresos de la *target*, luego del cierre de la transacción. Consideramos que de esta forma la medición del *earnout* puede resultar perniciosa para la *target* y el adquirente. Tal como lo señala Hunt: "la administración de la compañía ligada al transferente puede sacrificar los márgenes para aumentar los ingresos, cumpliendo así, o superando, los criterios de rendimiento, pero perjudicando en realidad el valor para el adquirente al dañar los márgenes" (2007, p. 679). Priorizando las ventas –en desmedro de una política adecuada de control de costos y gastos– estas incrementan, pero reduce la utilidad neta, que es lo que realmente le interesa al accionista.

– *Earnouts* en función del EBITDA[6]

Esta figura es empleada en su mayoría cuando la valorización de la *target* ha sido realizada a través de un múltiplo del EBITDA, siendo esta medida más justa para las partes, dado que considera el valor de la *target* sobre la base del manejo eficiente, o ineficiente, de sus operaciones, y sobre la base de factores que no miden la buena o mala gestión de los administradores sobre el negocio, como son: el pago del impuesto a la renta, factores contables como la depreciación de activos tangible y la amortización de activos intangibles y si la empresa se endeuda o no para financiar sus inversiones. Claro está que en el contrato de transferencia de acciones habrá que definir con precisión lo que debe entenderse por EBITDA.

– Suceso de un evento específico (otros objetivos)

Dependiendo del mercado en que participe la *target* y las actividades que esta realice, puede ser de interés del adquirente que se establezca un *earnout* no en función a una métrica financiera, si no a la ocurrencia de un hecho determinado, como la introducción de una nueva línea de negocios, un nuevo cliente o el ingreso a un nuevo mercado geográfico que pueda aumentar las ventas o el EBITDA.

d. Período del earnout

Los intereses del adquirente y del transferente de la *target* respecto al plazo para la ocurrencia del *earnout* son, frecuentemente, contrapuestos. En líneas generales el adquirente querrá que el período sea más corto con la finalidad que, en caso de que no se cumpla con la métrica establecida, o no ocurriese el evento pactado, no se vea en la obligación de pagar el *earnout*. Por su parte, el transferente querrá tener períodos más largos para permitir que la *target* cumpla con las métricas previstas o el evento pactado y así pueda recibir el *earnout*.

Sin embargo, esto no es absoluto y dependerá de cada transacción. Por ejemplo, podría darse el caso que un adquirente busque plazos más largos con la finalidad de poder tener más tiempo para realizar los pagos –entendiendo que la expectativa es que se cumpla con todas las métricas del *earnout*–; mientras que, el transferente pueda necesitar plazos más cortos para así asegurarse que las métrica de la *target* que ya no controla se cumplan en menos tiempo, evitando así estar sujeto al devenir de los resultados de la *target* ya dirigida por un nuevo accionista controlador.

Al margen de lo antes indicado, y en líneas generales, debe considerarse que "cuanto más largo

[6] '*Earnings before interest, taxation, depreciation and amortization*' o 'utilidad antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización' (en adelante, EBITDA).

sea el plazo para el pago, más difícil será para el comprador supervisar los parámetros acordados y más difícil será para el vendedor comparar los resultados reales con los parámetros de referencia predefinidos con el comprador" (Hunt, 2007, p. 681). Es por eso que las partes deberán buscar un periodo de tiempo que no haga tan costoso, ni difícil de medir el *earnout*.

e. Otros temas estructurales a considerar

Si bien lo más importante del *earnout* es determinar el monto del mismo, el plazo para su pago y las métricas o eventos que deban ocurrir para gatillar su exigibilidad, existen otras consideraciones que se deben tener para su estructuración. Entre ellas Hunt explica las siguientes.

– Consolidación

La adquisición de una *target* se ejecuta para utilizar las sinergias que se generen mediante, por ejemplo, la reducción de costos y la generación de eficiencias. La existencia del *earnout* muchas veces hace que se limite la posibilidad o rapidez de la implementación de las sinergias ya que de implementarlas el adquirente podría afectar las mediciones que se han establecido para que se gatille el *earnout,* otorgándole equivocadamente un beneficio al transferente que no produjo dicha sinergia. Por ello, si el adquirente quiere consolidarse o fusionarse con la *target* debe preparar un flujo de caja libre que contenga las sinergias a ser capturadas y otro que las excluya. Este análisis que parece sencillo es más complejo en la práctica.

– Incentivos para la administración

Por un lado, es frecuente que ante el cambio de accionista se genere incertidumbre sobre la continuidad laboral de los ejecutivos y empleados de la *target*, ya que el adquirente podría reemplazarlos. Ello podría tener un impacto en las estimaciones realizadas por el transferente, antes del cierre, sobre el valor del *earnout*, ya que este cuenta con dicha plana gerencial para la consecución de los objetivos del mismo.

Más aún, en muchas ocasiones, cuando existe un *earnout* el transferente buscará permanecer involucrado en la *target* para asegurar que esta cumpla con las métricas o eventos preestablecidos que gatillan su pago.

Todo lo antes indicado genera que los intereses del adquirente y del transferente se contrapongan y, consecuentemente, hagan más compleja la negociación; por tanto, la ejecución del *earnout*.

– Asignación del capital

Si bien luego del cierre de la transacción el adquirente pasará a tener el control sobre las decisiones de inversión y de financiamiento de la *target*, de existir un *earnout*, el transferente buscará contar con resguardos que garanticen que el adquirente utilizará fondos suficientes para que la *target* alcance las métricas que gatillen el pago del *earnout*. Por ejemplo, si bien una inversión en CAPEX para una nueva planta de producción puede ser la mejor decisión para la *target* en el largo plazo, el transferente podrá no estar de acuerdo en el corto plazo, dado que dicha inversión significará hoy un importante egreso de caja para la *target* con una perspectiva de generar ingresos libres de caja en el largo plazo. Ello causará que la inversión de largo plazo no tenga un impacto positivo en el corto plazo y, consecuentemente, no coadyuvará al cumplimiento de la métrica que genera el pago del *earnout*.

– Protección del *earnout*

El transferente debe tener una protección respecto del riesgo de pago del *earnout,* una vez que este sea exigible. El transferente podría solicitar que los fondos para el pago del *earnout* sean colocados en una cuenta *escrow*, o que se le entregue una carta fianza bancaria, o garantía similar. No obstante, si el adquirente considera que es remota la posibilidad que el transferente obtenga las métricas esperadas, dicho pedido seguramente será rechazado. También podría considerarse una garantía mobiliaria sobre las acciones, lo que implicaría que en un escenario de ejecución el transferente transfiera a un tercero, o se adjudique, las acciones para hacer cobro del e*arnout*.

– Monitoreo

Es importante que las partes determinen los mecanismos de monitoreo para el cumplimiento de las métricas del *earnout*. Resulta importante determinar los criterios contables con lo que se establecerán las métricas ya que no todas las empresas aplican los mismos criterios contables y eso podría hacer que las mediciones para las partes no sean consistentes. Lo típico es que se acuerde que la elaboración de los estados financieros sea consistente con las políticas empleadas por la *target* cuando estaba en control del transferente; sin embargo, esto podría ser complicado para el adquirente en caso de que el cálculo del *earnout* sea por un plazo largo y en este no se puedan modificar ciertas políticas contables que el adquirente, simplemente por los factores que impactan en la medición de un *earnout* (2007, p. 681).

4. *Clawback*

El *clawback* o la recuperación de parte del precio pagado por el adquirente es un método de ajuste de precio que funciona al inverso del *earnout*. Es decir, las partes establecen un precio fijo, en base a una valorización determinada por las partes, que se paga al momento de la celebración del contrato y que, posteriormente, podrá ser ajustada. El ajuste se realiza una vez que el adquirente pueda revisar correctamente la contabilidad de la *target* y sus estados financieros, es decir, el adquirente contará con información real para realizar correctamente la valorización de la *target.* Siguiendo lo señalado por Pareja:

> Si los elementos que sirvieron de base para la fijación del precio no se cumplen en el tiempo determinado, el comprador tendrá derecho a ajustar el precio y recuperar parte de lo pagado –de los valores que quedan en manos del *escrow agen*t o fiduciario– (2022, p. 246).

Pajera nos explica esto con el siguiente ejemplo:

> Se establece como base para la valoración y fijación del precio, un múltiplo, por ejemplo 5 veces, del EBITDA. Si se asume que este último es de USD 8 000 000 (ocho millones), el precio es de USD 40 000 000 (cuarenta millones). Si el EBITDA, a la fecha que las partes pacten, es de 7 millones en lugar de 8 millones, la aplicación del múltiplo de 5 dará un precio de USD 35 000 000. El vendedor deberá restituir USD 5 000 000 (cinco millones), que habría recibido en exceso (2022, p. 247).

III. *CLOSING ACCOUNTS* VS. *LOCKED BOX* VS. *EARNOUT* VS. *CLAWBACK:* VENTAJAS Y DESVENTAJAS

Si bien el uso de cada uno de estos mecanismos para el ajuste al precio en un contrato de transferencia de acciones dependerá de las características de cada transacción en particular, a nivel general, podemos identificar las siguientes ventajas y desventajas respecto de cada uno de ellos.

A. *Closing accounts mechanism*

1. Ventajas

El CAM permitirá determinar con mayor precisión el precio final a ser pagado por las acciones de la *target* . Es decir, nos permitirá verificar con mayor certeza la situación financiera de la *target* en la fecha de cierre[7]. Esto se debe a que el ajuste se determinará una vez que se conozca la situación real de la *target* ya en control del adquirente. Además, de existir diferencias de cálculo para el capital de trabajo y la deuda financiera neta, será un tercero dirimente quien determinará a quien darle la razón y, consecuentemente, ajustar el precio a favor del transferente o del adquirente.

2. Desventajas

Como se ha mencionado, el precio final podrá ser –y suele ser– distinto al precio preliminar y el cálculo de ambos montos, así como una eventual discrepancia respecto a estos, incrementa los recursos en tiempo y dinero que tendrán que emplear las partes para poder realizar al cierre de la transacción y más aún, aumentará los costes y recursos a ser destinados luego del cierre de la misma para hacer los ajustes por capital de trabajo y deuda financiera neta.

B. *Locked box mechanism*

1. Ventajas

La principal ventaja de este mecanismo es la reducción de los costos de transacción. Las partes ya han logrado determinar un precio por las acciones, con lo que no habrá discusión en relación con la corrección del mismo. De manera adicional, este mecanismo les permite a las partes tener mayor certeza respecto al precio a ser pagado o recibido en la medida en la que los *unpermitted leakages* hayan sido establecidos con claridad. La única discusión estará centrada en la existencia o no de *leakages* que afecten al valor de la *target* . Como en el caso anterior, esta verificación podrá ser realizada por un tercero imparcial.

2. Desventajas

El principal problema del *locked box* es que la toma de control de la *target* y la transferencia del riesgo suceden en momentos distintos. Esto es así pues a partir del *locked box date* el adquirente será quien asuma el riesgo de valor de la *target* , pese a que la compañía sigue estando bajo control del transferente.

Además, dado que existe asimetría informativa antes del cierre, el adquirente podrá estar en desventaja ya que este cuenta con menos información sobre la *target* que el transferente; no obstante ello, desde el *locked box date* no hay ninguna posibilidad de modificar el precio, más allá de los ajustes que se hagan por los *unpermitted leakages*.

[7] Véase a Tsao (2015).

C. *Earnouts*

1. Ventajas

El uso de *earnouts* permite acercar las posiciones del transferente y del adquirente respecto al precio de cara a poder cerrar una transacción y así postergar cualquier divergencia que puedan tener respecto a este para un momento posterior.

2. Desventajas

Como se ha señado anteriormente, los *earnouts* pueden ser complejos y difíciles de negociar, estructurar y monitorear. Además, en la práctica puede ser complejo determinar si se llegó o no a las metas establecidas.

D. *Clawback*

1. Ventajas

El *clawback* le permite al adquirente recuperar parte del pago realizado por la transferencia de las acciones de la *target* . La recuperación del dinero se da cuando el adquirente ya cuenta con mejor información y puede ajustar la valorización de la *target* a la realidad.

2. Desventajas

Se hace un desembolso de precio que para el adquirente pueda ser mayor al que originalmente estaba dispuesto a pagar. Si no se establece una retención del precio en una cuenta *escrow* o en fiducia por un tercero la recuperación de dicho monto podría no ser inmediata y tornarse difícil de recobrar en el tiempo.

IV. CONCLUSIONES

Pactar el precio a ser pagado por la adquisición de una empresa en el marco de una transacción de M&A es complejo, pues cualquier valorización tiene un componente subjetivo y los intereses de las partes son contrapuestos: el transferente buscará obtener la mayor cantidad de dinero posible al cierre, mientras que el adquirente querrá pagar no más de lo que considere justo, de acuerdo al valor que estime a la *target*. Una herramienta con la que cuentan los actores a nivel legal son las cláusulas de ajuste de precio que permiten alinear los intereses de las partes en torno al precio para lograr lo que ambos quieren: el cierre de la transacción.

En el presente artículo hemos analizado cuatro tipos de ajuste al precio a ser reguladas en un contrato de transferencia de acciones, los cuales son: (a) el mecanismo de CAM, que propone reajustar el precio de adquisición por diferencias de capital de trabajo y deuda financiera neta; (b) el mecanismo de 'caja cerrada' (*locked box*) que propone establecer un precio inicial en la fecha de referencia y realizar el pago de dicha suma en la fecha de cierre o en la fecha en que las partes determinen, descontando las pérdidas generadas a la *target* por la ocurrencia de fugas de efectivo no permitidas *(unpermitted leakages)*; (c) los *earnouts* que permiten al transferente pactar el cobro de una suma de dinero adicional al precio de transferencia que será pagada por el adquirente en la medida en que se cumplan con ciertos eventos o métricas financieras de forma posterior a la fecha de cierre; y (d) el *clawback* que funciona a la inversa del *earnout* y que permite que el adquirente, una vez en control de la *target* y teniendo mejor información, pueda valorizarla correctamente y no sobre supuestos o estimaciones previos al cierre.

En ese sentido, si bien el empleo de estas cláusulas dependerá de las características y particularidades de cada transacción, es importante entender su funcionamiento de manera tal que puedan ser empleadas correctamente a fin de lograr que el precio que reciban los transferentes (de los adquirentes) sea el que más se ajuste al valor real de las acciones de la *target*.

REFERENCIAS

Boisset Tizón, R. (2015). Las Declaraciones y Aseveraciones: Su relación con las obligaciones de indemnidad en los contratos de compraventa de acciones. En Instituto Pacífico, *Fusiones & Adquisiciones* (pp. 143-154). Instituto Pacífico.

Ferrero Álvarez-Calderón, G. (2003). Aspectos económicos y financieros de las fusiones en el Perú. *Advocatus*, (9), pp. 317-328.

Hunt, Peter. (2007). *Structuring mergers & acquisitions: a guide to creatin shareholders value.* Aspen Publishers.

Jiménez Herrera, F. (2007). *El proceso de transferencia de paquetes accionarios*. Ábaco de Rodolfo Depalma.

Kohers, N., & Ang, J. (2000). Earnouts in mergers: Agreeing to disagree and agreeing to stay. *The Journal of Business*, (3), 445-476.

Pareja Cordero, Carlos A. (2022) *El contrato de compraventa de acciones, para la toma de control de una sociedad.* Gaceta Jurídica.

Rebaza, A & Ochoa, L. (2015). Controversias principales en contratos de compraventa de acciones. En Instituto Pacífico*, Fusiones & Adquisiciones* (pp. 53-70). Instituto Pacífico.

Ruppert, E. (2015). Earn Outs: ¿Una solución para la fijación del precio? En Instituto Pacífico, *Fusiones & Adquisiciones* (pp. 71-82). Instituto Pacífico.

Tsao, A. (2015). Pricing Mechanisms in Mergers and Acquisitions: Thinking Inside the Box. *University of Pennsylvania Journal of Business Law,* (18), 1233-1260.

Tannenbaum, F. (2010) *How to structure contingent purchase price provisions*. https://www.gouldratner.com/assets/publications/FDT_How-to-Structure-Contingent-Purchase-Price-Provisions-Earnouts.pdf

Weston, Fred J. & Brigham, E. (1994). *Fundamentos de Administración Financiera.* McGraw-Hill.

Your legal partner in Iberia and Latin America

Spain · Portugal
Chile · Colombia · México · Perú

Beijing · Brussels · London · New York · Shanghai
Casablanca · Luanda* · Maputo**

** in association with the respective local law firm*

CUATRECASAS

10.18800/themis.202302.013

¿POR QUÉ LAS PARTES PACTARÍAN UN ROFR? PROFUNDIZANDO EN EL *RIGHT OF FIRST REFUSAL*

WHY WOULD THE PARTIES AGREE TO A ROFR? DEEPENING ON THE RIGHT OF FIRST REFUSAL

Diego Carrión Alvarez Calderón*
Cuatrecasas

The purpose of this article is to acquaint the reader with the main institutions and characteristics of the right of first option established in a shareholders' agreement, usually in the scenario of mergers and acquisitions of companies.

To this end, the author analyzes the usual restrictions between the parties to prohibit the disposal of shares (and how they differ from the right of first refusal), costs and benefits of establishing this classic clause, alternatives (in some cases less expensive, but also less efficient). Finally, the author explains the innovative 'commitment to auction' clause that represents the convergence between the right of first refusal and keeping third party bids open without distorting values.

Keywords: Right of first option; mergers and acquisitions; shareholders' agreement; commitment to auction.

El presente artículo tiene como objetivo que el lector conozca las principales instituciones y características del derecho de primera opción (conocido como 'right of first refusal' *en la doctrina anglosajona) instaurado en un convenio de accionistas, y, normalmente, practicado en el escenario de fusiones y adquisiciones de sociedades.*

Para tal fin, el autor analiza las restricciones usuales entre las partes para prohibir la enajenación de acciones (y cómo se diferencian del derecho de primera opción), costos y beneficios de establecer esta cláusula, alternativas del mismo (en algunos casos menos costosas, pero también, menos eficientes). Finalmente, el autor explica la innovadora cláusula 'compromiso a subastar' que representa la convergencia entre el derecho de primera opción y el hecho de mantener abiertas las ofertas de terceros sin valores distorsionados.

Palabras clave: Derecho de primera opción; fusiones y adquisiciones; convenio de accionistas; compromiso de subastar.

* Abogado. Máster en Derecho por Harvard Law School. Profesor de Derecho Corporativo y Financiero en la Pontificia Universidad Católica del Perú (PUCP). Socio del Estudio Cuatrecasas (Lima, Perú). Contacto: diego.carrion@pucp.edu.pe

El autor agradece a Maria Fe Alvarez Calderón Campos, máster en Derecho por la Universidad de Georgetown, por su colaboración en la investigación realizada para este artículo, así como a Víctor Tejada Frisancho, Danae Ramos Granados y Santiago Ramírez Vivanco, quienes le asistieron en la preparación del mismo.

Nota del Editor: El presente artículo fue recibido por el Consejo Ejecutivo de THĒMIS-Revista de Derecho el 03 de diciembre de 2023, y aceptado por el mismo el 23 de diciembre de 2023.

I. INTRODUCCIÓN

Luego de 30 años de operaciones, un socio (socio A) le comunica al otro (socio B) que ha decidido jubilarse y vender su participación. En este contexto, surge una preocupación del socio B, pues ingresó al negocio bajo la premisa que lo haría junto con el socio A, y no quisiera encontrarse con un nuevo socio con quien –entre otros elementos materiales– no comparta una filosofía del negocio o estrategia de gestión común, como ha sido en los últimos 30 años. En este contexto, hay dos caminos, dependiendo de lo que las partes pactaron en el convenio de accionistas (y asumiendo que no aplica supletoriamente el derecho de adquisición preferente de la Ley General de Sociedades).

Un primer escenario, nunca acordaron un mecanismo que limite la libre transferibilidad de acciones, el socio A podrá proceder con la venta de acciones a favor de un tercero o convocar a un proceso competitivo para la venta de sus acciones, al cual podría invitar al socio B. El socio B podrá participar en este proceso competitivo, pero sin mayor privilegio que el de tener más información sobre el estado de la compañía (que no es menor). El resultado de este proceso competitivo dependerá enteramente de a quién elija el socio A como comprador.

Un segundo escenario, donde las partes celebraron un convenio de accionistas donde se fijó un mecanismo que limita la libre transferibilidad de las acciones, por ejemplo, un derecho de preferencia o '*right of first refusal*' (en adelante, ROFR, por sus siglas en inglés), entre otros. En este caso, el socio A deberá trasladar al socio B la oferta enviada por un tercero ajeno a la sociedad sobre las acciones en venta del socio A, y este tiene el derecho de tomar el lugar del potencial comprador y celebrar la operación en los términos establecidos en la oferta.

Ambos escenarios suponen costos, desventajas, incentivos, beneficios, procesos, plazos y asignaciones de valor muy distintos. En este artículo, pretenderemos profundizar en la figura del ROFR, figura muy usada en los convenios de accionistas donde se desea establecer una clara limitante a la libre transferibilidad de las acciones, pero generando con ello una serie de costos y desventajas que resulta interesante analizar y entender. Entendiendo ello, resulta necesario pasar a revisar ciertas justificaciones que explicarían el pacto de estos acuerdos ROFR. Asimismo, revisaremos si la literatura ha analizado figuras alternativas e incluso alguna novedosa que suene bien en teoría, pero que no se haya probado en la práctica. Mi objetivo es que el lector conozca más del ROFR, lo entienda y pueda tomar decisiones en el futuro con más información.

II. PACTOS DE ACCIONISTAS Y LIMITACIONES USUALES A LA LIBRE TRANSFERIBILIDAD DE ACCIONES

A. Pactos de accionistas

Los convenios de accionistas desempeñan un papel crucial en la estabilidad corporativa de una compañía, ya que establecen normas claras que salvaguardan los intereses de los accionistas y fomentan una forma de gobernanza corporativa eficiente. Específicamente, los convenios de accionistas son acuerdos celebrados entre los accionistas de una sociedad con el propósito de regular el ejercicio de sus derechos, obligaciones e intereses económicos y políticos. "Se trata pues de pactos entre los socios, al margen del contrato de sociedad y distinto de este, para modificarlo o complementarlo, buscando además uniformizar y unificar dichos intereses y, entre otros, votar de manera unitaria" (Conde Granados, 2014, p. 31).

Los convenios de accionistas pueden abarcar una amplia gama de temas, pero su propósito principal suele ser regular cuestiones relacionadas con la gobernanza de la sociedad, así como la propiedad de sus acciones. Al respecto, Elías Laroza menciona alguno de los aspectos que los convenios de accionistas pueden regular:

> Por citar solamente algunos ejemplos, puede tratarse de pactos de limitación del derecho de transferir acciones, de formas obligatorias en que una mayoría se compromete a administrar y dirigir la sociedad, de sindicatos de voto o de bloqueo, de formas en que se realizarán futuros aumentos de capital, de las condiciones de los futuros aportes, del ingreso de nuevos socios, de la forma en que un grupo de socios no sufra la dilución de su porcentaje en el capital por futuros aportes, de derechos especiales que se otorgarán a nuevos socios, de prohibiciones temporales a la venta de acciones o a la cesión de los derechos de voto, de formas preestablecidas de amortización de acciones, de creación de acciones preferenciales, de cláusulas obligatorias de consentimiento, de reglas especiales de competencia con la sociedad y otros muchos (2015, p. 52).

Como se ve, entre las distintas cláusulas pactadas en un convenio de accionistas, una que resulta de gran importancia es la regulación a la transferencia de las acciones de una sociedad. Si bien el principio de libre transmisibilidad de las acciones en las sociedades anónimas existe, este principio no es absoluto y puede estar sujeto a restricciones. Estas restric-

ciones se pueden clasificar en tres categorías según su origen: legales, estatutarias y convencionales.

En primer lugar, las restricciones legales provienen directamente de la ley. En particular, la Ley General de Sociedades (en adelante, LGS) regula distintas restricciones para la transmisibilidad de las acciones para las sociedades anónimas cerradas (en adelante, SAC).

La LGS establece cuatro restricciones principales para la libre transferibilidad de las acciones para las SAC[1]: (i) el derecho de adquisición preferente (en adelante, DAP); (ii) el consentimiento previo de la sociedad; (iii) la adquisición preferente en caso de enajenación forzosa; y (iv) la transmisión de acciones por sucesión.

El DAP, en particular, se encuentra regulado en el artículo 237 de la LGS[2]. En dicho artículo se establece el derecho de preferencia que tiene un accionista cuando otro desea transferir sus acciones a un tercero ajeno a la sociedad. Antes de transferir las acciones a un tercero, el accionista debe ofrecer a los titulares del derecho de preferencia la opción de adquirirlas primero en al menos las mismas condiciones ofertadas por el tercero. Los titulares pueden decidir si ejercen su derecho o no. Si optan por no ejercerlo, el accionista puede proceder con la transferencia al tercero. ¿Es el DAP lo mismo que el ROFR? Lo veremos luego al analizar el ROFR y cada lector podrá sacar sus conclusiones.

La segunda restricción a la libre transmisibilidad de las acciones para la SAC se regula en el artículo 238 de la LGS[3]. La tercera restricción regula el caso de enajenación forzosa de acciones en este tipo societario. El artículo 239 de la LGS[4] establece las reglas para los casos en los que no se busca activamente la transferencia de acciones, sino que esta ocurre debido a una enajenación forzosa. Con el objetivo de preservar la naturaleza especial de la SAC, este artículo otorga a la sociedad misma la facultad de subrogarse en lugar del accionista y adquirir las acciones, evitando así la entrada de terceros en la estructura accionarial de la sociedad.

En situaciones de enajenaciones forzosas de acciones de una sociedad, como embargos, ejecución

---

1 La LGS también establece una regulación especial sobre restricción a la libre transmisibilidad de las acciones para la Sociedad Comercial de Responsabilidad Limitada, pero el presente artículo no analizará ese tipo societario.

2 Artículo 237.-

> El accionista que se proponga transferir total o parcialmente sus acciones a otro accionista o a terceros debe comunicarlo a la sociedad mediante carta dirigida al gerente general, quien lo pondrá en conocimiento de los demás accionistas dentro de los diez días siguientes, para que dentro del plazo de treinta días puedan ejercer el derecho de adquisición preferente a prorrata de su participación en el capital.
>
> En la comunicación del accionista deberá constar el nombre del posible comprador y, si es persona jurídica, el de sus principales socios o accionistas, el número y clase de las acciones que desea transferir, el precio y demás condiciones de la transferencia.
>
> El precio de las acciones, la forma de pago y las demás condiciones de la operación, serán los que le fueron comunicados a la sociedad por el accionista interesado en transferir. En caso de que la transferencia de las acciones fuera a título oneroso distinto a la compraventa, o a título gratuito, el precio de adquisición será fijado por acuerdo entre las partes o por el mecanismo de valorización que establezca el estatuto. En su defecto, el importe a pagar lo fija el juez por el proceso sumarísimo.
>
> El accionista podrá transferir a terceros no accionistas las acciones en las condiciones comunicadas a la sociedad cuando hayan transcurrido sesenta días de haber puesto en conocimiento de ésta su propósito de transferir, sin que la sociedad y/o los demás accionistas hubieran comunicado su voluntad de compra.
>
> El estatuto podrá establecer otros pactos, plazos y condiciones para la transmisión de las acciones y su valuación, inclusive suprimiendo el derecho de preferencia para la adquisición de acciones (1997).

3 Artículo 238.-

> El estatuto puede establecer que toda transferencia de acciones o de acciones de cierta clase quede sometida al consentimiento previo de la sociedad, que lo expresará mediante acuerdo de junta general adoptado con no menos de la mayoría absoluta de las acciones suscritas con derecho a voto.
>
> La sociedad debe comunicar por escrito al accionista su denegatoria a la transferencia.
>
> La denegatoria del consentimiento a la transferencia determina que la sociedad queda obligada a adquirir las acciones en el precio y condiciones ofertados.
>
> En cualquier caso de transferencia de acciones y cuando los accionistas no ejerciten su derecho de adquisición preferente, la sociedad podrá adquirir las acciones por acuerdo adoptado por una mayoría, no inferior a la mitad del capital suscrito (1997).

4 Artículo 239.-

> Cuando proceda la enajenación forzosa de las acciones de una sociedad anónima cerrada, se debe notificar previamente a la sociedad de la respectiva resolución judicial o solicitud de enajenación.
>
> Dentro de los diez días útiles de efectuada la venta forzosa, la sociedad tiene derecho a subrogarse al adjudicatario de las acciones, por el mismo precio que se haya pagado por ellas (1997).

de garantías mobiliarias u otros casos similares, el artículo establece que la sociedad tiene el derecho de subrogarse al adjudicatario de las acciones dentro de los diez días siguientes a la transferencia. La sociedad puede adquirir las acciones por el mismo precio pagado por ellas, permitiéndole recuperar las acciones transferidas. Este mecanismo permite a la sociedad mantener el control sobre su composición accionarial incluso en casos de transferencias forzosas[5].

Finalmente, el último tipo de limitación a la libre transmisibilidad de las acciones para la SAC se establece en el artículo 240 de la LGS[6]. En dicho artículo se sigue la misma lógica que el anterior supuesto, dado que se busca proteger el núcleo inicial de accionistas fundadores de la sociedad. Concretamente, el artículo señala que cuando se adquieren acciones a través de una herencia, el heredero o legatario se convierte en socio. Sin embargo, el pacto social o el estatuto pueden establecer que los otros accionistas tienen el derecho de adquirir las acciones del fallecido dentro de un plazo determinado, pagando su valor al momento del fallecimiento.

Es perfectamente válido concluir que, a diferencia de la sociedad anónima abierta (en adelante, SAA) y la sociedad anónima (en adelante, SA), la LGS establece una regulación especial para la transmisibilidad de las acciones en una SAC por la naturaleza y lógica inherente que tiene este tipo de estructura societaria. El objetivo del legislador, se entiende, fue mantener la titularidad de las acciones en manos del grupo fundacional. Cabe mencionar que en caso no se siga el procedimiento que se estableció en el estatuto o supletoriamente el DAP en la ley, dicha transferencia será ineficaz frente a la sociedad, conforme al artículo 241 de la LGS[7].

En resumen, de manera supletoria la LGS ya establece mecanismos que buscan salvaguardar el derecho de los accionistas de una sociedad anónima de personas (una SAC se parece más una sociedad de personas que de capitales) de mantener la estructura accionarial como fue concebida desde un inicio. A efectos del presente artículo, ¿puede ser que la figura anglosajona del ROFR tenga el mismo propósito que la LGS?

B. Restricciones estatutarias

Por otro lado, las limitaciones a las transferencias de acciones también pueden originarse en el estatuto de la sociedad. En el caso de una sociedad anónima (en adelante, SA), el principio de libre transmisibilidad de las acciones se presenta como regla general. Incluso, en el caso de las sociedades anónimas abiertas (en adelante, SAA), el principio de libre transmisibilidad de las acciones se encuentra aún más arraigado, debido al carácter impersonal de este tipo de sociedad y su forma abierta, que fomenta la libre circulación de las acciones en el mercado. En relación a este tema, Salas Sánchez sostiene que, en el caso de las SAA, no se reconocen las cláusulas que limiten la libre transferencia de acciones, ya sea que estén establecidas en el pacto social, el estatuto o provengan de los convenios de accionistas (2008, p. 72).

Ahora bien, en el caso de las SA, al no haber una regulación legal específica, es común que se siga la pauta del DAP establecido en la LGS. Esto significa que, en la práctica, las SA suelen adoptar el mismo procedimiento del DAP que las SAC. Así, suelen replicar en sus estatutos lo dispuesto en el artículo 237 de la LGS, en algunas ocasiones, con ligeras variaciones.

Además, tanto las SA como SAC pueden incluir en su estatuto mecanismos más sofisticados que el DAP del artículo 237 de la LGS. En este caso, ¿estaríamos aún ante una figura del DAP (mejorada) o tal vez podríamos estar migrando a un mecanismo más complejo y detallado como lo es un ROFR (derecho de primera opción)? En el estatuto se puede regular también cláusulas de *tag along* o *drag along* (arrastre y acompañamiento), pero veremos más adelante que esas suelen ser cláusulas típicas de un convenio de accionistas. La ventaja de utili-

---

5 Este derecho es similar al Derecho de Retracto regulado en el artículo 1592 del Código Civil.

6 Artículo 240.-

> La adquisición de las acciones por sucesión hereditaria confiere al heredero o legatario la condición de socio. Sin embargo, el pacto social o el estatuto podrá establecer que los demás accionistas tendrán derecho a adquirir, dentro del plazo que uno u otro determine, las acciones del accionista fallecido, por su valor a la fecha del fallecimiento. Si fueran varios los accionistas que quisieran adquirir estas acciones, se distribuirán entre todos a prorrata de su participación en el capital social.
>
> En caso de existir discrepancia en el valor de la acción se recurrirá a tres peritos nombrados uno por cada parte y un tercero por los otros dos. Si no se logra fijar el precio por los peritos, el valor de la acción lo fija el juez por el proceso sumarísimo (1997).

7 Artículo 241.-

> Ineficacia de la transferencia: Es ineficaz frente a la sociedad la transferencia de acciones que no se sujete a lo establecido en este título (1997).

zar estos mecanismos es que se pueden adaptar de manera precisa y específica a las necesidades particulares de la sociedad. Estos mecanismos se explicarán en detalle más adelante.

Por último, la tercera fuente de limitación a la libre transmisibilidad de las acciones es de naturaleza contractual, y proviene de la voluntad expresa de los accionistas de una sociedad. Específicamente, esta fuente se origina en los convenios de accionistas, donde suelen acordarse restricciones más sofisticadas y adaptadas a las necesidades particulares de la sociedad, en comparación con las limitaciones establecidas en el estatuto de una SA o una SAC.

Los convenios de accionistas, también conocidos como acuerdos parasociales, están regulados por el artículo 8 de la LGS, el cual establece lo siguiente:

> Son válidos ante la sociedad y le son exigibles en todo cuanto le sea concerniente, los convenios entre socios o entre estos y terceros, a partir del momento en que le sean debidamente comunicados.
>
> Si hubiera contradicción entre alguna estipulación de dichos convenios y el pacto social o el estatuto, prevalecerán estos últimos, sin perjuicio de la relación que pudiera establecer el convenio entre quienes lo celebraron (1997).

Es importante destacar que todas las partes involucradas en estos convenios, incluyendo accionistas, terceros y la sociedad misma, están obligadas a cumplir con lo acordado en ellos. Sobre lo anterior, Salas menciona que el reconocimiento de la validez y oponibilidad de los convenios parasocietarios, así como su vinculación y exigibilidad frente a la sociedad, representa un avance significativo en la evolución de la sociedad anónima (2008, p. 69). Esto fortalece la obligatoriedad de los convenios y garantiza su aplicación efectiva en el ámbito empresarial.

Ahora bien, en caso de conflicto entre convenios y el estatuto de la sociedad, prevalecen las reglas del estatuto (por mandato imperativo de la LGS). De ahí que resulta esencial asegurar que se regule un solo mecanismo que limite la libre transferibilidad de las acciones, y en caso se quiera regular en estatuto y convenio, deberemos asegurarnos de que estén alineados para evitar conflictos y mantener la coherencia normativa entre ambos.

Es común que los accionistas firmantes de un convenio de accionistas pacten ciertas restricciones a la libre transmisibilidad de las acciones con el fin de proteger sus intereses. Algunas de las razones para establecer dichas restricciones son las siguientes:

a) Ser un conjunto de personas basadas en una comunidad de conocimientos técnicos;
b) Tener creencias ideológicas compartidas;
c) Contar con una comunidad de intereses amicales;
d) Pertenecer a una misma familia;
e) Pertenecer a un mismo grupo económico;
f) Mantener el control sobre una sociedad filial;
g) Mantener un equilibrio de fuerzas entre dos grupos dentro de una misma sociedad;
h) Impedir la entrada de competidores en calidad de accionistas que puedan perturbar la marcha de la sociedad;
i) Obstaculizar el ingreso de extranjeros en la sociedad que pongan en peligro los intereses nacionales en determinadas industrias;
j) Evitar que determinados accionistas abandonen la sociedad (Pérez Caruajulca, 2021, pp. 24-25).

Como corolario hasta el momento, pareciera que el objetivo principal de los socios al momento de establecer restricciones a la libre transferencia de acciones es preservar la estabilidad accionarial. Si esa es una premisa correcta, ¿qué mecanismos suelen usar los socios en convenios sofisticados para lograr este objetivo? ¿Esos son los únicos objetivos, preservar la estabilidad accionarial? En las siguientes líneas entramos a revisar con mayor detalle estos mecanismos para finalmente centrarnos en el ROFR, uno de los mecanismos más usados para limitar la libre trasmisibilidad de acciones y cuya negociación, acuerdo y ejecución suele levantar más de una arista.

C. Limitaciones usuales a la libre transferibilidad de acciones

Los derechos de preferencia son mecanismos que permiten limitar la libre transferibilidad de las acciones de una sociedad. Se considera que esto ocurre –principalmente– en beneficio de los socios, cuando alguno de ellos decide transferir la propiedad de sus participaciones en el capital social a un tercero. En este escenario, se activa "el derecho de adquirir con preferencia dentro de determinado plazo y por un precio fijado a priori o señalable en virtud de bases preestablecidas, las acciones que se pretende enajenar" (De La Puente y Lavalle, 1995, p. 81).

1. *Right of first refusal*

Considerando lo simple y limitada que es la regulación legal del DAP en la LGS, la práctica ha llevado a adoptar un mecanismo muy similar (parten del mismo principio) cuyo desarrollo y detalle es mu-

cho más amplio, conocido en el derecho anglosajón como '*right of first refusal*'. En términos societarios, este derecho se presenta cuando existe un accionista que, en su calidad de titular de acciones o participaciones sociales, tiene interés en transferirlas a un tercero comprador externo al campo accionarial de la sociedad. En ese momento, se activa la preferencia de los demás accionistas de adquirir las acciones, debiendo ser notificados sobre la transacción prevista, aplicándoseles al menos las mismas condiciones establecidas en la oferta del tercero.

Para Walker, el ROFR implica que "los accionistas de la empresa prometen que solo venderán sus acciones después de negociar un precio con un tercero y ofrecer las acciones a ese precio a los demás accionistas" (1999, p. 1) [traducción libre][8]. De esta manera, si los accionistas deciden adquirir parcialmente los activos, no adquirir los activos o –más radicalmente– renunciar a su derecho, el accionista transferente podrá venderlos al tercero.

Otro elemento certero acerca del ROFR son las partes intervinientes. El mecanismo analizado involucra, por lo menos, a tres sujetos distintos: el accionista titular del derecho, el accionista transferente y el tercero interesado. Wise los enumera de la siguiente manera: "(i) el otorgante (normalmente un propietario); (ii) el titular; y (iii) un tercero (normalmente un comprador potencial del bien gravado por el derecho)" (2010, p. 437).

Adicionalmente, contamos con la conceptualización de Di Chiazza y Van Thienen, que consideran que en el ROFR se define de la siguiente manera:

> El titular de acciones se compromete frente a la oferta de compra de un tercero a ofrecer previamente dichas acciones al titular del RFR. El titular del RFR tiene el derecho a comprar las acciones ofrecidas en los mismos términos y condiciones del tercero potencial comprador ('*outsider*') (2006, p. 1).

Finalmente, cabe mencionar que el ROFR puede pactarse de múltiples formas y en diversas situaciones. El mismo se puede incorporar como una cláusula que forma parte del estatuto social, pero también puede ser pactado en un acuerdo, como ocurre frecuentemente en los convenios de accionistas. Ahora, este derecho no solo existirá frente a las transacciones de acciones, sino, también podría aplicarse, por ejemplo, ante operaciones de adquisición de activos.

Sobre las áreas de aplicación del ROFR en general, la doctrina menciona que podrían ser *real estate* (transferencias o arrendamientos), sector petrolero y gasífero, *joint ventures* y contratos de franquicia, *corporate securities*, contratos de trabajo, entre otras. En realidad, puede incorporarse en todo tipo de activos comerciales (Kahan *et al*, 1999, p. 332; Mitchell, 2001, p. 985; Walker, 1999). Wise describe la variedad del ROFR de la siguiente manera:

> Por ejemplo, aunque la mayoría de los derechos de tanteo se utilizan para conceder un derecho preferente de compra, un derecho de tanteo también puede utilizarse para conceder un derecho preferente de venta, un derecho preferente de arrendamiento, un derecho preferente de prestación de servicios, un derecho preferente de contratación, o un derecho preferente de empleo (2010, p. 439) [traducción libre][9].

2. *Right of first offer*

Otro de los principales derechos de preferencia es el *right of first offer* (en adelante, ROFO, por sus siglas en inglés). Este mecanismo se caracteriza porque el accionista interesado en transferir sus acciones también deberá ofrecer a los titulares del derecho la preferencia de adquirirlas primero. No obstante, –y aquí radica su distinción con el ROFR– no existe la condición de igualar la oferta presentada por un tercero interesado. En el ROFO, si los accionistas deciden no adquirir las acciones ofrecidas, el accionista oferente puede transferir las mismas a un tercero en condiciones no más favorables que las ofrecidas a los demás accionistas.

Al explicar las características de los ROFO, Circo comenta:

> Las ROFO, sin embargo, evitan una cuestión que surge regularmente con respecto a las ROFR: debido a que los términos del acuerdo propuesto se establecen antes de que el otor-

[8] Texto original:

"By adopting this provision, the shareholders of the corporation promise that they only will sell their shares after negotiating a price with a third party and offering the shares at that price to their fellow shareholders".

[9] Texto original:

"For example, even though most first-refusal rights are used to grant a preemptive right to purchase, a first-refusal right also may be used to grant a preemptive right to sell a preemptive right to lease, a preemptive right to provide services, a preemptive right to be employed, or a preemptive right to employ".

> gante comercialice la propiedad, una ROFO evita la disputa común de ROFR que implica si el titular debe igualar los términos únicos o imprevistos de una oferta propuesta por un tercero (2016, p. 10) [traducción libre].[10]

Kahan, Leshem y Sundaram, por su parte, también sostienen que, a diferencia del ROFR, en donde el titular del derecho de preferencia puede adquirir el activo en las mismas condiciones que las ofrecidas por el tercero, el ROFO "exige que el vendedor ofrezca primero al titular del derecho la compra del activo en cuestión y le prohíbe venderlo posteriormente a un tercero en mejores condiciones que las ofrecidas al titular del derecho (2012, p. 331) [traducción libre].[11]

Existen ciertos autores que recalcan de manera sustancial la diferencia entre el ROFO y el ROFR. Tal es el caso de Wise, que concibe al ROFO como una alternativa a los *first refusal rights*, junto con la opción, el compromiso de negociar ('*commitment to negotiate*') y el compromiso de subasta ('*commitment to auction*'). Según él, el ROFO es una suerte de derecho de tanteo inverso, pudiendo sustituir a este último (2010, p. 519).

3. *Tag along* y *drag along*

Existen otros mecanismos a través de los cuales se limita la libre transferibilidad de las acciones y se protegen intereses de accionistas (minoritarios o mayoritarios, dependiendo del mecanismo) frente a transacciones que implican a un tercero adquirente. Entre ellas, se encuentran las cláusulas de '*tag along'* o 'derecho de acompañamiento' y '*drag along'* o 'derecho de arrastre'.

La cláusula de *tag along*, también conocida como '*co-sale'* se activa frente a una operación en la cual los accionistas mayoritarios reciben la oferta de un tercero y deciden venderle su participación, otorgándoles a los accionistas minoritarios el derecho a participar en la misma. Esta cláusula "permite a los minoritarios participar de la venta de las acciones del mayoritario, en los mismos términos y condiciones ofertados por el tercero" (Pérez, 2021, p. 32), de esta forma, el accionista minoritario se encontrará protegido ante cualquier cambio de control de la sociedad y podrá incorporarse –y no quedar excluido ni en condiciones desfavorables– frente a la enajenación, pudiendo también obtener liquidez al transferir sus acciones.

Por otro lado, se encuentran las cláusulas de *drag along* o 'derecho de arrastre'. Estas permiten que cuando se reciba una oferta de compra por parte de un tercero interesado, los accionistas mayoritarios puedan exigir u obligar a los accionistas minoritarios a que vendan o transfieran su participación accionaria junto con la de los primeros. De ahí proviene el nombre de 'arrastre'.

Entonces, en caso el accionista mayoritario recibiera una oferta de compra de la mayoría de las acciones de la sociedad y esté de acuerdo con las disposiciones y condiciones de esta (por ejemplo, la valorización de las acciones), esta cláusula se activará frente a los minoritarios, forzando la venta o transferencia de su participación. Esto permite facilitar las negociaciones y "asegurar la venta de la totalidad de las acciones a un tercero, de manera tal que este pueda obtener el control total de la sociedad" (Pérez, 2021, p. 32).

En resumen, la razón de ser de las cláusulas de *tag along* radica en poder:

> Neutralizar los efectos expropiatorios de las ventas ineficientes para el valor conjunto de la sociedad. Su propósito concreto es que uno de los socios no liquide su participación en la sociedad transfiriendo su parte a un tercero y se apropie, así, de una porción del excedente que no le correspondería según lo pactado (Sáez & Bermejo, 2007, pp. 8-9).

En cambio, las cláusulas de *drag along* "sirven para combatir el riesgo de expropiación en los casos de ventas eficientes o productivas" (Sáez & Bermejo, 2007, p. 12). Es usual que ambas cláusulas se incorporen en conjunto, estableciéndose un balance entre los intereses de accionistas minoritarios y mayoritarios frente a la posibilidad de cualquier transacción. En ambas situaciones, es evidente que el titular del ROFR no ejerció su derecho y el tercero interesado es quien las adquirirá. En ese escenario, es que se pueden activar cualquiera de estas cláusulas, si las mismas fueron pactadas.

[10] Texto original:

> "ROFOs, however, avoid one issue that comes up regularly with respect to ROFRs: because the terms of the proposed deal are established before the grantor markets the property, a ROFO avoids the common ROFR dispute involving whether the holder must match unique or unanticipated terms of an offer proposed by a third party".

[11] Texto original:

> "A right of first offer requires a seller to first offer the right-holder to buy a subject asset and prohibits the seller from subsequently selling the asset to a third party better terms than those offered to the right-holder".

III. ENTENDIENDO EL ROFR Y SUS JUSTIFICACIONES

Como mencionamos en la parte introductoria de este artículo, nuestro objetivo principal es conocer un poco más del ROFR, sus costos, problemas en su adopción, los incentivos (y desincentivos) que genera, entre otras situaciones. Y que, a pesar de todo ello, termina siendo una de las opciones más usadas cuando se quiere limitar la libre trasmisibilidad de acciones en una sociedad.

A. Funcionamiento del ROFR: cuestión previa

Como se estableció en las secciones anteriores, los convenios entre accionistas abren una puerta de posibilidades y combinaciones que permiten que los accionistas de una sociedad pueden obligarse, a otorgarse y atribuirse recíprocamente, derechos y obligaciones. Está claro que estas concesiones y atribuciones tienen siempre intereses y motivaciones particulares; no obstante, más allá de las razones subjetivas de su celebración, es importante (y está dentro del ámbito de este trabajo) entender las razones por las cuales, pese a su costo y las dificultades en su preparación y ejecución, su celebración es una práctica usual en el mercado local e internacional.

Como anticipamos, dentro del gran abanico de posibilidades de los pactos entre accionistas se encuentra el ROFR, el cual tiene como mecánica que el accionista interesado en vender su participación en una sociedad consiga primero una oferta de un tercero y, una vez con el precio y las condiciones establecidas, traslade esta información al titular del ROFR (socio e *'insider'*) para que este, dentro de un plazo concreto, decida si es de su interés ejercer su derecho de '*refusal*' frente a la oferta del tercero (bloqueando su ingreso) y, por tanto, realizar la adquisición bajo los mismos términos.

B. ¿Qué implica celebrar un ROFR?

1. Costos y dificultades

Tenemos que partir del siguiente hecho: pactar un ROFR es costoso. Genera dificultades en su negociación, en la redacción, e incluso en algunos casos, en su ejecución. Es por esto que es importante comprender detalladamente su estructura, para entonces poder entender cuáles son los costos y desventajas que implica y, finalmente, poder entender cuáles son las razones que hacen que, pese a esto, su pacto prevalezca en el mercado.

Como bien hemos anticipado, queremos enfocar este artículo en una pregunta concreta: ¿qué hace que el ROFR sea un mecanismo tan usado? Si es que podemos identificar de forma inmediata costos, ¿por qué las partes lo pactan recurrentemente? Es claro que para determinados casos será la mejor opción o la más completa, sin embargo, podríamos cuestionarnos si es que existen otras opciones que tengan potencial de ser menos costosas generando el mismo beneficio.

Walker explica que, si bien el análisis económico del ROFR es escaso, ciertos autores se han pronunciado sobre la materia. En concreto, menciona que Marcel Kahan durante el análisis en las posiciones del *'grantor'* (el que se obliga a respetar el derecho) y el *'rightholder'* (el beneficiario del ROFR), concluye que el ROFR genera costos relacionados a: (i) negociación (asesores legales y comerciales); (ii) *drafting* (asesores legales y comerciales); y (iii) disputas (si bien no es común que se consume y llegue a un órgano de resolución de controversias, la disputa sobre el alcance o el sentido puede producirse en caso de que el convenio no se encuentre redactado de forma adecuada) (1999, p. 16-68).

En adición a estos costos, debemos añadir la transferencia de valor que se da entre las partes cuando se ejecuta la operación de venta (más adelante veremos que el ROFR no destruye valor, pero sí lo redistribuye sin necesidad de llegar a la operación más eficiente). Claramente, los gastos en los que tendría que incurrir el tercero serían altos y, creemos, las posibilidades de éxito para el tercero se definirían en caso de recurrir a una '*godfather offer'*, lo que en cualquier situación ya podría significar un 'sobrecosto'.

A modo de ejemplo, actualmente como parte de mi práctica, asesoro a un cliente asiático en la evaluación de una compañía con activos en varios países de Latinoamérica, y entre los varios aspectos que deben analizarse, está el convenio de accionistas vigente en la sociedad matriz (en la cual se ejecutaría la compra de acciones), que regula varias restricciones a la libre transferibilidad de las acciones de los actuales accionistas. Entre ellas, existe una cláusula ROFR extensa, compleja, con muchas ambigüedades y vacíos –muchos '*carve outs*'– y en algunas partes, imprecisa. Se advierte que, al intentar regular muchas posibles situaciones, los accionistas –y sus asesores– en ese momento ocuparon muchas horas intentando cubrir todas las posibles variables.

Sin embargo, por más que intentaron, casi 10 años después de acordada, se ven las complicaciones para su ejecución. ¿Cuál es el principal costo? Que los terceros interesados deben evaluar con abogados y otros asesores si vale la pena entrar al proceso de venta (donde participarían varios

interesados que enfrentarán la misma disyuntiva), sabiendo que una interpretación distinta entre los diferentes involucrados en esta operación podría terminar en una disputa legal sobre la correcta aplicación del ROFR pactado. Ello puede conllevar a que más de un tercero se desincentive de entrar al proceso o, habiendo entrado, de continuar. ¿Quiénes podrían verse perjudicados? ¿El accionista que desea vender, el '*bidder*' (nuestro cliente) o el titular del ROFR?

A raíz de esto, consideramos importante tener en cuenta que, finalmente, el pacto de un ROFR, un ROFO, un *option*, un DAP o cualquier pacto que limite la libre transmisibilidad de las acciones en venta, significan dos cosas importantes, entre otras: el (i) valor es menos líquido; y (ii) el interesado en adquirirlo tendrá que incurrir en mayores costos para hacerlo y sin garantía de llegar a obtenerlo.

Sin embargo, estas características son propias de varios de los pactos enunciados que limitan la libre transmisibilidad, no solo del ROFR. Por tanto, creemos que la respuesta podría estar en el mayor desincentivo que un ROFR genera frente a los, para Walker, *'outsiders'*, es decir, los interesados. Pareciera que el ROFR genera una inhibición mayor para los terceros que otros mecanismos similares. Es decir, en vista que el ROFR afecta de forma directa el retorno esperado del tercero, o, en otras palabras, hace que vea la adquisición como una posibilidad insegura, genera finalmente que existan cada vez menos interesados en la adquisición del valor, lo cual, podría generar un impacto en su valoración de mercado.

Por su parte, en el contexto de sociedades de capital cerrado, Walker recuerda un concepto que describe bien el fenómeno concreto y que he desarrollado en un artículo anterior donde me explayé sobre el DAP en la LGS y sus dificultades en su implementación: el '*insider idiosyncratic value'.* Este término, el cual tendría el mayor sentido al español como 'valor idealizado por el accionista actual', hace referencia que otro de los puntos que debe tener presente un potencial comprador cuando está valorando participar en la adquisición de las acciones es que, en caso de que se haya pactado un ROFR, probablemente los accionistas titulares del derecho tendrán una vinculación fuerte con el estado actual de la sociedad; por lo que, incluso inconscientemente, podrían incrementar el valor de las acciones con la única finalidad de mitigar la posibilidad de que no prospere la adquisición (acá vemos un ejemplo de cómo puede transferirse valor de una parte a otra gracias al ROFR).

Finalmente, en relación con el tercero, otra de las desventajas que este tiene respecto al accionista titular del ROFR es la asimetría informativa que claramente existe entre ambos. Mientras el primero conoce la información relativa a la empresa con base en la información que la misma sociedad ponga a su disposición o la información que sea pública; el segundo, tiene conocimiento directo sobre las operaciones, contratos actuales e incluso información no pública que podría revalorizar el precio de las acciones. Esto supone una desventaja clara en la negociación, colocando a uno en un punto de partida más privilegiado (sin tener en cuenta el privilegio mismo que supone el ROFR), por lo que, lo usual (y que para Walker sería incluso lo lógico), es que los terceros pierdan interés en la adquisición de tales acciones.

C. Razones para la prevalencia del ROFR

Entonces, ¿por qué los accionistas y sus asesores sugieren y valoran su inclusión en los convenios entre socios?

Primero, debemos diferenciar entre sociedades de capital cerrado (sociedades de capital reducido, empresas familiares y *ventures*) y sociedades de capital disperso, siendo que en el primer caso esta provisión tendrá más sentido. Mientras que en las sociedades de capital reducido o empresas familiares interesa mantener a ciertos accionistas dentro de la operación por factores como la experiencia, confianza, y similares; en sociedades de capital disperso esto no es una realidad viable, debido a que el accionariado es tan grande que pactar ROFR no necesariamente garantiza la dirección, forma de ejecución de negocio e incluso, la visión a futuro, mantengan una línea estable. En estas sociedades no se espera que los accionistas tomen directamente las riendas de la operación diaria (fuera de que en la jurisdicción peruana la LGS no permite que se pacten ROFRs –ni otras limitaciones a la libre transferibilidad de acciones– en sociedades de capital disperso como son las sociedades anónimas abiertas).

Bajo derecho peruano, una SAC suele no tener distinción entre propiedad y dirección, por lo que en la gran mayoría de ocasiones los accionistas mismos estarán involucrados en la ejecución del objeto social y tendrán una perspectiva sobre cuál debería ser el enfoque del negocio. En este supuesto concreto y, bajo este contexto, es en el que surgen las mayores ventajas y puntos favorables en relación con el pacto de ROFR.

A continuación, pasaremos a explicar las justificaciones que, previsiblemente, amparan la prevalencia del uso del ROFR en este tipo de sociedades cerradas.

1. Protección ante la quiebra de negociación (*bargaining breakdown*)

Una primera justificación es que el ROFR sirve como un seguro que previene el riesgo de la quiebra de una negociación entre accionistas de una misma sociedad. Imaginemos que las partes no han pactado un ROFR y empiezan a negociar el precio. En toda negociación entre el accionista que ofrece la acción y el titular del ROFR (ambos *insiders*) algo puede fallar y la transacción se puede truncar. Si ello pasara, el vendedor saldrá a ofrecer las acciones a un tercero y en caso encuentre uno que pague el precio que venía negociando con su socio previamente (o incluso menor, pues recordemos no existe ROFR ni otro mecanismo pactado), le venderá las acciones al tercero para salir de la sociedad. Y, en este caso, se podría estar asignando las acciones a la persona que no necesariamente las valoraba más. Antes de continuar con el análisis de esta justificación, tal vez sirve detenernos a revisar rápidamente qué factores podrían contribuir a un quiebre de una negociación ante la falta de un ROFR.

Así, entre los más usuales Walker recoge los siguientes:

a) Negociación estratégica de los socios y diferencias de poder (*leverage*) en la negociación: según la experiencia, las disparidades de poder y el uso de la negociación estratégica son comunes en las negociaciones entre *insiders* en la ausencia de un derecho de preferencia. Si el vendedor puede ir a vender a un tercero de frente y no existe ROFR, eso le daría mayor poder de negociación.

b) Barrera de equidad o 'precio justo': si las partes perciben que el precio que vienen negociando no es 'justo' para ninguno, ambos preferirán terminar las negociaciones. Sí podría existir una zona de acuerdo, pero al ser *insiders* que manejan información similar, llegar a ella podría ser problemático.

c) No existencia de zona de acuerdo: pueden darse casos donde las malas relaciones entre los socios o prejuicios entre ellos generan una zona natural de permanente desacuerdo. Sin un ROFR, en este caso el vendedor estaría dispuesto a incluso vender por debajo del valor al que estaría dispuesto a venderle a su socio.

d) La utilidad del vendedor al vender fuera de la sociedad: en algunas sociedades los socios son competidores, lo cual genera un incentivo de uno de ellos de vender a un tercero antes de ofrecerle su parte a su mismo socio. Los socios probablemente quieran tener el ROFR como un seguro para evitar ese riesgo.

e) Asimetría informativa: este es un serio problema en negociaciones de una sola ronda. Ante la falta de un ROFR, el socio que se va generalmente escogerá negociar antes que ir a una subasta, a efectos de intentar capturar una porción del valor idiosincrático de su otro socio (1999, pp. 24-46).

El ROFR funciona en este caso como un seguro contra el quiebre de la negociación. Como todo seguro, el ROFR tiene un costo. Cada parte debe evaluar si vale la pena la inversión (costo) y la probabilidad de su uso. La probabilidad que un socio (*insider*) le otorgue un valor alto al bien (por su valor idiosincrático) al momento de la venta es clave para decidir si decide pagar este 'seguro'. Esta decisión de tomar un seguro debe considerar también la aversión al riesgo que tiene cada parte sobre un quiebre en la negociación. Mientras mayor aversión al riesgo, mayor la posibilidad de que tomen este seguro a pesar de que sus costos sean mayores a los beneficios para dicha parte (es decir, a pesar de que al momento de su ejecución no se genere la transacción más eficiente que permita a esa parte extraer el mayor valor posible). Finalmente, aunque nunca se vaya a ejercer el ROFR, su pacto facilita la inversión en una sociedad de capital cerrado. No tener este seguro puede generar incentivos en los socios de no invertir en el mismo monto que si se tuviera el seguro.

Continuando, la limitación a la libre trasmisibilidad de las acciones acordada mutuamente por las partes al negociar y acordar un ROFR –y los costos que ello conlleva– está justificada porque evita el riesgo de que el accionista receptor de la oferta de venta, quien por razones subjetivas puede valorar las acciones por encima de su precio, desista de realizar la transacción y un tercero termine entrando (en este caso, el resto de accionistas se queda sin posibilidad alguna de igualar el precio). El vendedor siempre buscará obtener de su socio ese valor idiosincrático (y la prima aparejada), y ello puede conllevar al quiebre de la negociación.

Lo curioso del ROFR, según algunos ejemplos de Walker, es que, si bien sirve como un seguro, no genera necesariamente que el vendedor logre el mejor precio posible. Es decir, en algunas situaciones donde existe ROFR, el accionista vendedor podría conseguir una oferta por debajo del valor que podría tener su socio en la cabeza (recordemos que un tercer ajeno a la sociedad podría valorarla menos que el socio que la conoce mejor y que además tiene un valor idiosincrático). Y en este caso,

podría terminar vendiendo a su socio por un valor menor –marcado por el tercero– que el que su socio le hubiese dado en una negociación directa de no haber ROFR. Más que una pérdida de valor, lo que vemos acá es una transferencia de valor del vendedor al tenedor del derecho ROFR, quien termina adquiriendo un bien por menos de lo que hubiese pagado. Es el titular del derecho ROFR quien pudo extraer valor adicional en esta transacción.

En resumen, es el titular del ROFR quien usualmente mejora su posición con la existencia de este derecho, no el vendedor (menos valor) ni el *bidder* (pues no participa, ofrece un precio muy alto u ofrece uno muy bajo que pierde ante la propuesta del tenedor del ROFR).

2. Desincentivo de salida del accionista

Las justificaciones expuestas en el apartado anterior son varias y gráficas. Sin embargo, ¿son suficientes? ¿Es la razón principal de un ROFR ser un seguro contra la quiebra de negociaciones bilaterales entre socios? Según expone Walker, tal vez una justificación primaria y más potente que aquella es la necesidad de los socios de desincentivar e inhibir la salida de sus otros socios.

Bajo esta perspectiva, los accionistas que se mantienen en la sociedad se encuentran protegidos pues, *ex ante*, limitaron la posibilidad de que terceros vayan a realizar ofertas o estar interesados en la adquisición de las acciones. Ahora bien, pueden ser varias las razones por las cuales desean limitar la entrada de terceros: (i) quieren mantener el poder de elegir a sus futuros socios; (ii) bloquear la entrada de un actor con mala reputación; (iii) mantener el control familiar de la sociedad; (iv) mantener el control del número e identidad de los socios para asegurar el cumplimiento de ciertas normas imperativas, entre otros. O'Neal & Thompson concluyen lo mismo: la restricción a la transferencia de acciones tiene como intención usual mantener extraños fuera de una sociedad de capital cerrado (1999, p. 56).

Así, más que valorar un mejor retorno al momento de la salida, muchas veces los socios prefieren tener un seguro que les garantice estabilidad. Y el uso del ROFR ha demostrado ser una buena herramienta para restringir efectivamente la entrada de terceros ajenos a la sociedad y, en jurisdicciones donde han existido varios casos sobre cuestionamientos del uso de restricciones a la libre transferencia de acciones, las cortes han sido más proclives a invalidar restricciones distintas al ROFR. Este no es un dato menor, pues ello genera un incentivo en los participantes de mercado de acordar figuras jurídicas ya conocidas por los jueces y que generen predictibilidad en su aplicación. Walker lo dice expresamente: "La forma de opción que tiene más probabilidades de recibir el respaldo judicial es el derecho de preferencia" (1999, p. 60) [traducción libre][12].

Del mismo modo, se lee que la efectividad del ROFR tendrá un impacto en terceros en función al número de postores, la especialidad del bien y el potencial de un mayor valor idiosincrático. Cuando se pacta el ROFR las partes no pueden predecir cuán efectivo será el ROFR inhibiendo la entrada de un tercero, pero la experiencia indica que en sociedades de capital cerrado el ROFR usualmente dificulta la venta a *outsiders*.

Esta conclusión no es ajena a nuestra experiencia en el mercado local. Cuando uno le pregunta a colegas y participantes del mercado de fusiones y adquisiciones sobre las razones para pactar un ROFR, automáticamente la respuesta es: asegurar que no entre un tercero a la sociedad sin el consentimiento de los socios que se quedan. Para ello, se busca dificultar la salida del socio vendedor de sus acciones. Nunca, en mi experiencia, la respuesta ha sido "pactamos un ROFR para maximizar el valor para todas las partes en una futura venta de sus acciones".

D. Alternativas tradicionales al ROFR: evitar el riesgo por el 'quiebre de negociación' (*bargaining breakdown*)

¿Existen medios alternativos que alcanzando el mismo resultado que un ROFR sean menos costosos para las partes?

Entre otras, tradicionalmente se han propuesto alternativas –que se esperaba– tuviesen un beneficio similar al del ROFR como (i) la evaluación, índices de mercado y precios prefijados; (ii) el compromiso de negociar de buena fe, e, inclusive (iii) el derecho de primera oferta ('*right of first offer*').

Walker desarrolla de modo muy claro por qué esas alternativas tampoco serían mejores que el ROFR. Así, se pregunta, ¿existe un posible instrumento que pueda garantizar al titular del derecho comprar el activo al mejor precio disponible para el vendedor de un grupo de compradores terceros sin restricciones?

[12] Texto original:

"The form of option most likely to receive judicial support is a right of first refusal".

Sobre el primer punto el autor señala lo siguiente:

> La dificultad es que solo la propiedad más fungible o estandarizada es susceptible de una valoración precisa y objetiva mediante tasación o índice de mercado, y, como hemos visto, la propiedad que es fungible o estandarizada es menos probable que tenga un valor idiosincrásico y merezca protección contra el 'quiebre de la negociación' (*bargaining breakdown*) (1999, p. 48) [traducción libre][13].

Sobre el segundo, concluye que este compromiso no elimina el riesgo de quiebre de la negociación.

Y respecto al ROFO –figura tradicional más conocida para los lectores entre estas tres–, se indica que este mecanismo pone siempre en desventaja al titular del derecho, puesto conforme a la experiencia analizada, las cláusulas ROFO incentivan que (i) el titular del derecho ofrezca un pecio bajo, o (ii) acepte un precio muy alto. En palabras de Walker:

> Al recibir el aviso del vendedor, el titular de un derecho de primera oferta tiene la oportunidad de ofrecer un precio por la propiedad que, si no es aceptable para el vendedor, se convierte en el suelo del vendedor en la negociación con otros postores. En esta situación, los roles del titular del derecho y del comprador tercero se invierten. Ahora el titular del derecho debe calcular una sola oferta que maximice su retorno esperado en un vacío de información. A diferencia de las negociaciones de varias rondas entre el vendedor y el titular del derecho, este enfoque aparentemente aumenta el riesgo de quiebre de la negociación (1999, p. 50) [traducción libre][14].

Ahora bien, una variante del ROFO es que el vendedor sea quien ponga el precio (para evitar que el accionista receptor de la oferta sea quien esté en la situación incómoda de poner un precio muy bajo o muy alto), sin embargo, en este caso, sería el vendedor de las acciones quien determine el precio al titular del derecho de ROFO (vendedor que además no tiene ninguna obligación previa de venta), quien se vería en una desventaja pues tiene una sola oportunidad para evaluar y decidir (no ha existido una tasación previa de ese precio en el mercado ni múltiples rondas que generen competencia). El vendedor tendrá el incentivo de indicar un precio relativamente alto. El accionista receptor (quien puede tener valor idiosincrático) considerará que un tercero no lo valuará de la misma manera y pasará, esperando que el vendedor regrese con un precio menor. En este caso, no ha existido un proceso previo que permita 'formar el precio' en un ambiente competitivo.

Como bien lo indica Walker:

> En el paso, sin embargo, el titular crea la posibilidad de que un tercero que valora menos la propiedad la compre, exactamente la eventualidad que el derecho de tanteo estaba destinado a evitar. Así, el derecho de primera oferta sea cual sea su configuración, es un mal sustituto del derecho de tanteo (1999, p. 51) [traducción libre][15].

Antes estos escenarios, la propuesta de Walker es idear un instrumento o proceso denominado 'compromiso de subastar', que en su teoría podría ser una alternativa eficiente al ROFR –y a las otros mecanismos tradicionales–. Sin embargo, esta propuesta también tiene deficiencias que hace que en la práctica los participantes activos del mercado de fusiones y adquisiciones –y sus asesores– sigan pactando cláusulas ROFR.

E. El compromiso a subastar

Como lo sugiere Walker, en un compromiso para subastar, podría llegar a obtenerse lo mejor de los dos mundos. Por un lado, aquel accionista que permanece en la sociedad y que le da un valor –incluso podríamos decir 'idealizado'– a la acción tendrá la

---

[13] Texto original:

> The difficulty is that only the most fungible or commoditized property is susceptible to accurate, objective pricing by way of appraisal or market index, and, as we have seen, property that is fungible or commoditized is less likely to carry idiosyncratic value and warrant protection against bargaining breakdown.

[14] Texto original:

> Upon notice from the seller, the holder of a right of first offer is provided the opportunity to offer a price for the property which, if not acceptable to the seller, becomes the seller's floor in negotiating with other bidders. In this situation the roles of the rightholder and the third-party buyer are reversed. Now the rightholder must calculate a single bid that maximizes his expected return in an information vacuum. As opposed to multiple-round negotiations between the seller and the rightholder, this approach apparently increases the risk of bargaining breakdown.

[15] Texto original:

> In passing, however, the rightholder creates the possibility that a lesser valuing third party will purchase the property, exactly the eventuality that the right of first refusal was designed to avoid. Thus the right of first offer, however configured, is a poor substitute for the right of first refusal.

oportunidad de participar y, por el otro lado, este compromiso no significa un desincentivo para los terceros de participar como postores para obtener la propiedad, lo que crea un escenario competitivo donde se podrían maximizar los beneficios.

En relación con el diseño e implementación previo del compromiso de subastar, al estar en el contexto de transacciones de corporaciones cerradas, es usual que no se trate de una subasta meramente abierta al público, sino más bien de una subasta cerrada por invitación. Incluso al tratarse de una subasta privada, podría generar un efecto bastante similar al del ROFR; no obstante, priorizando que el precio de la acción sea el resultado competitivo entre las pujas de los participantes. El oferente de las acciones podrá poner un precio base sobre el cual se realicen las pujas y toda la transacción podría ser administrada por un agente *escrow* que asegure transparencia y justicia en el resultado.

Sin embargo, es importante también tener presente cómo es que las partes podrían afectarse ante el cambio del ROFR al compromiso de subastar. Además de que el proceso mismo de subasta significaría para los accionistas que permanecen en la sociedad la posibilidad de realizar la adquisición en caso de que una o varias de las ventajas listadas anteriormente fuesen deseadas y, de que el oferente podrá obtener el mejor precio, la subasta también colabora en favor de los accionistas que permanecen.

Tal como se comentó, estos, en su afán de 'mantener el control sobre la administración' o el 'control societario' mismo, podrían incurrir en idealización sobre el precio de las acciones, lo que eleva significativamente el costo de la transacción en su extremo.

En este sentido, el pasar por un proceso competitivo de subasta lo 'forzaría' a realizar un análisis técnico con asesores financieros especializados, lo cual llevaría a que sus *bids*, es decir, sus pujas, sean racionales más que emocionales o 'idealizadas'. Este hecho elimina tajantemente la idea de quiebre de la negociación, pero además, configura el escenario para que en caso sea de su mayor conveniencia y salgan vencedores en la subasta al realizar el precio más competitivo.

Esta propuesta, realizada hace más de 20 años por Walker, no ha tenido mayor acogida y actualmente todas las partes en este mercado continúan pactando cláusulas como el ROFR y el ROFO. Tal vez, entre las explicaciones de la no adoptación de esta propuesta teórica están las mismas que Walker anticipó en su artículo: (i) el compromiso de subasta es una propuesta realizada en el plano teórico y que no ha sido llevada a la práctica; (ii) las partes en este mercado ya están familiarizadas con la cláusula ROFR; y (iii) los jueces y árbitros también están familiarizados con esta cláusula y, por ende, existe jurisprudencia importante que ha generado precedentes, entre otras razones prácticas (1999, p. 65-66).

Fuera de ellas, tal vez la razón más importante es que, a pesar de que en la teoría pareciera que un mecanismo de compromiso de subastar también evitaría el quiebre de una negociación, no logra el otro objetivo importante –y parece que primario– que logra el ROFR: inhibir la salida del accionista vendedor.

IV. CONCLUSIONES Y REFLEXIONES FINALES

– Los socios en una sociedad de personas (de capital cerrado, *coventurers*, familiares, entre otros modelos similares), deben optar entre acordar limitar la libre transmisibilidad de sus acciones o establecer ciertas restricciones. En esa decisión, deben evaluar los costos y beneficios de una u otra opción.

– Si optan por restringir la libre transferencia de acciones a través de una cláusula ROFR (esto es, 'adquirir un seguro' contra el riesgo que implica que entre un nuevo socio sin su consentimiento o en el futuro se pueda truncar la negociación con su socio para la transferencia de sus acciones), deben ser conscientes de que ese 'seguro' tiene costos y desventajas. Lo principal: inhibirá su salida de la sociedad.

– Sin embargo, si bien existe este costo, si la persona que está evaluando la adquisición de este seguro es aversa al riesgo y puede ser quien necesite contar con ese derecho (futuro titular del ROFR), podría preferir incurrir en ese costo a lograr el mejor precio posible el día en que quiera vender sus acciones. Pues, si algo hemos aprendido en este artículo, es que, de las tres partes involucradas, quien suele tener el mayor beneficio de un ROFR es el titular del derecho, pues es este quien puede terminar absorbiendo parte del valor que podría haber correspondido al vendedor (proveniente del potencial comprador).

– Se podría intentar acordar mecanismos novedosos y/o alternativos al ROFR, por ejemplo, mecanismos menos costos o que generen menos desincentivos. Pero, al evaluar ello, se debe ser consciente también que una cláusula ROFR cuenta con muchos años

de desarrollo académico, conocimiento de los aplicadores del derecho, reconocimiento judicial, entre otros factores que fomentan su uso internacional.

REFERENCIAS

Conde Granados, J. (2014). Alcances y operatividad de los convenios de accionistas en las sociedades anónimas. *Foro Jurídico*, (13), 26-37.

Carrión Álvarez-Calderón, D. (28 de agosto de 2019). Tag, drag, put, call, vetos: ¿cómo juegan estos derechos entre accionistas? *Ius 360*. https://ius360.com/tag-drag-put-call-vetos-como-juegan-estos-derechos-entre-accionistas/

Carrión Álvarez-Calderón, D (2019). ¿Y si no ejercen su derecho de adquisición preferente, podemos vender? La importancia de reglas claras para el ejercicio de este derecho. *Advocatus*, (36), 31-61. 10.26439/advocatus2018.n036.4735

Circo, C. (2016). *Purchase Options, ROFRs, and ROFOs: Theory and Practice or What can a law professor tell ACREL Fellows about purchase options, rights of first refusal, and rights of first offer that they don't already know?* (Working paper). https://ssrn.com/abstract=2781802

Daskal, B. (1995). Right of First Refusal and the Package Deal. *Fordham Urban Law Journal*, (22), 461-501.

De Trazegnies Granda, F. (2001). El derecho de adquisición preferente en la sociedad anónima: la transferencia del control social a través de una sociedad holding. *Advocatus*, (4), 229-246. https://doi.org/10.26439/advocatus2001.n004.2291

Di Chiazza, I. & Van Thienen, P. (2006). El derecho de compra preferente como restricción a la transferencia de acciones. Análisis económico y jurídico. *Derecho Comercial y de las Obligaciones: Revista de doctrina, jurisprudencia, legislación y práctica,* (221), 707-730.

Elías Laroza, E. (2015). *Derecho Societario Peruano. La Ley General de Sociedades* (3ra ed.). Gaceta Jurídica.

Hua, X. (2012). The right of first offer. *International Journal of Industrial Organization*, 30(4), 389-397. https://doi.org/10.1016/j.ijindorg.2012.01.002

Kahan, M., Shmuel, L. & R. Sundaram. (2012). First-Purchase Rights: Rights of First Refusal and Rights of First Offer. *American Law and Economics Review*, *14*(2), 331-371.

Lillard, T., Szygenda, A., & Wise, R. (2010). First-Refusal Rights under Texas Law. *Baylor Law Review, 62*(2), 433-520. https://www.baylor.edu/content/services/document.php/117444.p

Mitchell, J. (2001). Can a right of first refusal be assigned? *The University of Chicago Law Review*, 68(3), 985-1006. https://doi.org/10.2307/1600407

Palmadera Romero, D. (2009). *Manual de la Ley General de Sociedades*. Gaceta Jurídica.

Pérez Caruajulca, M. (2021). *El derecho de adquisición preferente como limitación a la transferencia de acciones en las sociedades anónimas cerradas: incertidumbres y problemas en torno a su ejercicio* (Tesis para optar por el título de abogado). Pontificia Universidad Católica del Perú, Lima, Perú.

Rebaza Torres, A. (2007). Las fusiones y adquisiciones de empresas: a propósito de la proliferación de los fondos de inversión. *THĒMIS-Revista de Derecho*, (54), 101-111.

Sáez, M., & Bermejo, N. (2007). Inversiones específicas, oportunismo y contrato de sociedad: a vueltas con los pactos de tag- y drag along. *InDret: Revista para el análisis del Derecho*, (1), 1-37.

Salas Sánchez, J. (2008). Los convenios de accionistas en la Ley General de Sociedades y la autonomía de la voluntad. *Ius et Veritas*, *18*(36), 64-102.

Varaiya, N. (1988). The "Winer's Curse" Hypothesis and Corporate Takeovers. *Managerial and Decision Economics*, *9*(3), 209-2019. https://doi.org/10.1002/mde.4090090306

Walker, D. (1999). *Rethinking Rights of First Refusal*. (Discussion paper 261). http://www.law.harvard.edu/programs/corp_gov/papers/No261.99.Walker.pdf

10.18800/themis.202302.014

INSTRUMENTACIÓN CONTRACTUAL DE UNA OPERACIÓN DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES O ACTIVOS

CONTRACTUAL INSTRUMENTATION OF A SHARE OR ASSET ACQUISITION TRANSACTION

Pablo A. Artagaveytia*
Marval O'Farrell Mairal

The acquisition of shares is a complex process that challenges the negotiation capacity of the parties. It is natural that both the buyer and the seller look for tools that help them to reduce, if not eliminate, any type of risk to their interests, thus, from Civil and Commercial Law we find procedures, clauses, covenants, guarantees and among other conditions that if used properly could ensure the acquisition of a good business.

Focusing on the diversity of situations under which a purchase and sale can be carried out, the author analyzes the strengths and weaknesses of the adjustment tools that are useful to successfully face the world of transactions.

Keywords: Transaction; clauses; acquisition; responsibilities; penalty.

La adquisición de acciones es un proceso complejo que desafía la capacidad de negociación de las partes. Es natural que tanto el comprador como el vendedor busquen herramientas que los ayuden a reducir, sino eliminar, cualquier tipo de riesgo para sus intereses, así, desde el derecho civil y comercial encontramos procedimientos, cláusulas, pactos, garantías y entre otros condicionamientos que de usarse adecuadamente podrían asegurar la adquisición de un buen negocio.

Enfocándose en la diversidad de situaciones bajo las que se puede realizar una compraventa, el autor analiza los puntos fuertes y débiles de las herramientas de ajuste que son útiles para afrontar de manera exitosa el mundo de las transacciones.

Palabras clave: Transacción; cláusulas; adquisición; responsabilidades; sanción.

* Abogado. Máster en Derecho Internacional por Southern Methodist University (Dallas, Texas, USA), especializado en Derecho Comercial y Derecho Corporativo. Se desempeñó como secretario judicial en los Juzgados Nacionales de lo Civil y de lo Mercantil de Argentina entre 1986 y 1990. Desde el 2002, es socio en Marval O'Farrell Mairal, estudio que representó durante los años 1998 y 1999 en Demarest & Almeida, San Pablo, Brasil. Contacto: paa@marval.com

Nota del Editor: El presente artículo fue recibido por el Consejo Ejecutivo de THĒMIS-Revista de Derecho el 11 de julio de 2023, y aceptado por el mismo el 07 de octubre de 2023.

I. INTRODUCCIÓN

El objetivo del presente artículo es efectuar una breve introducción al mundo de las transacciones de adquisiciones de compañías y explicar en forma didáctica las distintas etapas que suelen presentarse y el sentido que tiene cada una de ellas. Si bien los contratos involucrados son sofisticados y muchas de sus cláusulas son negociadas en detalle, el manejo de este tipo de operaciones, independientemente de los términos en inglés que suelen usarse, es bastante más simple e intuitivo de lo que parece a primera vista.

En este sentido, analizaremos los pasos principales a través de los cuales se suele estructurar una operación de adquisición de una compañía planteando su análisis en el orden en el que suelen surgir.

Usualmente el puntapié inicial de estos procedimientos transaccionales es la existencia de un acuerdo entre dos o más partes para perfeccionar la venta parcial o total de las acciones, cuotas o activos de una compañía. Si bien, normalmente, la operación versa sobre acciones o cuotas (a partir de ahora mencionaremos acciones o cuotas en forma indistinta), pueden también tener como objeto la compra de ciertos activos (por ejemplo, inmuebles, líneas de producción o fondos de comercio). De esta forma, dependiendo de si la transacción es sobre acciones (*equity deal*) o activos (*asset deal*), diferentes herramientas serán utilizadas (destáquese que esto no implica que se trate de negocios jurídicos diferentes toda vez que si en ambos casos hablamos de una compraventa, varía la forma de implementación y consideraciones entre un caso y otro).

Las herramientas que analizaremos tienen como finalidad principal facilitar el procedimiento de adquisición y transferencia de los activos o acciones, resguardando los intereses de cada una de las partes durante el proceso transaccional.

Las partes buscarán salvaguardar, entre otras cosas, la confidencialidad de las negociaciones previas, la información que intercambien, la determinación de sus derechos y obligaciones, la fijación de los pasos necesarios para avanzar con cada instancia del proceso, entre otros.

Consideramos relevante destacar que el asesoramiento jurídico en la estructuración de este tipo de transacciones requiere contar con un equipo interdisciplinario en materia de derecho comercial, impositivo, bancario, laboral, entre otras áreas, por lo que el rol de los abogados asesores en adquisiciones debe ser integral para comprender el escenario fáctico y jurídico en el que se desarrollará la transacción.

Es importante destacar, que normalmente –y especialmente en el caso de transacciones que involucran compañías que no realizan oferta pública de sus acciones– para que exista una transacción de adquisición debe haber (i) una parte que esté interesada en vender; y (ii) una parte que esté interesada en comprar.

Puede ocurrir, que la transacción se origine (i) mediante una negociación directa entre potencial vendedor y potencial comprador; o (ii) mediante una iniciativa del vendedor quien sale a buscar potenciales interesados en comprar. En este último caso, normalmente el vendedor contrata a un banco o asesor de inversión para que investigue en el mercado potenciales interesados y los acerque al vendedor.

Si fuera este último caso, nos encontraríamos con lo que en inglés se llama '*beauty contest*' y que implica una competencia entre los potenciales compradores para determinar quién ofrece las mejores condiciones. Una vez seleccionado alguno o varios de ellos, continua la negociación entre vendedor y compradores seleccionados.

En las transacciones desarrolladas bajo el esquema de '*beauty contest*' el vendedor es quien normalmente fija las condiciones de venta (de manera general prepara una primera versión del contrato que está dispuesto a firmar) y los potenciales compradores interesados efectúan sus ofertas. Con todas las ofertas en mano, el vendedor luego decide con quién o quiénes sigue la transacción.

Si bien el presente artículo pretende describir los documentos comúnmente usados en transacciones de adquisición entre privados, si dicha adquisición privada versa sobre una sociedad que cotiza sus acciones en el mercado bursátil, habrá que analizar la normativa local en lo que respecta a la obligación o no de ofertar también por la compra de las acciones que detenten terceros ajenos a la transacción privada y que se encuentran diseminadas en el mercado bursátil donde cotiza esa sociedad. En este sentido, puede pasar que ante la potencial adquisición del control de una empresa que cotiza, exista la obligación, para el comprador, de tener que lanzar una Oferta Pública de Adquisición (en adelante, OPA) para que aquellos detentores de dichas acciones, a los efectos que ellos, puedan también vender sus tenencias. También ocurre, que el propio comprador, sin tener la obligación, quiera adquirir voluntariamente, a dichos terceros, la mayor cantidad de acciones de la sociedad cotizante. En este último caso, podrá lanzar una OPA voluntaria siguiendo el procedimiento establecido por la normativa bursátil de la jurisdicción en donde cotice la sociedad.

En cualquiera de dichas alternativas, no serían de aplicación los documentos que a continuación vamos a describir, sino que dicha OPA se deberá regir por la normativa bursátil de la jurisdicción en cuestión.

II. INSTRUMENTOS PRELIMINARES A UNA TRANSACCIÓN ENTRE PRIVADOS

A. Convenios de confidencialidad o *Non Disclosure agreements*

Una vez que vendedor y comprador están frente a frente, lo primero que se quiere salvaguardar es (i) que la negociación sea confidencial (o sea, que ni el mercado ni los empleados, clientes, proveedores, acreedores, reguladores, etc. tomen conocimiento de la misma) hasta que exista un acuerdo definitivo, excepto en aquellos casos en que cierta divulgación fuera necesaria bajo las leyes aplicables; y (ii) que la documentación o información que se pueda intercambiar no sea divulgada a terceros.

Es así, que ambas partes firman lo que en el mercado se llama *Non Disclosure Agreement* (en adelante, NDA) o acuerdo de confidencialidad[1].

Hay que tomar en cuenta que, como consecuencia de la apertura del periodo de *Due Diligence*, las partes (principalmente el vendedor) estarán compartiendo durante su curso, información vinculada a la operatoria del negocio, aspectos técnicos y operativos, información sobre su personal, sus finanzas y contabilidad.

La importancia de proteger la información confidencial compartida por el vendedor al potencial comprador durante el análisis y revisión de la documentación obtenida durante el *Due Diligence,* radica en que en la mayoría de los casos este proceso ocurre sin la certeza absoluta de que la transacción efectivamente se llevara a cabo.

En consecuencia, la firma de un Acuerdo de Confidencialidad o *Non Disclosure Agreement* es fundamental, antes de comenzar la negociación de la transacción.

En este escenario, es una práctica habitual en el mercado global la implementación de este tipo de convenios, cuya finalidad principal es mantener en sigilo la negociación y asimismo, determinar los límites –y consecuentemente los derechos y obligaciones– que cada parte tendrá en el marco del intercambio de información. Como mencionamos antes, la parte que suele tener mayores intereses en limitar la utilización de la información intercambiada es el potencial vendedor. Esta motivación radica (i) en lo que hace a la provisión de información de la sociedad objeto de la transacción, en que el potencial vendedor estaría ofreciendo a los potenciales compradores (que podrían ser además competidores) información sobre su negocio; y (ii) en lo que hace a las negociaciones en sí, en que podría afectarse el mercado en que ambas partes realizan negocios y/o conocerse hipotéticamente las intenciones de ampliación o disminución en ese determinado ámbito, en ambos casos, existiendo una alta posibilidad de que la transacción luego no se concrete.

Los efectos son diversos y muchas veces de impredecible resultado. A modo de ejemplo, imaginemos, qué efecto tendría sobre los empleados del vendedor, proveedores, clientes, si los mismos se enteraran sobre la potencial venta a un tercero. Más aún, cómo podría afectar eventualmente esta negociación –que como hemos dicho no asegura la concreción de una transacción– las relaciones con entidades financieras que han otorgado préstamos a la sociedad objeto de la transacción. Difícil encontrar una única respuesta a estos interrogantes.

Muchas veces, el acuerdo de confidencialidad puede estar incluido como una cláusula especifica dentro de un Memorándum de Entendimiento o *Memorandum of Understanding* (en adelante, MOU), figura que veremos más adelante y que normalmente abarca entendimientos básicos que las partes quieren establecer antes de iniciar el *Due Diligence* o la negociación de los documentos definitivos.

Entonces, hemos llegado a una conclusión ineludible, y es que resulta fundamental, que el acuerdo de confidencialidad sea vinculante entre las partes y que se establezcan penalidades en caso de incumplimiento, ya sea que el mismo se firme separadamente o forme parte de otro documento,

[1] El Código Civil y Comercial Argentino (en adelante, CCyC) establece los parámetros para el tratamiento de la información y las consecuencias para la parte que no ha cumplido con el deber de resguardarla y de no usarla inapropiadamente en su propio interés. Así la referida norma dispone:

> Artículo 992.-
>
> […] la parte que incumple este deber queda obligada a reparar el daño sufrido por la otra y, si ha obtenido una ventaja indebida de la información confidencial, queda obligada a indemnizar a la otra parte en la medida de su propio enriquecimiento (2014).

tal como un MOU, carta de intención u otro (vinculante o no). Así también, es importante delimitar las personas que tendrán acceso a la información, y que cada una de ellas firme un compromiso individual de confidencialidad.

Considerando la finalidad de este tipo de contratos, nos encontramos con que suelen contar con ciertos elementos básicos, por cuanto se repiten habitualmente en este tipo de convenios.

Algunos elementos distintivos que pueden aparecer en estos contratos son los siguientes:

– Calificación de la información: Se determina aquella información que estará alcanzada por las previsiones de la confidencialidad. Cuáles son aquellos de carácter sensible y que una de las partes no hubiese podido obtener de bases de datos públicas, conocimiento general del mercado y/o del negocio en el que se desarrolla la parte que ofrece la información. Este punto debe delimitarse con suma precisión, dado que aquellos aspectos no considerados como información confidencial quedarán excluidos del marco de aplicación del convenio.

– Devolución o eliminación de la información: Considerando que el objeto de este tipo de acuerdos es el intercambio de información, la parte que recibió la información deberá restituirla a la parte que la divulgó, o bien eliminarla de sus registros, dependiendo lo que se hubiera convenido, siendo estas dos opciones prácticas habituales.

– Procedimiento de intercambio y preservación de la información: Resulta fundamental establecer un mecanismo para que las partes puedan intercambiar la información que será considerada confidencial, como así también establecer los canales por los cuales será compartida esta información. Este punto, así como también la determinación de un procedimiento de preservación de la información, encuentra relevancia en el hecho de que en ciertos casos la parte que revela la información puede requerir que se implementen programas o servidores análogos a los que ella utiliza para manejar estos datos. Este es un punto que cada vez cobra más relevancia, considerando los avances en materia de ciberseguridad que se registran actualmente.

– Determinación de penalidades y sanciones: La fijación de penalidades y sanciones permite a las partes hacerse de herramientas para resarcirse de las consecuencias de potenciales incumplimientos. Si bien los remedios que se puedan prever contractualmente funcionarán como un paliativo ante el incumplimiento y no como una herramienta preventiva (considerando que el incumplimiento y el daño de él derivado surgirán de la divulgación no autorizada de la información), sirven como incentivos para que las partes limiten su accionar a lo previsto en el contrato. Una alternativa en este sentido sería la incorporación de cláusulas penales (fijación de una sanción económica frente al incumplimiento), como así también la obligación para la parte incumplidora de reparar integralmente el daño ocasionado por su accionar. Cabe aclarar que ante su incumplimiento, este tipo de cláusulas suelen ser sometidas a interpretación del tribunal que hayan definido las partes bajo el respectivo acuerdo, a saber árbitros/tribunales arbitrales, o los jueces del país que corresponda, por ello la importancia de ser precisos en su redacción.

– *Non solicitation*: Si bien esta obligación no necesariamente esté en un NDA firmado separadamente, es altamente probable que, de incorporarse la obligación de confidencialidad en un MOU, se estipule además que las partes estarán restringidas de utilizar la información intercambiada para contratar empleados claves del vendedor o contactar clientes del mismo. Normalmente, esta cláusula se estipula por un periodo de tiempo determinado.

– Ley aplicable y jurisdicción: En este orden de ideas, una cláusula relevante será aquella que fije la jurisdicción y la ley que se aplicarán a la contratación en el caso de que surjan conflictos entre las partes o diferencias interpretativas relevantes. Se sugiere que la jurisdicción y la ley seleccionada sean afines y accesibles a las partes, a fin de no complejizar un potencial proceso judicial.

Cabe aclarar que, como mencionamos previamente, no solo la información que las partes intercambien podrá reputarse como confidencial, sino que la negociación y existencia del proceso transaccional también suele calificarse como confidencial, ya que la divulgación de una potencial venta o adquisición podría traer consecuencias no deseadas para las partes en una etapa germinal del procedimiento.

Desde nuestra perspectiva de análisis este es un contrato inicial y sumamente importante en una

operación de adquisición, ya que la información que a partir de él se intercambie entre las partes, permitirá que el proceso transaccional evolucione.

B. Memorándum de Entendimiento o Carta de Intención

Ya hemos visto la importancia de los acuerdos de confidencialidad como primer paso para el inicio de una transacción de adquisición de acciones o activos.

También hemos mencionado que dichos acuerdos de confidencialidad pueden estar en un documento separado o en un documento más extensivo en el cual se establezcan, además de la confidencialidad, ciertos parámetros o entendimientos básicos entre las partes, por ejemplo, precio base, determinación del período de *Due Diligence*, plazo de exclusividad para la negociación, etc.

Este tipo de contratos más extensivo son los Memorándum de Entendimiento o Cartas de Intención y suelen aparecer en inglés con el nombre de *Memoradum of Understanding* (MOU) o *Letter of Intent* (en adelante, LOI).

Salvo en los casos en que se haya firmado previamente un acuerdo de confidencialidad, el MOU o LOI suele ser, en muchos casos, el primer documento escrito (de carácter legal) suscripto entre las partes que los vinculará formalmente y cuyo propósito principal será reflejar su intención de realizar todos aquellos actos, investigaciones y/o relevamientos, intercambios de información, que estas crean necesarios para que la operación de compraventa de las acciones de la compañía a ser auditada sea efectivamente realizada.

En este documento se suele reflejar el compromiso de realizar el *Due Diligence* o auditoría, estableciéndose un plazo específico para ello y la obligación para la parte vendedora de facilitar la información necesaria al potencial comprador.

A su vez, este tipo de acuerdos comúnmente pueden incluir las siguientes cláusulas:

i. El mencionado acuerdo de **confidencialidad** que impida a las partes divulgar la negociación en curso como, asimismo, evitar que el potencial comprador pueda divulgar la información que recibirá y revisará como consecuencia del *Due Diligence*, y;

ii. Especialmente en caso de una negociación bilateral, un compromiso de **exclusividad** mediante el cual el vendedor se obliga a no negociar con terceros durante el proceso de *Due Diligence*. En este sentido, el potencial comprador, pretendería asegurarse que, por un determinado periodo de tiempo, el vendedor solo negociara con ellos. Obviamente, en caso de que hubiera dos o más potenciales compradores (*beauty contest*), el vendedor se reservará el derecho de mantener negociaciones simultáneas y elegir la oferta que considere más conveniente. Cabe aclarar sin embargo que, si bien podría ser en algunos casos deseable para el comprador, no siempre la exclusividad es otorgada por el vendedor toda vez que limitaría su posibilidad de negociar con otros potenciales interesados.

Se discute la conveniencia de instrumentar formalmente este tipo de acuerdos, ya que en muchos casos esto podría generar luego una discusión sobre su carácter vinculante. Por ello, es aconsejable que los abogados tengan muy presente esta discusión a la hora de redactar el MOU o LOI, dejando constancia expresa y con claridad respecto de la naturaleza vinculante o no del mismo, de modo de evitar discusiones posteriores sobre los alcances de este documento y/o de partes del mismo.

Los MOU o LOI no suelen calificarse como un 'contrato' propiamente dicho, sino que se asemeja más a un 'acuerdo para acordar', en tanto que su contenido, en principio, no resultará de cumplimiento obligatorio para las partes, salvo aquellas que las mismas estipulen que si serán vinculantes[2]. A modo de ejemplo, normalmente se establece que las cláusulas de confidencialidad y exclusividad, si fueran incluidas en el mismo, son vinculantes para las partes independientemente que el resto del acuerdo no lo sea.

En consecuencia, lo más usual es que la naturaleza jurídica que se le otorgue a este tipo de acuerdos sea 'no vinculante' y que, por lo tanto, a partir de su firma, no surja la obligación de vender las acciones (para el vendedor) ni de pagar el precio (para el comprador).

[2] El Código Civil y Comercial de Argentina establece lo siguiente:

Artículo 993.-

Los instrumentos mediante los cuales una parte, o todas ellas, expresan un consentimiento para negociar sobre ciertas bases, limitado a cuestiones relativas a un futuro contrato, son de interpretación restrictiva. Sólo tienen la fuerza obligatoria de la oferta si cumplen sus requisitos (2014).

C. Oferta Vinculante o '*Binding Offer*'

Así como hemos visto que en principio el MOU o LOI, no son vinculantes salvo en lo que específicamente estipulen las partes (por ejemplo, la confidencialidad cuando está incluida) también podemos encontrarnos con una oferta vinculante otorgada por el potencial comprador al vendedor.

Normalmente, esta oferta vinculante puede otorgarse al principio de la negociación, también puede ser requerida por el vendedor como condición previa a la apertura del *Due Diligence* o, una vez iniciado el *Due Diligence*, antes de la entrega de cierta documentación fundamental para el negocio que se pretende transferir. En este sentido, es común, que el vendedor, aun habiéndose ya iniciado el proceso de *Due Diligence*, establezca que previo a la entrega de cierta información adicional que considere fundamental, tener la garantía de que la intención del comprador es firme.

Por otra parte, el comprador, al momento de emitir su oferta vinculante o '*Binding Offer*', establece ciertas condiciones en la cual basa su oferta. De este modo, en este tipo de contratos se suele ver que el precio ofrecido por el potencial comprador está condicionado a la finalización exitosa del proceso de *Due Diligence* y a que la información financiera informada por el vendedor sea cierta[3]. A modo de ejemplo, se puede condicionar la oferta vinculante a la exactitud de los estados contables de la sociedad a ser auditada y las cuentas que lo integran, las cargas y/o *gravámenes* que pudieran pesar sobre los activos de los cuales la compañía objeto de la potencial transacción es titular, el propio valor de dichos activos objeto de transmisión, la existencia de pasivos ocultos, el cumplimiento de normas de '*compliance*', etc.

Cualquier diferencia material en la información o declaración efectuada por el vendedor que fuera detectada antes de la firma podrá generar que el potencial comprador desista de proseguir con el proceso o que cualquiera de las partes, según el descubrimiento durante la etapa del *Due diligence*, pretenda establecer nuevas condiciones para avanzar con la negociación.

D. Debida diligencia o *Due Diligence*

Ahora vamos a comenzar a analizar una de las etapas fundamentales en la mayoría de las transacciones de compraventa de acciones o activos. Esta etapa, que normalmente se denomina con el término en inglés de *Due Diligence,* no es otra cosa que la revisión de balances, estados contables y financieros, documentos, contratos, operatoria del negocio y cualquier otro documento que le permita al potencial comprador tener una idea de cómo funciona y opera la compañía o activo que desea adquirir. Es decir, implica la debida diligencia que todo comprador debería efectuar o sería recomendable que hiciera, antes de implementar una adquisición de acciones o activos. Es importante destacar que el proceso de *Due Diligence* no solamente permitirá identificar cuestiones legales que eventualmente podrían requerir ser modificadas o resueltas, sino que puede tener injerencia en el precio, en la estructura de la propia transacción y hasta las posibles indemnidades que puedan oportunamente negociarse.

Sin perjuicio de que normalmente, el *Due Diligence* es efectuado por el comprador a través de sus asesores, también es cierto que en aquellos casos donde nos encontramos en procesos competitivos (*beauty contest*), muchas veces el propio vendedor es quien prepara su propio *Due Diligence* a los efectos de darle la información a los potenciales compradores que luego, basados en esa información harán sus ofertas.

Los denominados procesos de debida diligencia o *Due Diligence* son un elemento fundamental en los procesos de adquisiciones y suelen darse una vez que el potencial comprador, luego del periodo de negociación con la parte vendedora, manifiesta un interés real de adquirir las acciones de la compañía auditada o alguno de sus activos. El inicio del proceso de *Due Diligence* normalmente se determina a través de la firma de un MOU o Carta de Intención.

El alcance del *Due Diligence*, así como su contenido, dependerán de cada caso concreto, estarán estrictamente relacionados con las necesidades específicas de información requeridas por el potencial comprador y deberán ajustarse al negocio, así como a la industria específica en cuestión.

---

[3] Sylvester (2022) señala lo siguiente:

> En el Código civil y comercial, los contratos preliminares están previstos en la Sección 4 del capítulo destinado a la formación del consentimiento de los contratos. Contiene una disposición general (artículo 994 del Código Civil y Comercial) […]. El contrato preliminar se trata de un verdadero contrato que tiene la particularidad de obligar a la celebración de otro, pero cuyo contenido ha sido establecido en el preliminar; de ahí la exigencia de contener los elementos esenciales particulares que identifiquen al futuro contrato definitivo, entendidos estos como los requisitos necesarios para especificar de qué contrato se trata.

Como se mencionó previamente, el *Due Diligence* puede ser un paso adicional importante para confirmar el precio estimado por el comprador y definir los términos y condiciones que deben contener los acuerdos definitivos. En ese sentido, será importante verificar la exactitud de los estados contables de la sociedad auditada, las cuentas que lo integran, las cargas y/o gravámenes que pudieran pesar sobre los activos de los cuales la compañía auditada es titular, el propio valor de dichos activos objeto de transmisión, la existencia de pasivos ocultos, la operatoria y factibilidad del negocio, el cumplimiento de normas de *compliance*, etc.

Mediante este proceso, el potencial comprador realiza un análisis y una investigación exhaustiva con el objetivo de conocer con mayor profundidad las distintas áreas del negocio que busca adquirir, todo ello con el consentimiento expreso y la asistencia continua del potencial vendedor. Cabe destacar que, cuando el comprador realiza la primera aproximación al vendedor interesándose por la sociedad o el negocio objeto de la potencial transacción, este generalmente tiene una visión restringida sobre su funcionamiento.

El resultado de este *Due Diligence* lleva una serie de elementos de juicio al potencial comprador que le permiten tener un mejor panorama sobre la conveniencia o no de continuar con el proceso de adquisición, y que, en algunos casos, pueden generar que este exija la modificación de determinadas cláusulas del contrato. Aquellas que, en la práctica, se ven afectadas con mayor frecuencia por los procesos de *Due Diligence* son las que tienen que ver con el precio y/o con las obligaciones y responsabilidades a cargo del vendedor.

El puntapié inicial para el inicio de un *Due Diligence* es la preparación de un listado tentativo de información que el comprador prepara y comunica al vendedor. Normalmente, el vendedor, basado en ese listado, pone a disposición del comprador la documentación e información relacionada. En estos tiempos de digitalización, estos documentos son subidos a lo que llamamos *virtual data room* que son plataformas digitales a los cuales el comprador y sus asesores legales y contables acceden para preparar sus informes, llamados *'Due Diligence report'.*

Estos reportes preparados por los asesores legales y contables buscan determinar las potenciales contingencias encontradas durante el proceso de *Due Diligence*.

El *Due Diligence* puede ser una gran herramienta para negociar el precio de la adquisición si como resultado de este proceso surge una contingencia o riesgo de difícil o imposible eliminación, aun cuando no cuente con la suficiente entidad como para hacer caer el *deal*. Esta circunstancia podrá dar lugar al potencial comprador a pujar por (i) una rebaja del precio de adquisición; (ii) la retención o el aplazamiento en el precio de la compraventa; o (iii) el establecimiento de garantías adicionales.

Asimismo, el éxito de la transacción puede quedar supeditado a la previa regularización de una o varias irregularidades de la compañía auditada detectadas por el potencial comprador durante el proceso.

Es muy importante destacar, que el hecho de hacer un *Due Diligence,* no le da al comprador una visión completa de la sociedad o activo a ser adquirido. Es por eso, que independientemente de haberse efectuado un *Due Diligence* exhaustivo, el comprador se reservará incluir en los contratos definitivos, ciertas 'declaraciones y garantías' (*reps & warranties)* que deberán ser otorgadas por el vendedor, quien, en definitiva, es quien conoce o debiera conocer realmente lo que se está vendiendo.

En resumen, el *Due Diligence* permite identificar los riesgos principales de la operación, proporciona información valiosa al potencial comprador para la negociación y determina la estructura que tendrá la operación en cuestión.

Comúnmente el *Due Diligence* suele cubrir las siguientes áreas: societario, contratos, derecho laboral, permisos y/o licencias, propiedad intelectual/industrial, derecho fiscal, estados contables, financieros y *compliance*, entre otros.

III. CONTRATOS PROPIOS DE LA TRANSACCIÓN

Una vez firmados los documentos preliminares antes mencionados, es decir el acuerdo de confidencialidad, el MOU o LOI u oferta vinculante, las partes comienzan la negociación de los contratos definitivos. Dependiendo de si estamos frente a una compra de acciones/cuotas o una compra de activos, estaremos hablando de un contrato de compraventa de acciones *'Stock Purchase Agreement'* (en adelante, SPA) o un contrato de compraventa de activos *'Asset Purchase Agreement'* (en adelante, APA).

Nada impide que dichos contratos se comiencen a negociar al mismo tiempo que se viene desarrollando el *Due Diligence.* Está claro, que dependiendo del resultado del *Due Diligence*, algunas cláusulas de estos contratos se puedan ver modificadas.

A. Contrato de Compraventa de Acciones o *Stock Purchase Agreement*

Se trata del contrato central dentro de una transacción de adquisición de acciones o cuotas. Es el instrumento a partir del cual las partes realizan las convenciones que regirán la adquisición de las acciones de la compañía auditada . Este contrato es el producto del procedimiento transaccional y contendrá los elementos centrales para la operación. Como puntos fundamentales de este tipo de contratos, destacamos los siguientes:

1. Determinación específica del objeto de la transacción

A diferencia de los instrumentos precontractuales y de las cartas de intención, este contrato deberá detallar específicamente las acciones o cuotas que se pretenden transferir.

2. Fijación del precio y procedimiento de pago

Este punto constituye un aspecto fundamental de este tipo de contratos, no solo por la determinación de la contraprestación que deberá abonar la parte compradora, sino también porque resulta fundamental establecer un claro mecanismo para la efectivización del o de los pagos del precio convenido por las partes. En una importante mayoría de las operaciones de adquisiciones el precio es acordado en moneda extranjera –en su mayoría en dólares estadounidenses– y, en muchos casos, en jurisdicción diferente a la empresa auditada. En este escenario, suelen acordarse mecanismos que permitan a las partes diseñar un esquema de pagos eficiente y en cumplimiento de la normativa aplicable, incluyendo, en aquellos países que resulta aplicable, la normativa cambiaria existente.[4]

3. Cláusulas de ajuste de precio

En las operaciones de compraventa de compañías, generalmente tenemos un vendedor que pretende maximizar el precio de venta y un comprador que, como no conoce la compañía en todos sus detalles, busca resguardarse del riesgo de pagar un precio excesivo.

Es frecuente en la práctica de *mergers and acquisitions* (en adelante, M&A), encontrarse con que las partes de un contrato de compraventa de acciones no llegan inmediatamente a un acuerdo sobre la valuación de las participaciones que se están transfiriendo. En pos de llevar a cabo la transacción a pesar de ello, suele recurrirse a mecanismos de ajuste de precio posteriores al cierre.

Normalmente, el comprador buscará establecer en el contrato cláusulas que le permitan ajustar el precio de compra si hubiera divergencias en la información entregada por el vendedor relacionadas a la posición de caja, deuda y capital de trabajo. Cualquier variación en estos parámetros mencionados podrá implicar un ajuste en el precio establecido en el contrato. Claramente, nada impide que de la revisión se produzca un ajuste en favor del vendedor si los datos analizados así lo indicaran.

Por otro lado, el vendedor podrá negociar cláusulas que le permitan beneficiarse del mayor valor que pudiera tener la compañía con posterioridad a la venta y así poder obtener un beneficio adicional al precio establecido.

4. Cláusula de ajuste a favor del comprador

Sin perjuicio de que normalmente el comprador efectúa una auditoría o *Due Diligence* sobre la compañía que pretende comprar, también es sabido que dicha auditoría no da una visión completa de la compañía y solo muestra las contingencias más importantes que se hayan podido encontrar. De ahí que, independientemente de haberse efectuado el *Due Diligence*, el comprador, no solo solicita al vendedor ciertas representaciones y garantías (usualmente llamadas, '*reps & warranties*'), sino que además se reserva el derecho de hacer un balance financiero luego del cierre, para poder ajustar el precio si fuera necesario.

De esta forma, las partes establecen en el contrato un precio que ambas consideran adecuado o aproximado a sus estimaciones y acuerdan un procedimiento por el cual, una vez perfeccionada la transacción, verificarán sus estimaciones y alcanzarán un precio definitivo. No es usual que para que esto funcione adecuadamente, se acuerde una retención de parte del precio o se haga un *escrow* con un tercero que liberará los fondos de acuerdo con el resultado de la auditoría efectuada con posterioridad.

---

[4] Téngase en cuenta la importancia de redactar adecuadamente la cláusula de precio y moneda de pago, siendo usualmente la misma fijada en moneda extranjera. En Argentina, por ejemplo, el CCyC dispone lo siguiente:

> Artículo 765.-
>
> […] si por el acto por el que se ha constituido la obligación, se estipuló dar moneda que no sea de curso legal en la República, la obligación debe considerarse como de dar cantidades de cosas y el deudor puede liberarse dando el equivalente en moneda de curso legal (2014).

Una variante ampliamente aceptada en la práctica es la de estipular una valuación en base a parámetros tomados del último balance de la compañía o un balance especial preparado por el vendedor, ajustada teniendo en cuenta el resultado de la auditoría. Luego, a efectos de determinar el impacto de las variaciones que pudieran haberse producido entre el cierre del último balance y la fecha del cierre o de verificar la precisión del balance preparado por el vendedor, se verificarán ciertos parámetros (caja, deuda y capital de trabajo) que se tomaron en cuenta a la hora de fijar el precio.

Es importante destacar que mediante estas auditorias lo que se busca es determinar el valor que tenía la empresa al momento del cierre de la operación. En síntesis, miran el pasado de la compañía.

5. Cláusula de ajuste en favor del vendedor

Sin perjuicio de lo mencionado anteriormente, ahora vamos a hablar de mecanismos de ajuste que nos permitirán también calcular el valor futuro de la compañía y que puedan resultar en un pago adicional para el vendedor, dependiendo del mayor valor que adquiera la compañía en el futuro.

Imaginemos un vendedor que vende la compañía en un momento de crisis pero que entiende que su compañía tiene grandes perspectivas de crecimiento a futuro. También imaginemos un comprador que entiende que el mayor valor futuro de la compañía dependerá del apoyo e involucramiento que tenga de los vendedores en esa primera etapa. Muchas veces, los vendedores conocen mejor el mercado que los compradores. En este escenario ambos se necesitan mutuamente.

Bajo este escenario, es usual que el comprador les ofrezca a los vendedores un pago adicional que depende del incremento en el valor de la compañía, luego de un determinado tiempo de consumada la operación, lo cual conlleva también un compromiso de los vendedores a continuar trabajando en ella por un período a ser negociado y que generalmente coincide con el vencimiento del pago del precio adicional.

En esa línea, existen otras herramientas que las partes pueden utilizar para ajustar el valor de la compraventa con este enfoque hacia futuro.

Dentro de estas herramientas, podemos encontrar el pago de montos adicionales al vendedor en función de los beneficios futuros de la sociedad, llamado *earn-out*, y el uso de las *phantom stock options* o *phantom shares*. Estos nombres pueden parecer a primera vista rimbombantes, sin embargo, cabe aclarar que, al igual que gran parte de los institutos del área del Derecho que nos ocupa, son originados en el derecho anglosajón. En nuestra región, han sido adoptados y son utilizados en la práctica en su idioma original.

En este punto, es importante aclarar que a pesar de que estos dispositivos no son ajustes propiamente dichos, pues se trata más bien de mecanismos de determinación del precio aplicados *post-closing*, a lo largo del artículo utilizaremos la palabra 'ajuste' por una cuestión de practicidad. Así, estos son los siguientes:

a. Earn-out *en la compraventa de sociedades*

El *earn-out* es un mecanismo por el cual las partes pactan que el vendedor reciba montos adicionales en concepto de precio, en el caso de que el flujo de utilidades o cualquier otro parámetro predeterminado de la sociedad adquirida sea igual o superior al proyectado. Para determinarlo es muy importante establecer la forma en la que se van a calcular esos montos adicionales y los parámetros objetivos en base a los cuales se determinará la procedencia de este ajuste. Frecuentemente se establecen *Key Performance Indicators* (en adelante, KPI) o indicadores clave de rendimiento. Estos son medidores fácilmente cuantificables que permiten evaluar objetivamente y con base en criterios acordados previamente el desempeño de una compañía. Observando su desarrollo, las partes podrán determinar la procedencia de este precio adicional.

Usualmente, la determinación y el pago del *earn-out* se realizarán pasado un tiempo considerable desde la fecha de cierre de la transacción para permitir que el comprador pueda realmente verificar el desempeño de la compañía y la evolución de los KPI o parámetros establecidos en el largo plazo. Lo habitual en la práctica es que las partes pacten este tipo de ajustes para su determinación al menos dos años después de la fecha de cierre de la transacción.

Como mencionamos antes, normalmente estas cláusulas conllevan un acuerdo con algunos de los vendedores que el comprador considera vitales continúen en la empresa por el mismo periodo de tiempo en el que se venza la opción de pago adicional. También está en el interés de los vendedores, el continuar en la empresa para poder fiscalizar que los KPI se cumplan.

b. Phantom stock options *o* phantom shares *en M&A*

El caso de las *phantom stock options* o *phantom shares*, si bien es menos habitual en el área de M&A, últimamente se ha implementado como al-

ternativa de ajuste de precio. Se trata de un instituto asociado originalmente al derecho laboral y a derechos otorgados a los empleados como incentivo. Sin embargo, es una herramienta que puede ser aplicada como un mecanismo alternativo para llegar a un acuerdo en materia de precio de compraventa de acciones. Su utilidad se aprecia, al igual que en el *earn-out*, en los casos en que el vendedor continúa prestando servicios al comprador durante el periodo de transición que le sigue al cambio de control.

La traducción literal de su nombre es 'opciones de acciones fantasma' o simplemente 'acciones fantasma'. También se hace referencia a estas como *Stock Appreciation Rights* (en adelante, SAR), que puede traducirse como 'derechos de apreciación de acciones'. El otorgante de este tipo de opciones, que en nuestro caso es el comprador, confiere al beneficiario, que sería el vendedor, una cierta cantidad de unidades o acciones fantasma de la sociedad en cuestión. Las partes asignan un valor preestablecido para estas acciones fantasma en función de una valuación de la sociedad, a la fecha de cierre, determinada conforme a parámetros acordados.

Es importante destacar que el vendedor, en los hechos, no tiene necesidad de poseer efectivamente ninguna acción de la compañía; de ahí, el nombre de 'acción fantasma' o '*phantom share*'.

Transcurrido el tiempo estipulado, el beneficiario puede ejercer o no sus opciones sobre las acciones fantasma. En oportunidad del ejercicio, las partes realizan una nueva valuación de las acciones a ese momento, utilizando los mismos parámetros que fueron acordados para determinar el valor preestablecido. En caso de que el valor resultante de las acciones sea superior al valor preestablecido, el beneficiario tendrá derecho a recibir un monto equivalente a la diferencia entre esos valores.

Está claro que el beneficiario de este tipo de opciones evaluará durante el plazo que tiene para el ejercicio de estas, la conveniencia de hacerlo en base al valor actual de la compañía. Si la sociedad ha tenido un mal rendimiento y el valor de sus acciones ha disminuido, el beneficiario no ejercerá sus opciones.

Habitualmente, estas opciones tienen un plazo para ser ejercidas y vencen una vez transcurrido el término establecido por las partes. Si el beneficiario no las hubiese ejercido dentro de ese periodo, ya sea porque el valor de la acción haya disminuido y no resulta conveniente para el beneficiario o ya sea por mera inacción, perderá el derecho a cobrar el mencionado diferencial.

Nuevamente, cabe destacar que no es frecuente el uso de esta herramienta en las compraventas de acciones y que, de utilizarse, se suele aplicar en supuestos en los que el vendedor presta servicios al comprador en el periodo de transición. Funciona también en esos casos como una forma de reconocer al vendedor el valor adicional agregado a la compañía por los servicios prestados al comprador.

Es esencial establecer parámetros claros para la determinación de la valuación que será utilizada en caso de pactar *phantom shares*.

Es importante tener en cuenta que estas herramientas sirven para facilitar el acuerdo entre las partes en la negociación de una compraventa de acciones. Muchas veces, la existencia de estas herramientas es lo que permite que se pueda llevar a cabo una transacción que, de no aplicar estos mecanismos, no podría realizarse por falta de acuerdo en el precio. Por eso, es esencial reconocer su valor como facilitadores de estos acuerdos.

Debe analizarse cada caso para determinar la conveniencia de la aplicación de estas herramientas por sobre las complicaciones que puedan implicar. Su utilización puede ser aconsejable para algún tipo de compraventas, en tanto su complejidad y sus desventajas deben ser ponderadas y mitigadas al idear la estructura de la transacción. Sin embargo, según el caso puntual, pueden ser beneficiosas e, incluso, ser la diferencia entre tener o no tener *deal*.

c. Declaraciones y garantías de ambas partes

Normalmente identificado en el contrato en su versión en inglés como *reps & warranties*, este segmento es **distintivo y sustancial** en este tipo de contratos. Si bien las representaciones y garantías son dadas por ambas partes, cobra vital importancia para el comprador quien necesita tener ciertas garantías otorgadas por el vendedor[5]. Por ejemplo, que las acciones son de libre disponibilidad, que los balances y la contabilidad son llevados en for-

[5] Algunas de las funciones más importantes de los representations and warranties pueden apreciarse a continuación:

> In some ways, representations and warranties are foundation elements to a contract as they serve to: (i) Disclose material information about the parties and what is being sold; (ii) supplement a party's own Due Diligence; (iii) provide the basis for an indemnification claim in case of a misrepresentation or breach; (iv) in some cases, enable a party to unilaterally terminate the agreement (Practical Law Canada Corporate & Securities, 2015).

ma legal, que no existen otras contingencias que las declaradas en el *Due Diligence* y cualquier otra garantía relativa al negocio objeto de la transacción que el comprador necesite. No olvidemos que, si bien el *Due Diligence* pudo haber sido efectuado en forma exhaustiva, difícilmente pueda darnos la garantía que todos los riesgos han sido identificados. Es así, que el comprador buscará obtener la mayor cantidad de garantías del vendedor, quien, a su vez, buscará limitarlas[6].

A través de esta sección, las partes garantizan la veracidad de ciertas cuestiones que resultan sustanciales para que la transacción se complete o bien que fueron dirimentes para que las partes avanzaran en las negociaciones –por ejemplo, la parte vendedora podría garantizar al comprador que las compañías son solventes o autosuficientes financieramente, si ello hubiese sido un punto clave para que las negociaciones avancen–. Cabe destacar que la relevancia de esta sección radica en el hecho de que los eventos de incumplimiento contractual guardarán relación directa con esta sección, siendo, por ejemplo, el incumplimiento o inexactitud en una declaración y garantía un supuesto de incumplimiento a las previsiones contractuales.

Dentro de las garantías o representaciones que se otorgan, algunas suelen definirse como garantías fundamentales. Entre las garantías fundamentales que otorga el vendedor al comprador, encontramos normalmente las siguientes: (i) que las acciones le perteneces y están libres de cualquier gravamen; (ii) que las acciones no tienen restricción alguna para la venta; (iii) que la sociedad existe y puede operar en forma legal; y (iv) ciertas garantías específicas en algunas industrias.

Por otro lado, existen otro tipo de garantías que, si bien no se consideran fundamentales, son claves para la concreción del negocio, por ejemplo, el listado de empleados, los contratos comerciales, el cumplimiento de las leyes aplicables, las contingencias, etc.

La importancia de diferenciar entre garantías fundamentales y no fundamentales es que las primeras suelen no tener limitación en el monto a reclamar por daños y perjuicios, mientras que las segundas, suelen tener un plazo de prescripción contractual –que puede o no coincidir con el plazo de prescripción legal– y un límite del monto a reclamar.

Como manifestamos anteriormente,

> esta sección del contrato es negociada con distintas estrategias por el comprador y el vendedor. Mientras que el comprador buscará contar con declaraciones y garantías de mayor extensión, que hagan por ejemplo al funcionamiento del negocio, a la solvencia de las compañías y/o a la solidez de su estructura de negocios, el vendedor buscará limitar sus declaraciones y garantías, si fuera posible, a los aspectos fundamentales, por ejemplo, a la titularidad de las acciones. Esto se debe a que el incumplimiento de las garantías dadas por cada parte determina la responsabilidad que deberán afrontar cada parte en caso de que las garantías y declaraciones enunciadas no se configuren en el curso de ejecución del contrato, por lo que esta sección funcionará como un factor determinante para la atribución de responsabilidad de las partes[7] [traducción libre].

d. Covenants *o compromisos post-contractuales*

Se trata de compromisos que pueden consistir en desempeñar o de abstenerse de realizar una conducta determinada. Pueden ser compromisos asumidos generalmente por el vendedor previo al cierre de la transacción o también pueden ser compromisos para cumplir con posterioridad al cierre. Este tipo de cláusulas cobran mayor importancia cuando el cierre de la operación –es decir, la transferencia definitiva de las acciones y el pago del precio– se produce con posterioridad a la firma del SPA.

En este sentido, cuando nos encontramos frente a un contrato de adquisición con cierre o '*Closing'* diferido, se establecen ciertas conductas que de-

[6] Verón manifiesta lo siguiente:

> En este contexto, el concepto de «garantía» más bien pretende asegurar un determinado estado de la situación patrimonial de la target y no se refiere al resguardo de una obligación, como ocurre en las «cláusulas de garantía de pasivos» o «indemnidades» propiamente dichas. Estas últimas se incluyen especialmente a los efectos de dejar convencionalmente establecidas la obligación y las condiciones de respuestas frente a la aparición de pasivos ocultos o de contingencias en la target (2019).

[7] Texto original:

> This part of the contract generally consists of factual statements about past facts about or promises («warranties») about the future of, a party and its business. Where a contract includes an indemnification, it will typically be linked to the representations, which are in turn customarily supplemented (or qualified) by «disclosure schedules» attached to the contract, which can contain general information or present specific and detailed sets of information (e.g., lists of employees holding stock options). Throughout, qualifications are an important type of variation, having both subjective (reasonableness, materiality, knowledge) and objective (specified de minimis exceptions or thresholds) (Coates,J., 2015).

ben realizarse o abstenerse de realizarse hasta el cierre definitivo de la adquisición. Esto permite que la compañía objeto de la transacción siga funcionando en el curso ordinario de sus negocios y que no existan variaciones sustanciales a aquellos atributos que llevaron a las partes a firmar el SPA. No debe confundirse esta obligación con la de las condiciones previas para el cierre –que como veremos en el siguiente punto pueden incluir ciertos *covenants* como condición precedente para el cierre–.

Normalmente está apuntado a que el vendedor se abstenga de realizar ciertos actos entre la firma del contrato de compraventa y la fecha de cierre que puedan comprometer el patrimonio de la compañía. A modo de ejemplo, es habitual que el vendedor se comprometa a manejar el negocio en la forma habitual, notificar cualquier hecho que pueda tener efectos materiales sobre la compañía en venta o restringir el aumento de salarios a ciertos empleados, la distribución de dividendos, etc. También, dentro de estos '*covenants*', pueden aparecer compromisos posteriores al cierre de la transacción, tales como restricciones a la vendedora a la realización de actividades en competencia y entre otras cuestiones que pueden llevar al establecimiento de sanciones o penalidades.

e. Condiciones precedentes

Normalmente conocidas por su terminología en inglés *precedent conditions,* aparecen generalmente en el SPA como condiciones necesarias para el cierre o *closing* de la transacción. Son condiciones necesarias negociadas por las partes al momento de firmar el SPA y que deben estar cumplidas o vigentes al momento del cierre diferido de la transacción. Es decir, aparecen cuando nos encontramos frente a una transacción con cierre o *closing* diferido. A modo de ejemplo, podemos mencionar algunas de las condiciones que usualmente se establecen como condición para el cierre de la transacción: (i) Que las representaciones y garantías efectuadas en el SPA estén vigentes; (ii) que no se haya violado ningún *covenant* asumido por las partes; (iii) que se haya obtenido las autorizaciones gubernamentales necesarias; (iv) que se haya obtenido las aprobaciones internas necesarias en los órganos societarios de las partes de la transacción (por ejemplo, la aprobación del directorio); (v) que se haya obtenido, si las hubiera, autorizaciones de terceros (como entidades financieras); (vi) que el comprador, si así se hubiera requerido, haya obtenido el financiamiento necesario para afrontar el pago; (vii) que el *Due Diligence* se haya efectuado en debida forma; y (ix) que ninguna de las partes esté en algún incumplimiento material.

Generalmente se establece que, ante el incumplimiento de alguna de las condiciones precedentes, la parte cumplidora tendrá la opción de exigir el cumplimiento de la condición precedente o liberarse de la obligación de cerrar la operación. Es habitual que, frente a algún incumplimiento, la parte cumplidora otorgue un plazo adicional a la incumplidora para que cumpla la condición u otorgue un *'waiver'* o dispensa a dicha condición precedente y, así, cerrar la transacción.

La falta de cumplimiento o cumplimiento tardío de una condición precedente puede dar lugar al reclamo de daños y perjuicios independientemente de que la transacción se termine cerrando o no.

f. Mecanismos de indemnización y compensación

Una sección central del contrato se encuentra en los mecanismos indemnizatorios que las partes pueden prever frente a potenciales incumplimientos. Si bien la normativa generalmente prevé la posibilidad de reclamar la reparación de los daños originados en un incumplimiento contractual, es habitual que las partes acuerden procedimientos específicos frente a potenciales incumplimientos. En este sentido, es frecuente encontrar cláusulas que clarifiquen el alcance de los daños a ser reparados, moneda y forma de pago, tratamiento de reclamos entre las partes o de terceros y, respecto de ciertos incumplimientos, cláusulas penales que prevén la aplicación de sanciones económicas.

Por otra parte, es habitual que en el marco del proceso surjan aspectos que representan contingencias que pueden concretarse luego de la firma del contrato definitivo. Es muy común, que, para cubrir potenciales contingencias no declaradas o incluso ciertas contingencias declaradas, el comprador pretenda (i) retener un porcentaje del precio por un plazo determinado; o (ii) dejar parte del precio en manos de un tercero *"Escrow Agreement*", también por un plazo determinado, para que de producirse la contingencia, este tercero *(Escrow Agent)* compense total o parcialmente con ese dinero al comprador. Si la contingencia no se verifica dentro de ese plazo, el dinero remanente se libera a favor del vendedor.

g. Ley aplicable y jurisdicción

Este punto guarda relevancia porque la ley y la jurisdicción que las partes convengan en este contrato serán las que se aplicarán en caso de que resulte necesaria la intervención judicial o arbitral para dirimir un conflicto o por cuestiones interpretativas. En este sentido, resulta importante que, si existieron pactos sobre jurisdicción o ley aplicable

en el marco del proceso transaccional, estos sean dejados sin efecto o sean validados dentro de la estructura del contrato definitivo.

B. Transferencia de activos o *Asset Purchase Agreement*

El objeto del denominado *Asset Purchase Agreement* (en adelante, APA) es la transferencia de ciertos activos de la compañía auditada, a diferencia del contrato de compraventa de SPA, cuyo objeto son las acciones.

La compraventa puede incluir activos tangibles (por ejemplo, inmuebles) así como activos intangibles (por ejemplo, fondos de comercio, contratos comerciales y marcas).

Gran parte de las cláusulas mencionadas en el capítulo del contrato de compraventa de acciones se aplican al APA, pero circunscripto a la transferibilidad de los activos que se quieren transferir y no al negocio global de la empresa que vende los activos. Normalmente la decisión de efectuar la compra de activos por sobre la compra de acciones puede obedecer a temas estructurales, impositivos o de limitación de responsabilidad.

Es importante tener en cuenta que, en caso de que el comprador esté interesado en adquirir el negocio de una sucursal de una sociedad extranjera, la adquisición se hará a través de la compra de activos, atento a que la sucursal no tiene acciones.

Por otra parte, muchas veces el comprador no quiere asumir las contingencias, de la compañía a ser adquirida (sean contingencias comerciales, laborales, ambientales o de cualquier otro tipo), y, en tal sentido, evalúa no comprar las acciones con miras a evitar convertirse en su continuador social. Esta posibilidad debe evaluarse detenidamente a la luz de la transacción y la legislación aplicable ya que, en muchos casos, la legislación asigna al comprador de activos el carácter de continuador cuando los activos adquiridos conforman una unidad de negocio antes desarrollada por el vendedor, sean o no estos activos los activos principales de la compañía vendedora.

Asimismo, la decisión de comprar activos se puede dar por el efecto impositivo que pueda tener en cada país, la venta de los activos sobre la venta de las acciones. Dependiendo del análisis que hagan los asesores impositivos, las partes pueden llegar a decidirse por una u otra alternativa. En nuestra experiencia, el vendedor, a menos que solo quiera vender una parte del negocio, estará más inclinado a la venta de las acciones sobre la venta de activos, ya que generalmente la venta de acciones tiene un impacto impositivo menor para ellos. Obviamente, esto dependerá de cada jurisdicción y del análisis impositivo que se tenga.

Sin perjuicio de que en una compra de activos, el *Due Diligence* estará orientado principalmente a verificar la titularidad de los activos a ser transferidos, como también a que los mismos no tengan algún tipo de impedimento para su transferencia o gravamen, también podría pasar que deba ampliar la auditoría dependiendo de la responsabilidad que tenga el comprador como continuador del negocio bajo la legislación aplicable. Así, también se verificará qué tipo de permisos administrativos, marcas o licencias son necesarias transferir para la explotación de dichos activos.

Normalmente, la venta de activos conlleva ciertas complejidades como por ejemplo todo el trámite necesario para la transferencia de los activos involucrados, es decir, el papeleo relacionado con la transferencia de inmuebles, marcas o contratos. Lo anterior puede significar la necesidad de efectuar presentaciones separadas ante registros y entre otras cuestiones.

C. *Transitional Services Agreement*

En ocasiones, sea dentro de un proceso de una compraventa de acciones o en la compra de ciertos activos (por ejemplo, las líneas de producción o fondos de comercio) las partes acuerdan que ciertos servicios (recursos humanos, pagos, servicios de tecnología, servicios financieros) continúen siendo prestados por el vendedor o alguna de sus empresas a la compañía adquirida a los efectos de garantizar la continuidad normal y sin mayores disrupciones del negocio. Normalmente este contrato, denominado en ingles *Transitional Services Agreement* (en adelante, TSA) es un contrato que se realiza por un tiempo determinado y por el cual se paga una contraprestación.

El plazo del mismo estará determinado por las características de la transacción, pero normalmente es un plazo de algunos meses hasta que la parte que recibe la prestación pueda readecuar su propio negocio. Tiene como objetivo garantizar una transición administrativa fluida y ordenada con posterioridad a una transacción de adquisición. Normalmente, el TSA implica compromisos asumidos por vendedor a favor del comprador o el negocio transferido.

El contrato de TSA usualmente es un contrato que establece ciertos soportes durante un periodo determinado. Ambas partes deben ser realistas y comprometerse seriamente en este periodo de transición a los efectos de que la adecuación sea

realizada en un periodo prudencial y no se extienda innecesariamente en el tiempo.

Los beneficios que genera un TSA son los siguientes:

– Que la transición sea ordenada y prolija.

– Permite una más precisa determinación de lo que se vende. Muchas veces la unidad o negocio que se vende está atado a otro negocio que no es parte de la transacción y que amerita que se trate provisoriamente.

– La mayor determinación de los servicios temporales y su transición ordenada genera mayor valor a las partes involucradas.

– Reduce el riesgo de que pequeños detalles se conviertan en riesgos mayores para ambas partes.

D. Acuerdo de accionistas o *Shareholders Agreement*

Generalmente, cuando la adquisición no comprende la totalidad de las acciones de la compañía donde se produce la adquisición se suele firmar entre sus nuevos accionistas (vendedor y comprador) un acuerdo de accionistas o *Shareholders Agreement* (en adelante, SHA).

En términos generales, el acuerdo de accionistas busca establecer ciertas normas de convivencia entre los distintos accionistas de la sociedad[8]. En este sentido, la forma y representatividad en la elección de los miembros del directorio cobra vital importancia para todas las partes. También se pueden establecer la forma de resolver conflictos entre las partes.

Es aquí importante mencionar que deberá analizarse según la jurisdicción de que se trate, si estos acuerdos resultan oponibles a la propia sociedad respecto de la que se regulan los puntos que veremos más abajo, y/o a los terceros que contraten con esta, o si, resulta estrictamente necesaria su inclusión en los estatutos de la referida sociedad.[9]

Estos acuerdos son sumamente importantes, especialmente desde el punto de vista del minoritario, que va a estar interesado en establecer ciertas mayorías agravadas o super mayorías que le aseguren que ciertas decisiones fundamentales no serán tomadas sin su participación. Dentro de los asuntos que suelen someterse estas mayorías particulares, podemos ubicar los siguientes:

a) Convocatoria a asamblea extraordinaria de accionistas de la sociedad;

b) la aprobación de hechos o actos que impliquen la modificación de la actividad de la sociedad;

c) la realización de aportes irrevocables en la sociedad por parte de los accionistas o terceros;

d) la designación y remoción del gerente general, en caso de corresponder, y la determinación de sus facultades;

e) toda modificación en las prácticas contables que pueda afectar en forma sustantiva el valor o la posición financiera de la compañía;

f) el otorgamiento de cualquier préstamo o crédito fuera del curso ordinario de los negocios y/o en exceso de cierto monto;

g) la realización de cada acto en virtud del cual se aumente el endeudamiento de la sociedad por encima de un monto determinado;

h) toda venta, transferencia, alquiler o disposición de, o constitución de gravámenes sobre activos de la sociedad, cuando los mismos sean esenciales para la actividad social o cuando el valor de los activos a transferir exceda un monto determinado;

i) constitución y/o adquisición total o parcial de sociedades, o la disolución, venta o transferencia de las mismas, por parte de la sociedad;

---

8 Ruiz y Garcia (2018) sostienen lo siguiente:

> What determines the content included in shareholders' agreements in United States? Only those matters that the parties wish to regulate as to the corporation and their respective rights and obligations with regard to the same, including commercial matters not strictly related to the corporation. Generally, there is limited statutory regulation of shareholders' agreement, Delaware being perhaps the exception.

9 Araya aclara lo siguiente:

> […] aun cuando la regla es efectivamente (y está bien que así sea) la inoponibilidad a la sociedad de lo pactado en el acuerdo de sindicación, existen matices que deben ser analizados en el caso concreto, teniendo en cuenta si el pacto está o no firmado por la totalidad de los socios y por la propia sociedad y el carácter de obligación que se intenta hacer "oponible" a la sociedad, es decir, que se pretende que la sociedad cumpla. No puede permitirse una conducta que se esconda en la "inoponibilidad" para incumplir conductas contractualmente asumidas (2008).

j) presentación de la sociedad en concurso preventivo o quiebra;

k) modificación de los estatutos; y

l) derecho de preferencia en caso de venta de acciones.

Por otro lado, ambas partes buscarán establecer cláusulas que les permitan, llegado el caso, poder transferir su negocio y no quedar atrapados –especialmente en sociedades cerradas que no cotizan–. Acá es cuando aparecen cláusulas conocidas como *'drag along'* y *'tag along', 'put & call', 'Right of First Refusal', 'Right of First Offer' y* situaciones de bloqueo como *'deadlock'.*

En la cláusula de *'drag along*' el mayoritario buscará poder 'arrastrar' al minoritario en la venta total de las acciones de la sociedad. Es decir, si hubiera un potencial comprador que quisiera comprar la totalidad de las acciones y no solamente las acciones del mayoritario, se puede establecer de antemano que bajo ciertas condiciones, el mayoritario pueda obligar al minoritario a vender en bloque la totalidad del paquete accionario.

En la cláusula '*tag along*' será el minoritario quien intentará *'*atarse' a una potencial venta del mayoritario, obligándolo también a vender su parte en condiciones similares a las negociadas con el potencial comprador.

La cláusula '*put & call*' es simplemente una opción que tienen ambas partes para la venta de acciones. Normalmente, hay una parte que tiene el '*put*', lo que significa que durante un determinado plazo se puede obligar a la otra parte a venderle sus acciones a un precio o fórmula ya establecido. Por otro lado, quien detenta el '*call*' tiene la opción de llamar a la otra parte y obligarla a comprar sus acciones al precio o fórmula previamente fijado. Normalmente, estas opciones son por plazos cortos (1 o 2 años)[10] ya que su extensión excesiva puede llevar a conflictos, si el precio o fórmula fijados han quedado desactualizados. Especialmente en los países en desarrollo donde las crisis económicas –tales como la inflación y recesión– o hasta hechos de fuerza mayor (por ejemplo, la pandemia) pueden afectar materialmente la fórmula o precio establecido, lo que puede llevar a que finalmente sea un juez o árbitro quien termine fijando el valor justo para el ejercicio de esta opción. Es importante destacar que no necesariamente tienen que existir las dos opciones. Es decir, puede haber un '*put*' sin necesidad de que haya un '*call*' y viceversa.

La cláusula de '*Right of First Refusal*' (en adelante, ROFR) implica un derecho que se reserva uno o alguno de los accionistas de igualar cualquier oferta que reciba el accionista vendedor. De esta manera se garantizan la posibilidad de rechazar la entrada de un tercero dentro de la compañía. Normalmente, esta cláusula puede desalentar el interés de terceros que, al conocer el derecho de igualación que tienen los otros accionistas, puedan perder el interés incurrir en costos para iniciar una negociación, realizar un *Due Diligence* y luego hacer una oferta que finalmente podrá ser igualada por los otros accionistas. También, esta cláusula puede otorgar el derecho a los otros accionistas a rechazar la entrada de un tercero determinado que ellos puedan considerar un competidor (si así lo hubieran establecido en el Acuerdo de Accionistas). En este último caso, no tendrán necesidad de igualar la oferta sino simplemente de solicitar que la transacción no se complete atento el carácter del potencial comprador.

La cláusula '*Right of First Offer'* (en adelante, ROFO), implica la obligación del potencial vendedor de, primero, ofrecer las acciones que quiera vender a los otros accionistas de la sociedad para que hagan una oferta de compra. En este caso, el potencial vendedor podrá rechazar la oferta de los otros accionistas y estará liberado de vender las acciones a un tercero, siempre que el precio ofrecido por ese tercero sea mayor al ofrecido por los accionistas oferentes.

Para ciertos casos, donde no hay un accionista con la mayoría necesaria para imponer una decisión y se encuentra en una situación de bloqueo *'deadlock'*, encontramos una cláusula llamada 'ruleta rusa' o '*russian roulette*'. Esta cláusula es una herramienta útil para destrabar situaciones donde no se alcanzan las mayorías necesarias para aprobar ciertos asuntos fundamentales para la compañía (por ejemplo, la aprobación de balances). En la misma se establece que frente a una situación de bloqueo prolongado en el tiempo, cualquiera de las partes puede activar y comunicar a la otra parte que existe una situación de bloqueo o '*deadlock*'. La cláusula normalmente establece que, junto con la notificación, también se comunica una oferta

[10] Téngase presente que el Código Civil y Comercial de Argentina dispone que "[e]l plazo de vigencia de las promesas previstas [haciendo aquí referencia a los contratos preliminares como el Contrato de Opción- es de un año, o el menor que convengan las partes, quienes pueden renovarlo a su vencimiento". Esto resalta la importancia de revisar adecuadamente en cada jurisdicción la viabilidad de acordar estas cláusulas y la extensión de las mismas.

por la compra de las acciones del notificado. Lo interesante de esta cláusula es que el precio notificado en la oferta también funciona como precio de venta; es decir, obliga al notificador a aceptar ese precio ofrecido para que el notificado le compre sus acciones. Eso conlleva a que quien inicia el proceso emita un precio justo ya que ese va a ser el precio al que va a estar obligado a vender y el notificado ejerce la opción.

Esta ecuación de precio de '*deadlock*' funciona bien cuando las participaciones son igualitarias. Cuando una de las partes detenta la mayoría o control, puede establecerse que sobre el precio ofrecido se establezca un porcentaje adicional (por ejemplo, 20%) por el traspaso del control, lo cual resulta lógico.

REFERENCIAS

Araya, T. (2011). Reflexiones sobre los acuerdos de accionistas. Problemática de la libertad de contenido, oponibilidad e incumplimiento. *Revista Argentina de Derecho Empresario,* (9), Buenos Aires, 173-200.

Coates, J. (2015). *M&A Contracts: Purposes, Types, Regulation, and Patterns of Practice* (Discussion paper 825). https://dash.harvard.edu/bitstream/handle/1/17743076/Coates_825.pdf?sequence=1&isAllowed=y

Practical Law Canada Corporate & Securities (15 de julio de 2015). Representations and Warranties in Private M&A. https://ca.practicallaw.thomsonreuters.com/0-617-4616?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true

Sylvester, P. (2022). *Los contratos para contratar en el Código Civil y Comercial de la Nación*. La Ley.

Ruiz, X. & Garcia, M. (2018). *IBA Guide on Shareholders' Agreements: Delaware, New York and Florida, USA*. https://www.ibanet.org/MediaHandler?id=522B8594-AB41-444C-82B7-3CF6328C9049

Verón, A. (2019). Compraventa de acciones, fondo de comercio, paquete de control, instrumentación, riesgos y garantías. *Enfoques,* (10), 86-102.

LEGISLACIÓN, JURISPRUDENCIA Y OTROS DOCUMENTOS

Código Civil y Comercial de la Nación [Cód. Civ. y Com.] art. 22 (Buenos Aires, 2014) (Arg.).

10.18800/themis.202302.015

SIN DAR EL BRAZO A TORCER: CLÁUSULAS SHOTGUN COMO MECANISMO DE SOLUCIÓN EFICIENTE ANTE UN BLOQUEO SOCIETARIO

WITHOUT GIVING IN: SHOTGUN CLAUSES AS AN EFFICIENT SOLUTION MECHANISM IN THE EVENT OF A CORPORATE DEADLOCK

Isabella Monsante Moy*
Pontificia Universidad Católica del Perú

The corporate deadlock is not a situation that remains remote at all in Peruvian's corporate practice. Despite that fact, Peruvian organizational law was proven to be insufficient to solve this problem. With that scenario, Peruvian corporate lawyers were in the need of seeking contractual solutions, importing Common Law conventional solutions; namely shotgun provisions that are the clauses mostly included in shareholders' agreements to solve a possible corporate deadlock.

This article aims to introduce the shotgun provisions as the most efficient solution before a corporate deadlock situation presented in a sociedad anónima cerrada *and* sociedad anónima *(Peruvian regulated legal entities for private corporations) with shareholders who share equal participation in the Capital. The different possible solutions that the Peruvian General Corporation Law offers will be addressed and the viability of their application in corporate deadlocks will also be analyzed. It will be concluded that the most efficient solution to a corporate deadlock results in the use of the shotgun provisions contained in the shareholders' agreement within a transaction in which a significant percentage of shares is acquired.*

Keywords: Liberalization; privatization; public services; telecommunications; electricity; natural gas; drinking water and sanitation.

El bloqueo societario es una situación que no resulta, en lo absoluto, ajena a la realidad societaria peruana. Sin embargo, nuestra legislación societaria actual resulta insuficiente para solucionar esta problemática. Ante ello, en la práctica, los abogados se han visto en la necesidad de buscar soluciones convencionales, importando cláusulas desde el Common Law*; a saber, las cláusulas* shotgun*.*

El presente artículo tiene como objetivo presentar a las cláusulas shotgun *pactadas en el marco de una compraventa de acciones con participación significativa como la solución más eficiente ante un bloqueo societario en sociedades anónimas cerradas y sociedades anónimas con socios paritarios. Se analizarán las posibles soluciones que brindaría la Ley General de Sociedades y se desarrollará la viabilidad de su aplicación en este tipo de situaciones. Se concluirá que el empleo de las cláusulas* shotgun *pactadas en convenios de accionistas en el marco de una operación de compraventa de acciones con participación significativa resulta ser el mecanismo más eficiente ante un bloqueo societario antes que una posible solución legal.*

Palabras clave: Bloqueo societario; entrampamiento societario; accionistas; cláusulas shotgun*; convenio de accionistas; contrato de compraventa de acciones; junta general de accionistas; M&A.*

* Egresada de la Facultad de Derecho. Profesora adjunta de Instituciones del Derecho Mercantil de la Pontificia Universidad Católica del Perú (PUCP). Miembro del Grupo de Investigación de la Maestría de Derecho de la Empresa en la misma casa de estudios (Lima, Perú). Asistente legal en Payet, Rey, Cauvi, Pérez Abogados (Lima, Perú). Contacto: isabella.monsante@pucp.edu.pe

Nota del Editor: El presente artículo fue recibido por el Consejo Ejecutivo de THĒMIS-Revista de Derecho el 23 de junio de 2023 y aceptado por el mismo el 05 de septiembre de 2023.

I. INTRODUCCIÓN

Carlos Fernández Sessarego desarrolla una teoría tridimensional de la persona jurídica, en la cual explica que la persona jurídica tiene tres dimensiones. El autor destaca el sustrato humano de las personas jurídicas, sosteniendo que, detrás de estas, existen humanos que se interrelacionan y dan valor a sus intereses (1999, p. 258). En efecto, detrás de toda clase de sociedades hay personas naturales: humanos que la componen, sea directa o indirectamente[1]. Así, habrá personas con diferentes intereses, ideales y valores que guíen su conducta, opiniones y objetivos de negocio distintos dentro una misma persona jurídica. Teniendo en cuenta el sustrato humano (psicológico y conductual), se explica que se pueda llegar a una situación de bloqueo societario. Sin perjuicio de ser desarrollado más adelante, el bloqueo societario ocurre cuando dos accionistas con acciones con derecho a voto, o dos grupos de accionistas que representan mayorías, no logran ponerse de acuerdo respecto a un punto de agenda y traen, como consecuencia, que el órgano social de la junta general de accionistas se paralice.

De este modo, ante un bloqueo societario, la Ley General de Sociedades (en adelante, LGS) no coloca una solución concreta para resolverlo. Ante ello, en la práctica societaria, se ha venido resolviendo esta situación de manera convencional, pactando las denominadas cláusulas *shotgun* en convenios de accionistas[2]. Estas cláusulas disponen la salida de uno de los accionistas de la sociedad de cumplirse el supuesto de un bloqueo societario. Las *shotgun* han sido importadas de la práctica jurídica anglosajona, a saber, de Estados Unidos.

II. BLOQUEO SOCIETARIO

A. Definición

Una situación de bloqueo societario –denominado *Corporate Deadlock* por el derecho anglosajón– ocurre cuando hay dos accionistas (o grupos de accionistas)[3] con intereses contrapuestos en un punto de agenda de la junta general de accionistas que ocasiona una situación de desacuerdo y, consecuentemente, este órgano social se paraliza. También se le conoce en la doctrina y práctica jurídica como entrampamiento societario.

Sin perjuicio de lo que se menciona en los párrafos siguientes, las situaciones diversas en las que puede ocurrir un bloqueo societario, materia de este artículo, es cuando ocurre en la junta general de accionistas de una sociedad anónima cerrada o de una sociedad anónima abierta debido a una situación de sociedad paritaria. Esto es, cuando ambos socios poseen el 50% del accionariado.

Según una lectura integral de la legislación societaria peruana, la junta general de accionistas se vería paralizada en dos supuestos cuando: (i) no se lleva a cabo la junta general de accionistas por falta de *quorum* calificado; y (ii) no se logra adoptar un acuerdo de materia calificada por mayoría de votos. Esto es, no se paraliza la junta general de accionistas cuando se requiere un *quorum* simple; es decir, cuando se convoca a una junta para discutir asuntos no contemplados en el artículo 115 incisos 2, 3, 4, 5 y 7[4]; o asuntos no contemplados como calificados en el estatuto, cuya convocatoria no prescinde de un *quorum* calificado. Así, el artículo 125

---

1 Con ello, me refiero a que, así los accionistas de la empresa Beta S.A.C sean Gamma S.A.C y Theta S.A.C, y a su vez, de estas últimas, sean sus accionistas también sociedades, llegará un punto en el que solo quede el sustrato humano, es decir, accionistas que son personas naturales que expresan su voluntad personal a título personal.

2 En la práctica, se conocen a estas cláusulas como *shoot-out* o *shotgun,* siendo a veces más conocidas por el último término.

3 Pueden convenirse sindicatos de voto en los que se configura, en una junta general de accionistas, el supuesto en que dos grupos iguales tengan accionistas que deban votar de igual forma.

4 Artículo 115 de la Ley General de Sociedades:

> Compete, asimismo, a la junta general:
>
> [...]
>
> 2. Modificar el estatuto;
>
> 3. Aumentar o reducir el capital social;
>
> 4. Emitir obligaciones;
>
> 5. Acordar la enajenación, en un solo acto, de activos cuyo valor contable exceda el cincuenta por ciento del capital de la sociedad;
>
> [...]
>
> 7. Acordar la transformación, fusión, escisión, reorganización y disolución de la sociedad, así como resolver sobre su liquidación; […] (1997).

de nuestra LGS[5] dispone que, para asuntos no calificados, se necesitará un *quorum* del 50% de acciones suscritas con derecho a voto en primera convocatoria y, en segunda convocatoria, hará falta la concurrencia de un solo accionista para que la junta se realice. Se debe tener en cuenta que, para adoptar un acuerdo de materia no calificada, se requiere la mayoría absoluta de las acciones suscritas con derecho a voto presentes en la Junta. En conclusión, no ocurrirá un bloqueo societario cuando se decida sobre una materia no calificada.

Ahora bien, la LGS contiene, como norma imperativa, el requisito de un *quorum* calificado para la adopción de acuerdos dispuestos en el artículo 115 incisos 2, 3, 4, 5 y 7. Por su parte, el artículo 127 de la LGS[6] dispone que se requiere de una mayoría absoluta de las acciones suscritas con derecho a voto para adoptar un acuerdo relacionado con el artículo e incisos anteriormente señalados. De igual forma, cabe destacar que, según el mismo artículo 127 de la LGS, los accionistas pueden pactar, en el estatuto de la sociedad (o convenios parasocietarios), *quorum* y mayorías superiores a las legalmente establecidas; por ejemplo, en materias relacionadas a decisiones de inversión de la sociedad.

Por todo lo anterior, se puede afirmar que se podrá dar un bloqueo societario cuando haya dos accionistas con un porcentaje tal que permitan (i) no llevar a cabo la junta general de accionistas de *quorum* calificado; y (ii) oponerse a acuerdos sobre materias contempladas por el artículo 115 incisos 2, 3, 4, 5 y 7 o contenidas en su estatuto. No obstante, también podrá darse un bloqueo societario cuando uno de los accionistas, así no tenga accionariado calificado, tenga un derecho de veto de ciertas decisiones. Para efectos de este artículo, a estos accionistas se les denominará **accionistas con participación calificada**; sin perjuicio de que la investigación gire en torno a accionistas con participaciones de 50% cada uno (socios paritarios).

En ese orden de ideas, un bloqueo societario puede darse, entre otros supuestos, en una decisión de aumento de capital, fusión, escisión o reorganización simple. Ello, puesto que la LGS dispone que, para la aprobación de estas decisiones, se necesita del mismo *quorum* que para una modificación del estatuto; esto último, está contemplado en el artículo 115 anteriormente mencionado. De esta forma, el desacuerdo de dos accionistas de aumentar o no el capital; de fusionar, realizar una escisión o reorganización simple, da pie a que se configure un bloqueo societario. Así, puede darse el caso en que el ánimo de un accionista sea tal de realizar una operación, cuyo acuerdo necesita una mayoría calificada y el desacuerdo del otro sea tan intenso que se propicie una confrontación entre ambos accionistas, causando una paralización del órgano de la junta general de accionistas ante la negativa de tomar acuerdos.

Asimismo, el bloqueo societario puede darse cuando la adopción del punto de agenda de la junta general de accionistas sea de tal importancia para el curso de la sociedad –como una decisión de inversión o el nombramiento de miembros del directorio en el caso de una sociedad anónima ordinaria– que resulte razonable utilizar el mecanismo de desbloqueo más apropiado ante el fracaso de una negociación. En efecto, se observará, más adelante, que la mayoría de los mecanismos de solución –sean legales o convencionales– tienen escenarios de cambios radicales para la sociedad luego de aplicados.

A modo de ilustración, un bloqueo societario puede darse en sociedades en las que cada accionista posee el 50% o también en las que el accionista A posee el 51% de las acciones y el accionista B, el 49%. Del mismo modo podría darse en una sociedad en la que el accionista J posea el 48% de las acciones; K, el 40%; L, el 10% y M, el 2%. En el segundo ejemplo, A y B serían los accionistas responsables[7] del bloqueo societario; mientras que, en el tercer ejemplo, lo serían J y K.

Este tipo de entrampamientos pueden resultar bastante comunes en Perú y Latinoamérica en las sociedades anónimas cerradas y las sociedades anónimas, puesto que muchas sociedades de este tipo son de propiedad familiar en las que dos

[5] Artículo 125 de la Ley General de Sociedades: Salvo lo previsto en el artículo siguiente, la junta general queda válidamente constituida en primera convocatoria cuando se encuentre representado, cuando menos, el cincuenta por ciento de las acciones suscritas con derecho a voto (1997).

[6] Artículo 127 de la Ley General de Sociedades:

> Los acuerdos se adoptan con el voto favorable de la mayoría absoluta de las acciones suscritas con derecho a voto representadas en la Junta**.** Cuando se trata de los asuntos mencionados en el artículo precedente, se requiere que el acuerdo se adopte por un número de acciones que represente, cuando menos, la mayoría absoluta de las acciones suscritas con derecho a voto.
>
> El estatuto puede establecer quorum y mayorías superiores a los señalados en este artículo y en los artículos 125 y 126, pero nunca inferiores (1997).

[7] La palabra 'responsables' se usa de una manera objetiva, sin ningún propósito estigmatizador.

hermanos, primos o incluso esposos son los accionistas paritarios de la sociedad. De hecho, el 85% de las compañías de la región latinoamericana son de propiedad familiar (Lozano *et al*, 2021, p. 59). Así, de presentarse una sociedad, cuyos accionistas fueron cónyuges y ahora están divorciados, un bloqueo societario puede volverse inminente, debido al carácter –muchas veces– personal del desacuerdo entre socios[8].

B. Tratamiento ante la Ley General de Sociedades

La premisa fundamental de este artículo es reconocer que la LGS actual no brinda una solución legal directa y eficiente para un supuesto de bloqueo societario, más que la disolución de la sociedad en su artículo 407 o, inclusive, podría pensarse, que la separación o exclusión del accionista. Incluso, el Anteproyecto de la Ley General de Sociedades tampoco brinda una solución ante este tipo de situaciones y sigue la línea de la actual LGS en las que las soluciones brindadas siguen siendo la disolución (art. 407) o el derecho de separación (art. 200) siempre y cuando lo contemple como causal el Estatuto. Cabe señalar que tampoco se propone que deba haber, necesariamente, una solución proveniente de la legislación o que esta sería la más eficiente. Por el contrario, considero que la solución convencional resulta ser la más eficiente ante este tipo de situaciones.

1. Disolución de la sociedad

Como puede apreciarse en nuestra LGS, las consecuencias del bloqueo societario configuran causales de disolución de una sociedad bajo el artículo 407 de la LGS incisos 2 y 3:

> Artículo 407.- Causas de disolución
>
> La sociedad se disuelve por las siguientes causas:
> [...]
> 2. Conclusión de su objeto, no realización de su objeto durante un periodo prolongado o imposibilidad manifiesta de realizarlo;
> 3. Continuada inactividad de la junta general;
> [...].

Esta norma resulta ser de carácter imperativa; no obstante, los socios podrían optar, voluntariamente, por disolver la sociedad apenas se configure un bloqueo societario (siguiendo las disposiciones de la LGS, Reglamento del Registro de Sociedades y demás normas aplicables) como mecanismo de solución. Como es evidente, la disolución de la sociedad configura un remedio demasiado drástico que no siempre es económicamente eficiente y, por ello, debe considerarse como una solución de última *ratio* (Fernández Del Pozo, 2018, p. 25).

Un bloqueo societario en junta general de accionistas se da por un desacuerdo entre los dos accionistas de cómo llevar la sociedad de ahí en adelante y ello puede ser solucionado mediante otros mecanismos menos radicales que no disuelven la sociedad. En esa línea, Herrada Bazán sostiene que "lo decisivo en una causa de disolución no es si recae o no sobre un socio, sino que afecte a la sociedad de tal manera que se genere una grave inconveniencia o imposibilidad para su continuidad" (2017, p. 33). Como se ha visto, un bloqueo societario no tiene otra causa que no sea la falta de acuerdo de los socios, no un problema intrínseco a ella misma como sería, por ejemplo, la falta de liquidez y exceso de deuda que pueda impedir su continuidad.

En esa línea, disolver una sociedad no necesariamente resulta lo más eficiente, puesto que la sociedad puede estar trayendo significativos beneficios no solo a los accionistas, sino también a los que trabajan en ella –en caso sea un negocio– y a la sociedad en su conjunto[9]. Además, al disolver la sociedad, los accionistas deberán liquidar el patrimonio de la sociedad al momento de su disolución, sin tener la posibilidad de seguir generando rentas y de hacer crecer la empresa a futuro, ni poder vender sus acciones a un tercero que la valore más y, consecuentemente, generar una mayor ganancia que liquidándola.

En definitiva, si bien la disolución se presenta como la solución legal más llamativa ante un bloqueo societario, no se puede considerar como la más eficiente dentro de todo el espectro de soluciones. La decisión de liquidar una sociedad es siempre de última *ratio*, incluso en caso de insolvencia. En efecto, tomar en cuenta la opción de liquidación de la sociedad ante un bloqueo societario no beneficia al máximo las ganancias de la sociedad ni de los accionistas. La práctica mercantil ha demostrado que si los accionistas se quieren desprender de la sociedad, venderán sus acciones

[8] Por el contrario, este tipo de situaciones no se suelen dar en sociedades anónimas abiertas, ya que, por lo general, cuentan con un accionariado difundido. Pero, ello no obsta a que no puedan ocurrir (sobre todo, si se confieren derechos de veto o se configuran sindicatos de voto).

[9] Estos beneficios sociales van más allá de cuál es el rubro al que la empresa pertenece, sino que, si la empresa sigue en marcha es porque es eficiente ante el mercado; esto es, trae beneficios y satisface las necesidades de los consumidores.

a un tercero que las valore más; como contrapartida, la liquidación se presenta como una opción cuando la anterior no es posible. Por último, en caso ningún accionista desee activar la cláusula *shotgun* pactada y se siga en una situación de entrampamiento societario, sí sería lógico proceder con la disolución de la sociedad. Así, reafirmamos su carácter de última *ratio*.

2. Derecho de separación

El legislador culmina el artículo 200 de la LGS[10] con una imperativa que regula el derecho de separación del accionista: "Es nulo todo pacto que excluya el derecho de separación o haga más gravoso su ejercicio" (1997). Al analizar este artículo, con especial énfasis en la última prohibición citada, se puede afirmar, preliminarmente, que es un derecho creado para las minorías. Cuando el legislador prohíbe ciertas situaciones en el derecho societario, lo hace, casi en todos los casos, con el objetivo de proteger a las minorías o a los acreedores de la sociedad.

En ese orden de ideas, nuestra LGS regula cuatro únicos supuestos en los que un accionista puede ejercer su derecho de separación. Estos son:

a) Cuando se cambia el objeto social.

b) Si se traslada el domicilio de la sociedad al extranjero.

c) La creación de limitaciones a la transmisibilidad de las acciones o la modificación de las existentes.

d) En los demás casos que lo establezca la ley o el estatuto de la sociedad.

En concordancia con el artículo anterior y la LGS en su conjunto, podemos señalar que la ley impone a la sociedad la facultad del accionista de ejercer el derecho de separación, en los cuatro supuestos citados establecidos en el estatuto y en la ley. Abramovich enumeró estos últimos:

> (i) Transformación (artículos 337 y 338 de la LGS); (ii) fusión (artículos 355 y 356 de LGS); (iii) escisión (artículos 380 y 385 de la LGS); (iv) en la sociedad anónima cerrada, la modificación relativa al régimen relativo a las limitaciones a la transmisibilidad de acciones o al derecho de adquisición preferente (artículo 244 de la LGS); (v) en la sociedad anónima abierta la exclusión del Registro Público del Mercado de Valores de acciones u obligaciones (artículo 262 de la LGS); y, (vi) en caso la Junta General de Accionistas no accede a la solicitud de regularización o de disolución de la sociedad irregular (2007, p. 170).

Una vez contemplados todos estos supuestos en los que, legalmente, se establece la facultad de los accionistas de ejercer su derecho de separación, podemos concluir, de manera tajante, que nuestra LGS no recoge el supuesto de un bloqueo societario o la paralización de un órgano societario. Así, en caso los accionistas de la sociedad deseen ejercer su derecho de separación por un bloqueo societario, deben haberlo pactado previamente en el estatuto. Si bien resulta legalmente posible adoptar el derecho de separación como un remedio ante un bloqueo societario, no resulta ser el remedio más eficiente. Las razones serán desarrolladas a continuación.

En primer lugar, no se configura el supuesto de hecho de la toma de una decisión material (en la que el accionista podría estar en desacuerdo). Por el contrario, la decisión no puede ser tomada.

En segundo lugar, ejercer el derecho de separación resulta ser contrario a buscar una solución del bloqueo societario. Ello, puesto que el derecho de separación es ejercido como un mecanismo de salida ante una decisión adoptada y, en el caso de un bloqueo societario no solo no hay un acuerdo, sino que ambos accionistas tienen la intención de quedarse en la sociedad. Teniendo ello en cuenta, más adelante se abogará por la mayor eficiencia de pactar las cláusulas *shotgun*. No obstante, se puede adelantar que el derecho de

[10] Artículo 200 de la Ley General de Sociedades:

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

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

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

[...]

Es nulo todo pacto que excluya el derecho de separación o haga más gravoso su ejercicio (1997).

separación resulta ser, en su naturaleza, un remedio ante una disconformidad del accionista minoritario sobre una decisión legal o estatutariamente calificada de material y no ayudan, como sí lo hacen las cláusulas *shotgun,* como un efecto de *deterrence*[11] ante un bloqueo societario.

3. Exclusión del accionista

Otra posible alternativa que brindaría la LGS ante una situación de bloqueo societario es la de la exclusión del accionista. Esta figura está regulada en los artículos 248, 276, 277, 293 y 303 de la LGS, siendo solo el primero de estos aplicable a este trabajo, puesto que regula la figura dentro de las sociedades anónimas cerradas. De hecho, el Tribunal Constitucional emitió una sentencia en el 2006, contenida en el Expediente 3004-2004-AA/TC[12], en la cual reiteró la prohibición de pactar estas cláusulas en las sociedades anónimas ordinarias.

Desde luego, según la normativa y jurisprudencia, a efectos de nuestro trabajo, esta alternativa solo podría ser aplicada a las sociedades anónimas cerradas. Sin perjuicio de ello, se procederá a analizar esta figura y determinar si resulta o no aplicable como una solución legal eficiente, inclusive, en sociedades anónimas cerradas.

En esa línea, el artículo 248 dispone lo siguiente:

> El pacto social o el estatuto de la sociedad anónima cerrada puede establecer causales de exclusión de accionistas. Para la exclusión es necesario el acuerdo de la junta general adoptado con el quorum y la mayoría que establezca el estatuto. A falta de norma estatutaria rige lo dispuesto en los artículos 126 y 127 de esta ley.
>
> El acuerdo de exclusión es susceptible de impugnación conforme a las normas que rigen para la impugnación de acuerdos de juntas generales de accionistas (1997).

Cabe sostener que esta es una norma dispositiva y supletoria; es decir, es una facultad que brinda la LGS a la sociedad anónima cerrada. Por ende, para que esta norma sea aplicable, debe estar contemplada en el estatuto. Como se puede apreciar en la disposición citada, la LGS no regula los supuestos en los que un accionista debe o puede ser excluido de la sociedad. No cabe duda, entonces, que la sociedad anónima cerrada, de establecer una disposición de exclusión del accionista, debe regular los supuestos.

Herrada Bazán sostiene que la exclusión de un socio se fundamenta "cuando se verifique en su persona la concurrencia de una vicisitud (conductual o no) que frustra gravemente la colaboración que aquel debía prestar a la sociedad [...]" (2017, p. 39). Del mismo modo, agrega que "es la exclusión de socios la que se muestra como la alternativa más idónea para conseguir dos finalidades: la salida del socio perturbador y la continuación de la vida de la sociedad." (Bazán, 2017, p. 35).

En base a ello, se puede sostener que el derecho de exclusión no resulta un remedio legal (ni convencional) compatible con la situación de bloqueo societario. Las razones concretas serán desarrolladas a continuación.

En primer lugar, según el lineamiento de la norma, esta es una decisión material que, para ser adoptada, requiere de un *quorum* y mayoría calificada. Esto es, los accionistas se encontrarían, nuevamente, en una paradoja y en un muy posible bloqueo societario con un segundo plano que involucraría la propia decisión de exclusión.

En segundo lugar, esta es una norma con matiz sancionador, puesto que ni la misma ley regula el tratamiento de los aportes del accionista excluido como sí lo hace, por ejemplo, cuando un accionista ejerce su derecho de separación. No obstante, la razón detrás de un bloqueo societario es que ningún accionista dará su brazo a torcer frente a la adopción o no de un acuerdo lícito que se plantea como punto de agenda en una junta general de accionistas.

En tercer lugar y en línea de la razón anterior, en el supuesto en el que los accionistas deseen contemplar esta figura como remedio ante un bloqueo societario, los costos de transacción de pactar estas cláusulas sobrepasarían los beneficios de tal. Ello se debe al matiz sancionador para el accionista 'infractor' del interés de la sociedad y, por principios generales del derecho, deben contemplarse los principios de legalidad y debido proceso. El primero de ellos, responde a que, en el derecho sancionador, deben contemplarse los supuestos tipificados en que procede una sanción de cumplirse el supuesto de hecho. El segundo principio,

[11] Efecto *deterrence* –en español, disuasión– es un concepto empleado en la doctrina jurídica internacional para hacer referencia al efecto de disuasión y desincentivo de la comisión de determinada conducta que la existencia y aplicación de una norma trae para con los sujetos.

[12] Se dio dentro del marco de un proceso de amparo. Tribunal Constitucional [T.C], 6 de diciembre de 2004, sentencia recaída en el Expediente 3004-2004-AA/TC (Perú).

el del debido proceso, responde a que este debe ser aplicado no solo frente a un órgano jurisdiccional, sino en todas las esferas en las que se siga un procedimiento sancionador (o que declare la responsabilidad de una persona). Así, deberían contemplarse todos los posibles supuestos en los que un accionista pueda ocasionar un bloqueo societario y contemplar la culpa grave o dolo en el accionar; así, los costos de transacción pueden ser bastante elevados. Por último, de contemplarse otras mayorías en el estatuto –a saber, menores–, podría dar pie a una arbitrariedad de exclusión de un accionista por parte del otro y poca seguridad jurídica para ambos. En definitiva, la exclusión del accionista no resulta un mecanismo legal adecuado para un bloqueo societario.

III. MECANISMOS CONVENCIONALES DE SOLUCIÓN ANTE UN BLOQUEO SOCIETARIO

Actualmente existen varios mecanismos de solución ante un bloqueo societario que no provienen de fuente legal, sino más bien, contractual. Así, a efectos de este artículo, se clasificarán en dos grupos: (i) los mecanismos heterocompositivos, es decir, que se necesita de un tercero para que se resuelva la disputa; y (ii) los mecanismos autocompositivos, en los cuales será suficiente la sola intervención de los mismos socios. Dentro del primer grupo se encuentran el *Inside Tiebreaker, Outside Tiebreaker,* y un árbitro independiente u órgano jurisdiccional.

Cabe destacar, que las soluciones contractuales ante un bloqueo societario no se reducen a una lista de *numerus clausus*, siempre y cuando no vulnere ninguna disposición legal. Asimismo, es importante mencionar que, en la práctica corporativa, se pactan este tipo de cláusulas solo para asuntos de suma importancia cuyo acuerdo no sea posible; por ejemplo, decisiones de inversión, aumentos de capital, presupuestos, modificaciones estatutarias, entre otros. A continuación, se hará una breve introducción a cada tipo de mecanismo de solución ante un bloqueo societario.

De ahora en adelante, para efectos explicativos y para el mayor entendimiento del lector, salvo mención expresa, se referirá a un bloqueo societario en el que ambos accionistas responsables de un bloqueo societario poseen el 50% de las acciones de una sociedad.

A. Mecanismos heterocompositivos

En esa línea, dentro de los mecanismos de solución heterocompositivos se encuentra el *inside tiebreaker.* Este mecanismo es pactado *ex ante*, en un convenio de accionistas, en el cual se denomina a un tercero dentro de la sociedad para que resuelva la disputa entre los socios. Este tercero puede ser el directorio, un director, alguien del órgano de la administración o cualquier otro tercero interno a la sociedad, determinado o determinable, designado con anterioridad por las partes. Del mismo modo, las partes también pueden pactar un *outside tiebreaker,* mecanismo bajo el cual un tercero decide la disputa entre ambos socios, pero, en este caso, se trata de un tercero ajeno a la sociedad.

Por último, dentro de este grupo se encuentra el pacto societario en que se designa a un órgano jurisdiccional o árbitro independiente para que resuelva la disputa. De este modo, lo que se suele hacer es designar a un árbitro independiente que decidirá el futuro de la sociedad concerniente al punto de agenda que no logra ser conciliado por los socios, también puede suceder que los socios pacten que se resolverá mediante un tribunal arbitral; no obstante, es lo menos común debido al elevado costo de estos procesos.

B. Mecanismos autocompositivos

Por otro lado, y la parte fundamental de este trabajo, la componen los mecanismos de solución autocompositivos ante un bloqueo societario. Este grupo se encuentra compuesto, principalmente, por las cláusulas *shotgun.* Este tipo de cláusulas son pactadas en convenios de accionistas que prevén, como mecanismo de solución, la salida de la sociedad de uno de los accionistas. Así, dentro del género de las cláusulas *shotgun* se encuentran las cláusulas *Shotgun* (como especie que, para efectos de diferenciarla del género, será escrita con mayúscula en el presente artículo)*, Mexican shoot-out* y *Texas shoot-out.*

1. Cláusula *Shotgun*

Por un lado, tenemos a las cláusulas *Shotgun* o también conocidas como *Russian Roulette*. Estas cláusulas pueden ser activadas por cualquiera de las partes ante un bloqueo societario. Así, al configurarse el supuesto de hecho de una situación de bloqueo, uno de los dos accionistas (accionista A) propone aplicar la cláusula colocándole un precio a las acciones y envía una comunicación para que el accionista receptor de la comunicación (accionista B) compre o venda sus acciones al accionista que activó la cláusula al precio que el accionista A propuso.

2. Cláusula *Mexican shoot-out*

En segundo lugar, se encuentran las cláusulas *Mexican shoot-out*. En el supuesto de encontrarse

ante una situación de bloqueo societario, al igual que sus cláusulas hermanas, cualquiera de los accionistas puede activarla. Así, cada accionista envía al otro, en un sobre cerrado, el precio mínimo al que ellos estarían dispuestos a vender el porcentaje del accionariado que poseen. El accionista A que colocó un precio mínimo mayor, será el accionista que le compre las acciones al accionista B, cuyo precio mínimo colocado fue menor al precio estipulado por el mismo accionista B. (Nadorff y McLean, 2020, p. 413).

3. Cláusula *Texas shoot-out*

Por último, dentro de la familia de las cláusulas *shotgun*, y similar a las cláusulas *Shotgun*, se encuentran las cláusulas denominadas *Texas shoot-out.* Nadorff y McNeal explican estas cláusulas dentro del marco de un Joint Venture, no obstante, también aplicables a una sociedad misma. Así, la cláusula *Texas shoot-out* se activa, al igual que la *Shotgun*, por cualquiera de las partes. Cada accionista ofrece al otro la compra de sus acciones al precio indicado por cada uno en un sobre cerrado. Normalmente, esta cláusula prevé que se le envíen los sobres a un árbitro (tercero), quien abre los sobres y comunica las ofertas de precio de las acciones. Consecuentemente, la oferta del accionista cuyo monto valorizador de las acciones sea mayor, está obligado a comprar las acciones, a ese precio, del accionista cuyo precio de oferta fue menor (Nadorff y McLean, 2020, p. 416). Aquí se puede evidenciar la premisa que recoge la práctica corporativa que se detalló anteriormente: debe poseer un negocio el que más valora a tal.

IV. CLÁUSULAS *SHOTGUN*: TEORÍA Y APLICACIÓN

Una vez presentados los distintos mecanismos convencionales de desbloqueo societario, vale la pena profundizar en el desarrollo de las cláusulas *shotgun*, materia específica del presente artículo. Así, la cláusula *Shotgun, Mexican shoot-out y la Texas shoot-out* son variaciones de la cláusula genérica *shotgun*. Este tipo de cláusulas tiene como objetivo resolver una situación de bloqueo societario de una manera expeditiva y eficiente. Así, en principio, puede ser activada unilateralmente por cualquier accionista con participación calificada en caso de incurrir en el supuesto de hecho de un bloqueo societario. Como se verá en detalle más adelante, no se requiere incurrir en costos altos de transacción de las acciones y, además, permanecerá en la sociedad el accionista que más la valora. De esta forma, esta solución se alinea con los principios del tráfico mercantil e, incluso, la política legal de la propiedad en el país[13]: que permanezca, como dueño, la persona que más valora el bien.

Maria-Angeles de Frutos y Thomas Kittsteiner sostienen, en su artículo titulado "*Efficient Partnership Dissolution under Buy-Sell Clauses*", que la inclusión de estas cláusulas en los acuerdos entre socios resulta tan común y normalizada que su no inclusión puede ser considerada como una negligencia[14] a la hora de redactar convenios de accionistas en una transacción de compraventa de empresas. En efecto, estas cláusulas han alcanzado tanta popularidad que son actualmente pactadas, en la práctica comparada, también en contratos de *Joint Venture* y *Venture Capital* [15].

Como se sostuvo, estas cláusulas tienen un origen estadounidense que se remonta al siglo pasado. Las cláusulas *shotgun* iniciaron siendo –sin perjuicio de que aún continúa siendo así hoy en día, pero con mucha menos frecuencia– propuestas por las cortes mismas ante una situación de entrampamiento societario (Landeo & Spier, 2014, p. 5).

Desde luego, resulta importante mencionar que las cláusulas *shotgun* deben ser aplicadas como último recurso[16]. En otras palabras, debido a la importante consecuencia de su ejecución, que es la 'expulsión' de uno de sus accionistas paritarios (o de accionariado calificado), debe ser de aplicación subsidiaria a una negociación previa. Por este motivo, se sugiere que, al redactar la cláusula en el convenio de accionistas, se contemple una negociación previa entre ambos. A continuación, se explicará el uso práctico de estas cláusulas.

Debido a la importancia de la ejecución de la cláusula *shotgun*, suelen pactarse, como gatilladores, supuestos muy específicos y materiales. En esa línea, los supuestos de hecho contemplados para ejecutar esta cláusula suelen ser desacuerdos en decisiones de inversión, aumentos de capital, nombramiento de directorio, nombramiento de gerente general o modificaciones estatutarias importantes. Todos aquellos supuestos deben estar

[13] Esta afirmación responde a la posición legal que ha asumido nuestro ordenamiento para admitir la prescripción adquisitiva en materia de bienes muebles e inmuebles, inclusive, de mala fe.

[14] Véase a De Frutos y Kittsteiner (2008).

[15] Véase a Fleisher *et al.* (2011).

[16] Claro está que, si se ejecuta, no se ejecutará la genuina solución de última *ratio* que es la propuesta por la Ley General de Sociedades: disolución de la sociedad por continua inactividad.

adecuadamente definidos en el convenio de accionistas firmado. Sin perjuicio de ello, es recomendable colocar temas materiales concretamente técnicos en materia contable o financiera a ser definidos por un *inside* o *outside tiebreaker* especialista en la materia. Tal es el caso de si se ha cumplido o no con un supuesto establecido, por ejemplo, un indicador financiero. En ese escenario, los accionistas pueden convenir que decida, o bien un miembro de la sociedad (como un director o alguien de la gerencia) o bien un tercero especialista (como lo puede ser una empresa de consultoría financiera). Es así que se plasma a la cláusula *shotgun* como una cláusula que resuelve desacuerdos en asuntos materiales, pero, al fin y al cabo, sujetos a la forma de dirigir la sociedad según el punto de vista de cada accionista, y que ningún tercero tendrá la opinión 'correcta' o 'más conveniente'.

En ese orden de ideas, es necesario que no solo se definan adecuadamente los supuestos en los que pueden activarse las cláusulas *shotgun*, sino que también resulta imperante que se establezca una fase de negociación obligatoria luego de haberse identificado el desacuerdo y el consecuente bloqueo societario. Así, se propone que los accionistas suscriptores del convenio establezcan una negociación para la cual ambos accionistas tendrán la potestad de proponer, cada uno, una fecha. De este modo, de no asistir a ninguna fecha de negociación, ese accionista no podrá activar la cláusula. De esta forma es que se busca incentivar la negociación entre ambos y la adopción de una decisión que ponga fin al entrampamiento societario.

De fracasar esta negociación y para evitar la liquidación de la sociedad, cualquier accionista podrá activar la ejecución de la cláusula *shotgun.* Para efectos de este trabajo, se trabajará con la cláusula *shotgun* más pactada: la misma *Shotgun.* En esa línea, el accionista que active la cláusula (A) valorizará el 50% de las acciones en X y se lo comunicará al otro accionista (B). Así, B deberá optar entre comprar las acciones de A al precio X o, de lo contrario, venderle sus acciones al precio X a A. De esta forma, solo uno de ellos quedará en la sociedad.

Ahora bien, puede darse el caso de que –siguiendo nuestro ejemplo– el accionista B opte por no responder a la comunicación de la ejecución de la cláusula *shotgun* planteada por A. Ante ello, se recomienda que se pacte un plazo específico para que el receptor de la comunicación pueda tomar una decisión y responder. Culminado el plazo, el accionista A podría decidir por B; es decir, optar por vender sus acciones a B o comprar las acciones de B. Claro está que A debería hacerlo al precio X determinado por él mismo.

A. Cláusulas *shotgun* como mecanismo de solución más eficiente

1. Convenio de Accionistas y M&A

Resulta necesario explorar el instrumento jurídico mediante el cual se implementan las cláusulas *shotgun*; esto es –a efectos de este trabajo– los convenios de accionistas pactados en un contrato de compraventa de acciones en el que un tercero entra a la sociedad el 50% de accionariado (o accionariado calificado) en una sociedad[17], o en el que un accionista minoritario adquiere acciones e incrementa su participación a un 50%. Sin perjuicio del enfoque de este trabajo, las cláusulas *shotgun* también pueden pactarse en los estatutos de las sociedades al momento de constituirse o incluirse en ellos posteriormente vía una modificación de estatuto.

Un contrato de compraventa de acciones (*Shares/ Stock Purchase Agreement*, más conocido por sus siglas en inglés y en adelante, SPA) es el instrumento mediante el cual se transfiere la titularidad de las acciones de un accionista a otro. Normalmente, el SPA cobra vital importancia cuando se transfiere control o un porcentaje accionarial significativo de la sociedad. Así, un SPA suele ser un contrato de larga extensión[18], producto de una larga y costosa negociación entre las partes (comprador y vendedor). En esa línea, "el contenido típico del contrato de compraventa de empresas no solo incluye el acuerdo de cosa y precio que es esencial en toda compraventa, sino que aborda una serie de aspectos adicionales que responden a la estructura compleja de la transacción que subyace el documento" (Payet, 2009, p. 74).

Entonces, dado que habrá un significativo cambio accionarial en la sociedad, resulta una regla en la práctica transaccional de fusiones y adquisiciones de empresas (en adelante, M&A) que se pacte un nuevo convenio de accionistas entre el nuevo controlador o adquirente de participación significativa de la sociedad con aquellos accionistas (o aquel accionista) que permanecerán en esta. Este convenio suele surtir efectos al momento que se realice la

[17] En este trabajo, al hacer referencia a 'sociedad' se refiere a sociedad anónima cerrada o sociedad anónima, tal como se delimitó a inicios del presente trabajo. De ser el caso de incluir otra forma de sociedad, se mencionará expresamente.

[18] Dependiendo de la transacción, un SPA puede llegar a tener de 50 hasta 500 páginas incluyendo anexos (pudiendo tener, incluso, más páginas).

efectiva transferencia de acciones. En efecto, este nuevo convenio de accionistas forma parte del SPA y, de hecho, se redacta de manera paralela a la negociación de este último. En otras palabras, resulta una regla en la práctica transaccional, puesto que, como se puede evidenciar, la normativa de la LGS no solo resulta en muchas ocasiones insuficiente, sino que en los convenios de accionistas se pueden regular situaciones específicas tomando en cuenta las preferencias de los accionistas. Lo propio también ocurre en una fusión (*merger*); sin embargo, a modo de simplificación, se tomará como eje principal un proceso de compraventa de acciones.

Así, estos convenios buscarán regular, principalmente, dos aspectos: gobierno corporativo (como la conformación del directorio, gerencia, etc.) y temas relacionados a las acciones (como mayorías, derechos de veto, sindicatos de acciones, etc.). Dentro del segundo grupo de convenios de accionistas, resulta también bastante común que se pacten acuerdos entre accionistas tales como ROFO (*Right of First Offer*), ROFR (*Right of First Refusal)*, *Drag Along*, *Tag Along*, *Put Option*, *Call Option*, Derecho de Registro, *Piggyback* y, sin lugar a duda, se incluyen las cláusulas *shoot-out.*

Los convenios de accionistas están regulados en los artículos 8 y 55 inciso b de la LGS de manera somera:

> Artículo 8: Son válidos ante la sociedad y le son exigibles en todo cuando le sea concerniente, los convenios entre socios o entre éstos y terceros, a partir del momento en que le sean debidamente comunicados.
>
> Si hubiera contradicción entre alguna estipulación de dichos convenios y el pacto social o el estatuto, prevalecerán éstos últimos, sin perjuicio de la relación que pudiera establecer el convenio entre quienes lo celebraron".
>
> Artículo 55.b: Contenido del estatuto
>
> El estatuto contiene obligatoriamente:
> [...]
> b. Los convenios societarios entre accionistas que los obliguen entre sí y para con la sociedad (1997).

Los convenios a los que se refiere el literal b. anterior que se celebren, modifiquen o terminen luego de haberse otorgado la escritura pública en que conste el estatuto, se inscriben en el Registro sin necesidad de modificar el estatuto.

En ese orden de ideas, el convenio de accionistas pactado en el marco de una compraventa de acciones es, usualmente, un convenio entre los socios, puesto que regulan las relaciones entre ellos. Una cláusula *shotgun* regula la relación entre ambos socios paritarios y no vincula a la sociedad en sí, por lo que sería aplicable el artículo 8. Como dispone la norma, el convenio será válido y exigible ante la sociedad en tanto se comunique debidamente. Asimismo, el convenio no puede contravenir el estatuto de la sociedad ni –como cualquier otro negocio jurídico– a una norma legal imperativa o al orden público o las buenas costumbres.

De hecho, el artículo 38 de la LGS dispone lo siguiente:

> Son nulos los acuerdos societarios adoptados con omisión de las formalidades de publicidad prescritas, contrarios a las leyes que interesan al orden público o a las buenas costumbres, a las estipulaciones del pacto social o del estatuto, o que lesionen los intereses de la sociedad en beneficio directo o indirecto de uno o varios socios[19].
>
> Son nulos los acuerdos adoptados por la sociedad en conflicto con el pacto social o el estatuto, así cuenten con la mayoría necesaria, si previamente no se ha modificado el pacto social o el estatuto con sujeción a las respectivas normas legales y estatutarias.
>
> [...].

Por otro lado, existe otra limitación al contenido de los convenios de accionistas: los principios configuradores de la sociedad anónima[20]. A propósito del tema del presente trabajo, Salas coloca como ejemplo el pacto de una cláusula de disolución de la sociedad por una causal referida a aspectos de la persona de los accionistas; este pacto resulta ser contrario al carácter capitalista de una sociedad anónima. Sobre la base de ello, el autor sostiene que disolver la sociedad va en contra del interés social, cuando este convenio no ha sido celebrado por todos los accionistas afectando los intereses de estos últimos y de la sociedad en general (Salas, 2008, p. 81-82). Del mismo modo, Salas señala que un pacto de exclusión de accionistas siempre va a contener causales subjetivas, lo cual va en contra de una de las características esenciales y configuradoras de la sociedad anónima –como se dijo– el ser una sociedad de capitales (2008, p. 83). En definitiva, ambos casos coinciden con una de las dos

[19] En esta parte del artículo, puede observarse una protección directa al interés social desarrollado previamente en el presente trabajo.

[20] Véase a Salas Sánchez (2008).

soluciones legales planteadas en el presente trabajo y, a su vez, contradicen principios rectores de las sociedades anónimas, por lo que la voluntad de los accionistas, plasmada en convenios que incluyan cláusulas de este tipo, se ve limitada.

Sin perjuicio de las limitaciones mencionadas en los párrafos precedentes, se puede apreciar que el legislador brinda libertad a los accionistas para regular sus relaciones dentro de la sociedad, entre ellos mismos, para con esta y con terceros, inclusive. Del mismo modo, se evidencia que el legislador no pone límites sobre los asuntos en los que pueden versar los convenios. Los convenios de accionistas, en palabras de Abramovich, "responden a las necesidades de las partes y, siempre que no vulneren el marco legal establecido, pueden responder a un sinnúmero de situaciones" (2000, p. 149).

Como se mencionó, los convenios de accionistas en donde se incluyen las cláusulas *shotgun*, suelen ser incorporados cuando hay un cambio accionarial drástico, como puede ser en una compraventa de acciones, en las que van a quedar dos accionistas con partes iguales o participación significativa. Así, los socios, mediante un convenio de accionistas, asignan anticipadamente sus riesgos como mejor les conviene a falta de una regulación legal sobre soluciones ante un bloqueo societario; en palabras de Escobar Rozas: "Para desarrollar regímenes contractuales de reducción y de distribución de riesgos alternativos a los regímenes legales, las empresas decidieron emplear un lenguaje propio" (2016, p. 68).

En definitiva, los convenios de accionistas que contienen las cláusulas *shotgun* como mecanismo de solución ante un bloqueo societario, reafirman la facultad –con restricciones– que se les da a los accionistas de autorregular, no solo las sociedades a las que pertenecen, sino también las relaciones entre ellos. Así, pactando estas cláusulas se busca hallar una salida al entrampamiento societario de una manera objetiva, célere, sin vulnerar el interés social ni los derechos del otro accionista.

2. La propuesta de las cláusulas *shotgun*

En la primera sección del presente capítulo se postuló a los convenios de accionistas como los instrumentos jurídicos por los cuales se pactan las cláusulas *shotgun* en el marco de una transacción de compraventa de acciones. En esa línea, ha de reconocerse que las cláusulas *shotgun* no son los únicos pactos por los cuales se puede desentrampar un bloqueo societario. Así, se presentan como alternativas viables las cláusulas, también anglosajonas, *put* y *call option.*

La *put option* es una cláusula que otorga al accionista A el derecho de poder venderle a B sus acciones. El gatillador de esta cláusula puede ser la libre decisión de A o también puede pactarse que, de ocurrir el supuesto de hecho X (en este contexto, un determinado desacuerdo), A puede ejercer su *put option* y obligar a B adquirir sus acciones. Normalmente se pacta un mecanismo de determinación del precio. Antagónicamente, el *call option* le otorga –siguiendo el ejemplo– a A el derecho de comprarle a B sus acciones. Las condiciones de ejecución de la cláusula son las mismas, es decir, un supuesto específico o a voluntad libre de A.

Sin perjuicio de su utilidad en un bloqueo societario, la *put option* suele ser pactada con la intención de que el accionista A salga de la sociedad cuando le parezca conveniente, A tiene este derecho como una suerte de 'garantía de salida'. No obstante, en un bloqueo societario, en principio, no hay intención de ningún accionista de retirarse de la sociedad. Por el contrario, el bloqueo societario responde a un desacuerdo entre ambos accionistas de cómo dirigir la sociedad, pero ambos con ánimos de permanencia. Por su parte, el *call option* tiene como objetivo 'sacar' al accionista B de la sociedad, por lo que tendría sentido que se emplee en el marco de un bloqueo societario. Sin embargo, resultaría extraño que se pacte un *call option* cuando ambos accionistas tienen el 50% de participación en la sociedad. Generalmente, esta cláusula se pacta entre un accionista mayoritario con uno minoritario y no en una situación de accionariado paritario porque se entiende que ambos desean dirigir y permanecer en la sociedad de alguna u otra forma. Por más que no se descarta su utilidad, sería extraña su aplicación como solución de un bloqueo societario.

Por todo lo que se viene desarrollando en el presente trabajo, se puede afirmar que pactar las cláusulas *shotgun* resulta ser el mecanismo más eficiente ante un bloqueo societario en una sociedad anónima o anónima cerrada de distribución accionarial paritaria. A continuación, las tres razones principales que abogan por su eficiencia.

En primer lugar, la LGS no brinda una solución concreta o específica ante un bloqueo societario. De allí, que se puedan considerar la disolución, separación o exclusión del accionista como posibles alternativas. No obstante, ya se fundamentó la ineficiencia de estas alternativas e, incluso, se ha alegado la invalidez en el caso de exclusión del accionista en una sociedad anónima. A pesar de que la LGS no brinde una solución concreta, tampoco significa que una alternativa legal sea la más adecuada para resolver un entrampamiento societario, cuando la práctica comparada ya ha demostrado la eficiencia de las soluciones convencionales.

En segundo lugar, las cláusulas *shotgun* brindan una solución que se alinea con los principios de eficiencia y equidad. Como se sabe, en el análisis económico del derecho siempre se contraponen dos principios importantes: la equidad y la eficiencia. Por un lado, la cláusula *shoot-out* busca llegar a un precio 'justo' y evitar un posible abuso del accionista que activa la cláusula. Así, el juez Easterbrook, en la sentencia *Valinote* c. *Ballis* sostiene que "la posibilidad de que la persona que determina el precio tenga que ser forzada o bien a comprar o bien a vender, mantiene a esta persona honesta [frente al precio en que realmente valora las acciones]"[21]. Por otro lado, al ejecutar la cláusula *shotgun,* se quedará en la sociedad el accionista que más la valore. Ello va de acuerdo con uno de los principios del derecho y práctica mercantil (y de derechos reales) en nuestro sistema jurídico: posee el bien el que más lo valora.

En tercer lugar, estas cláusulas tienen como características intrínsecas la celeridad y los bajos costos de transacción. A saber, cualquiera de los accionistas paritarios (o suscriptores del convenio de accionistas) de la sociedad puede activar la cláusula *shotgun* y, su ejecución es inmediata, sujeta a la debida comunicación del precio que ese accionista decide ponerle a las acciones. De hecho, en el contexto de un bloqueo societario, se generan barreras psicológicas y conductuales que dificultan lograr una exitosa negociación bilateral (Landeo y Spier, 2014, p. 8). Así, con esta cláusula de ejecución directa, no se necesita que las partes siquiera lleguen a un acuerdo del precio, puesto que este será definido por uno de ellos. Como se detalló, el otro accionista tendrá un plazo para decidir y, transcurrido ese plazo, se pasará a realizar la transferencia de acciones correspondiente.

En línea de la eficiencia por costos de transacción, a comparación con los mecanismos heterocompositivos, la ejecución de las cláusulas *shoot-out* tiene significativamente menores costos. Esto es así puesto que no se necesitará la participación de un tasador o auditor externo que, sin duda alguna, va a cobrar no poco dinero por sus servicios. Además, en un bloqueo societario, ninguno de los accionistas quiere dar su brazo a torcer. En ese sentido, si se deja la decisión material 'no objetiva'[22] a criterio de un tercero, lo más probable es que el accionista 'perdedor' no va a querer seguir formando parte de la sociedad y venderá sus acciones o, incluso peor, podría ejercer el derecho de separación (de aplicar). En el primer caso, se incurrirá en altos costos de transacción correspondientes a una transacción de compraventa de acciones (negociaciones, *due diligence*, SPA, acciones post-cierre, etc.). En el segundo caso, la sociedad deberá desprenderse de parte de su capital social para reembolsar al accionista que ejerce tal derecho, de ser aplicable.

V. CONCLUSIONES

a) En primer lugar, se debe tener presente que nuestra LGS no brinda una solución eficiente para una situación de bloqueo societario. La alternativa más concreta que brinda la LGS ante esta situación, es la de la disolución de la sociedad. Sin embargo, esta medida es contemplada, hasta por la propia ley, como de última ratio, puesto que resulta demasiado radical e ineficiente disolver la sociedad cuando existen otros mecanismos alternativos de lograr el desentrampamiento. Por su parte, también se plantea la posibilidad de aplicar el derecho de separación del accionista; no obstante, no resulta lo más eficiente tanto para el accionista que emplee este derecho como para la sociedad misma. Como otra alternativa, se plantea la posibilidad de emplear la exclusión del accionista de la sociedad; sin embargo, la doctrina y jurisprudencia nacional sostienen que esta no resulta válida en las sociedades anónimas ordinarias. Por otro lado, este mecanismo acarrea altos costos de transacción en su elaboración y puede resultar sumamente arbitrario.

b) Existen dos grandes categorías de mecanismos de solución convencionales ante un bloqueo societario. A saber, estos son los mecanismos heterocompositivos, los cuales involucran la participación de un tercero para solucionar el desacuerdo. La otra categoría refiere a los mecanismos autocompositivos, en la cual no es necesaria la intervención de un tercero, sino que, en realidad, solo intervienen los accionistas responsables del bloqueo societario. De hecho, dentro de este grupo se encuentran las cláusulas *shotgun.* Esta cláusula contempla el supuesto de hecho de un bloqueo societario (con desacuerdo materiales específicamente determinados). Así, al configurarse el supuesto de

[21] Séptimo circuito de la Corte de Apelaciones de Estados Unidos, Valinote c. Ballis , 1135871, 24 de septiembre de 2001, expediente 3089.

[22] No de determinación objetiva en tanto es una materia financiera o contable susceptible de ser determinada, como se mencionó anteriormente.

hecho, uno de los dos accionistas le comunica al otro accionista un precio para el 50% de las acciones y le manda una comunicación para que el accionista receptor de la comunicación compre o venda sus acciones al accionista que activó la cláusula al precio que el accionista propuso en su comunicación.

c) Las cláusulas *shotgun* suelen pactarse en convenios de accionistas en el marco de una transacción de compraventa de acciones cuando existe un cambio importante en el accionariado. Es decir, cuando va a haber una toma de control o va a adquirirse el 50% de la sociedad. En esa línea, resulta imperante que se pacte un nuevo convenio de accionistas entre el nuevo accionista y los que permanecerán en la sociedad.

d) Las cláusulas *shotgun* resultan ser no solo válidas ante la legislación societaria, sino que las más eficientes ante un bloqueo societario. Son tres las razones que sustentan esta afirmación. En primer lugar, se considera insuficiente la regulación societaria en esta materia y las posibles soluciones que brinda resultan ineficientes. Por ese motivo, se debe acudir a un mecanismo convencional de solución de un entrampamiento societario. En segundo lugar, las cláusulas *shotgun* son compatibles con los principios de eficiencia y equidad. Por último, estas cláusulas tienen como característica principal la celeridad y los bajos costos de transacción que trae consigo su ejecución.

REFERENCIAS

Abramovich, D. (2000). Una aproximación práctica a los convenios de accionistas en la sociedad anónima. *Ius et Veritas*, (20), 149-157.

(2007). El derecho de separación del accionista: una regulación insuficiente. *Ius et Veritas*, (34), 169-175.

De Frutos, M. y Kittsteiner, T. (2008). Efficient Partnership Dissolution under Buy-Sell Clauses. *Journal of Economics*, (39).

Escobar, F. (2016). Contratación corporativa y evolución legal. *THĒMIS-Revista de Derecho*, (70), 67-93.

Fernández Del Pozo, L. (2018). *La paralización de los órganos sociales en las sociedades de capital. Estudio de sus remedios societarios y una propuesta de reforma.* Marcial Pons, Ediciones Jurídicas y sociales.

Fernández Sessarego, C. (1999). Naturaleza tridimensional de la persona jurídica. *Derecho PUCP*, (52), 251-269. https://doi.org/10.18800/derechopucp.199901.013

Fleisher, H., & Schneider, S. (2011). Shoot-Out Clauses in Partnerships and Close Corporations – An Approach from Comparative Law and Economic Theory. *European Company and Financial Law Review* (ECFR), (9), 35-50.

Herrada Bazán, V. (2017). *La exclusión de socios en la Ley General de Sociedades.* Gaceta Jurídica.

Landeo, C., & Spier, K. (2014). Shotguns and Deadlocks. *Yale Journal on Regulation*, (31), 1-46.

Lozano, P. (2021). *The Guide to Mergers and Acquisitions*. Latin Lawyer.

Nadorff, N., & McNeal, Q. (2020). Breaking Joint Venture Agreement Deadlocks: Before the Texas Shoot-Out, Try a Texas Shout-Out. *Oil and Gas, Natural Resources, and Energy Journal*, (5), 411- 419.

Salas, J. (2008). Los convenios de accionistas en la Ley General de Sociedades y la autonomía de la voluntad. *Ius et Veritas*, *18*(36), 64-102.

Payet, J. (2009). Reflexiones sobre el contrato de compraventa de empresas y la responsabilidad del vendedor. *Ius et Veritas*, (39), 66-100.

LEGISLACIÓN, JURISPRUDENCIA Y OTROS DOCUMENTOS LEGALES

Anteproyecto de la Ley General de Sociedades. Informes y publicaciones del Ministerio de Justicia y Derechos Humanos [MINJUSDH], 4 de abril de 2018 (Perú).

Ley 26887, Ley General de Sociedades, Diario Oficial *El Peruano*, 5 de diciembre de 1997 (Perú).

Séptimo circuito de la Corte de Apelaciones de Estados Unidos, Valinote c. Ballis, 1135871, 24 de septiembre de 2001, expediente 3089.

Tribunal Constitucional [T.C], 6 de diciembre de 2004, sentencia recaída en el Expediente 3004-2004-AA/TC (Perú).

10.18800/themis.202302.016

CLÁUSULAS DE INDEMNIZACIÓN EN OPERACIONES PRIVADAS DE M&A EN MÉXICO

INDEMNIFICATION CLAUSES IN PRIVATE M&A TRANSACTIONS IN MEXICO

Francisco Javier Garibay Güémez*
Mayer Brown

Sebastián Fernández Alonso Márquez**
Mayer Brown

The indemnity clause is recurrently implemented in sale and purchase agreements, in order to distribute the risk assumed by the parties with respect to the different unforeseen risks and possible defaults. In the case of M&A transactions, a correct allocation of risks during negotiations is indispensable; for which a full knowledge of the characteristics and elements of the indemnity clause is required.

Therefore, this article will address the following topics. On the one hand, the primary content and parties subject to the indemnity clause. In addition to addressing the different elements and concepts that compose and affect it. On the other hand, explore the limits and exceptions to its implementation.

Keywords: Indemnification clause; M&A; sale and purchase agreements; companies.

La cláusula de indemnización es implementada de forma recurrente en los contratos de compraventa, a fin de distribuir el riesgo asumido por las partes con respecto a los diferentes riesgos imprevistos y posibles incumplimientos. En el caso de operaciones M&A, resulta indispensable una correcta asignación de los riesgos durante las negociaciones; para lo cual es requerido el conocimiento total de las características y elementos de la cláusula de indemnización.

Es por ello que el presente artículo abordará los siguientes puntos. Por un lado, el contenido primordial y partes sujetas a la cláusula de indemnización. Además de abordar los diferentes elementos y conceptos que la componen y afectan. Por otro lado, explorar los límites y excepciones a su implementación.

Palabras clave: Cláusula de indemnización; M&A; contratos compraventa; sociedades.

* Abogado. Asociado senior en Mayer Brown (Ciudad de México, México). Contacto: JGaribay@mayerbrown.com

** Abogado. Asociado senior en Mayer Brown (Ciudad de México, México). Contacto: SFAlonso@mayerbrown.com

Los autores expresan su agradecimiento a Azucena Marín Díaz, Eugenio Sepúlveda, Julio Martínez y Eduardo Diego-Fernández, quienes, con sus valiosos consejos y recomendaciones, enriquecieron este artículo. Sus ideas desempeñaron un papel fundamental en la conformación y elaboración del mismo.

Nota del Editor: El presente artículo fue recibido por el Consejo Ejecutivo de THĒMIS-Revista de Derecho el 30 de junio de 2023, y aceptado por el mismo el 04 de septiembre de 2023.

I. INTRODUCCIÓN

En términos generales, una cláusula de indemnización dentro de un contrato de compraventa (de acciones o de activos) es una estipulación que obliga a una de las partes (generalmente el vendedor) a indemnizar a la otra (generalmente el comprador) por las pérdidas o daños que pueda sufrir como resultado de ciertas circunstancias estipuladas en el contrato. Sirve para distribuir el riesgo entre las partes involucradas (compradora y vendedora), definiendo los derechos de las partes en caso de que exista una violación al contrato de compraventa como consecuencia de que (i) las declaraciones y aseveraciones (*representations and warranties*)[1] de alguna de las partes del contrato sean falsas o incorrectas; (ii) exista un incumplimiento de alguna de las partes a sus obligaciones de hacer o no hacer (*covenants*) asumidas por dicha parte en el propio contrato de compraventa; o (iii) surja alguna responsabilidad específica con posterioridad al cierre de la operación.

Esta cláusula y las negociaciones en torno a la misma son un mero reflejo del poder de negociación que existe entre el comprador y el vendedor en una operación de fusión o adquisición (M&A por las siglas de *mergers and acquisitions* en inglés), así como de las características específicas del negocio y la industria, la situación financiera y las operaciones de la sociedad o negocio en marcha objeto de adquisición (*target company or target assets/ongoing business*).

Para el comprador, esta cláusula sirve para:

– Ampliar el alcance o la accesibilidad de ciertos recursos jurídicos de los cuales puede hacer uso en caso de que exista un incumplimiento al contrato por parte del vendedor. Esto podría significar, por ejemplo, la facultad de incluir a partes adicionales (distintas del vendedor) a las cuales normalmente sería prácticamente imposible para el comprador exigir una indemnización en caso de incumplimiento del vendedor, así como ampliar los tipos de pérdidas recuperables para el comprador; y

– Protegerlo de pérdidas inesperadas o imprevistas.

Por otra parte, para el vendedor, la cláusula de indemnización puede:

– Establecerse como el único medio o recurso al que el comprador podrá tener acceso en caso de que exista un incumplimiento del contrato por parte del vendedor, lo cual podría dar lugar a resultados más previsibles para este último de cara a los potenciales recursos legales que interponga el comprador como consecuencia de dicho incumplimiento; y

– Protegerlo de algunas de las responsabilidades en las que pudiera incurrir como consecuencia de las pérdidas que se hubiesen generado por incumplimiento del vendedor o que hayan sido asumidas por éste en caso de presentarse con posterioridad al cierre. Esto puede lograrse estableciendo ciertos límites temporales o económicos a su responsabilidad de indemnizar, así como estableciendo el control o la cooperación con la defensa contra reclamaciones de terceros derivadas del incumplimiento contractual del vendedor.

Luego entonces, podemos decir que la finalidad de las cláusulas de indemnización en los contratos de compraventa consiste en proteger a una parte (generalmente al comprador) de las potenciales pérdidas financieras después del cierre de la operación.

Si bien las cláusulas de indemnización son comunes en las operaciones privadas de adquisición, son menos comunes o extensas en las operaciones de compra y venta de sociedades cuyas acciones cotizan en el mercado de valores, debido a (i) la dificultad práctica de exigir responsabilidad a los accionistas vendedores de sus acciones con posterioridad al cierre de la operación; y (ii) la limitada capacidad de una persona que es titular de acciones en el mercado de valores para realizar declaraciones o asumir obligaciones

[1] Es importante destacar que, aunque el término '*representations & warranties*' proviene del derecho anglosajón y su traducción al español podría ser 'declaraciones y garantías', la interpretación y aplicación de este concepto pueden presentar variaciones. Cuando usamos este término en el contexto del derecho mexicano y decimos que un vendedor emite ciertas 'declaraciones y garantías' a un comprador, nos referimos a que el vendedor está confirmando una serie de situaciones de hecho relacionadas consigo mismo y con la empresa objeto del contrato de compraventa, mismas que asegura son ciertas. No obstante, esta 'garantía' se focaliza en la veracidad de la declaración en sí, pero no constituye una garantía (personal o real) de la veracidad de declaraciones. Por tanto, la traducción literal de 'declaraciones y garantías' puede no reflejar de manera completa el significado jurídico y práctico que este concepto tiene en el contexto del derecho anglosajón.

frente a un comprador sobre el negocio de la sociedad bursátil, lo cual dificulta la posibilidad de ofrecer una indemnización; y (iii) el carácter público de la información respecto de las sociedades bursátiles, lo que puede hacer difícil probar que el comprador no tenía conocimiento real y efectivo de la situación que guardaba la empresa antes de adquirirla.

Ahora bien, habida cuenta de su finalidad de asignación de riesgos, las cláusulas de indemnización suelen ser objeto de negociaciones intensas entre las partes y sus abogados previo a la firma del contrato de compraventa. Los compradores suelen preferir derechos de indemnización amplios para protegerse de las pérdidas que puedan surgir con posterioridad al cierre de la operación, en tanto que los vendedores pretenderán limitar sus obligaciones de indemnización. En este sentido, la importancia de una cláusula de indemnización es tal que, en ocasiones, el contenido y alcance de la misma puede afectar directamente el precio de compra bajo el contrato de compraventa, considerando que una oferta económica en una operación de M&A no es únicamente el precio pagado por las acciones, sino también el riesgo que están dispuestas a asumir las partes con posterioridad al cierre de la operación.

Asimismo, el alcance de las cláusulas de indemnización puede verse influido por otras estipulaciones del contrato de compraventa (ya sea de acciones o de activos). Por un lado, las estipulaciones de indemnización deben leerse e interpretarse junto con las declaraciones (*representations and warranties*), obligaciones de hacer y no hacer (*covenants*) y anexos de revelación (*disclosure schedules*) para determinar el alcance completo de lo que está cubierto y de lo que no lo está. Asimismo, la cláusula de indemnización interactúa con otras estipulaciones del contrato, como las relativas a la solución de controversias, la elección de la ley aplicable y la definición de los conceptos de 'daños' o 'pérdidas' (*losses*), por lo que al redactar dichas cláusulas resulta fundamental analizar el resto de las estipulaciones del contrato para garantizar la coherencia a lo largo del documento. Cualquier inconsistencia puede poner en riesgo los derechos de indemnización de la parte en cuestión.

Por su parte, la parte vendedora suele negociar con la parte compradora diversas formas de limitar sus obligaciones de indemnizar. Esto podría incluir el establecimiento de límites económicos a la potencial responsabilidad de indemnizar (*caps*), la estipulación de periodos de vigencia para las declaraciones (*survival periods*), o la creación de determinados umbrales o límites mínimos (*de minimis* y *baskets*) aplicables a las reclamaciones de indemnización del comprador. A su vez, el comprador suele establecer ciertos mecanismos para garantizar el pago de parte del vendedor de las posibles obligaciones de indemnización a su cargo. Estos pueden incluir derechos de retención (*holdbacks*), depósitos de garantía (*escrows*), o la obtención por parte del vendedor de un seguro de indemnización (*representations & warranties insurance*). Todo esto será analizado a detalle más adelante.

II. CONTENIDO PRIMORDIAL DE LA CLÁUSULA DE INDEMNIZACIÓN EN CONTRATOS DE COMPRAVENTA

Como mencionamos anteriormente, en el contexto de operaciones privadas de M&A, la cláusula de indemnización en contratos de compraventa sirve como mecanismo de asignación de riesgos entre comprador y vendedor, en tanto que una parte acuerda indemnizar a la otra por las pérdidas o daños que se generen como consecuencia de (i) la falsedad o inexactitud en sus declaraciones; (ii) un incumplimiento a sus obligaciones de hacer o no hacer (*covenants*); o (iii) el surgimiento de alguna responsabilidad específica (no asumida por el comprador) con posterioridad al cierre de la operación.

A continuación explicaremos cada uno de dichos supuestos; sin embargo, antes de hacerlo, es importante explicar muy brevemente el proceso habitual de las operaciones de M&A en México, el cual involucra diversas etapas estratégicamente diseñadas para asegurar una operación efectiva y legalmente sólida.[2] Para efectos de esta breve explicación, partiremos del supuesto de una operación de compraventa de acciones que otorguen el control de una sociedad o el 100% de la titularidad sobre las mismas, desde la perspectiva de un comprador.

En este supuesto, la etapa inicial del proceso consistiría en identificar a la sociedad objeto de adquisición (a la que nos referiremos a lo largo del presente artículo como 'sociedad objeto', en inglés, *target company*), para lo cual los compradores suelen recurrir a la ayuda de expertos, como los bancos de inversión, para facilitar la búsqueda. La identificación de potenciales interesados pue-

[2] Como puede apreciarse del uso de términos en inglés en este trabajo, la práctica de M&A en México ha sido construida a partir de la 'tropicalización' de conceptos y costumbres anglosajonas.

de incluir competidores o empresas con interés estratégico en el sector.[3]

Una vez identificada la sociedad objeto, se iniciarían las negociaciones preliminares con varios candidatos con el objetivo de establecer las bases de la adquisición, incluyendo el precio. Una vez seleccionado un candidato, se elaboraría un documento preliminar denominado carta de intención (*letter of intent*), carta de términos y condiciones *(term sheet)* o memorándum de entendimiento (*memorandum of understanding*)[4], en los que se establecerían los términos y condiciones principales de la operación. Generalmente estos documentos son únicamente para fines de referencia y no son vinculantes para las partes (es decir, rara vez constituirían contratos de promesa de compraventa), salvo por estipulaciones específicas, tales como periodos de exclusividad u obligaciones de confidencialidad.

Posteriormente, se llevaría a cabo un proceso de revisión (*due diligence*), que consiste en una auditoría detallada de la sociedad que se pretende adquirir, que suele incluir aspectos legales, contables, financieros y técnicos, con el objetivo de identificar, recopilar y analizar información de dicha sociedad con la finalidad de descubrir contingencias (actuales o potenciales) que pudieran influir al determinar el precio o implicar potenciales daños o afectaciones al potencial comprador. A efecto de tener acceso a dicha información, el potencial comprador celebrará convenios de confidencialidad (*non-disclosure agreements*) con el vendedor, tendientes a garantizar a este último que el potencial comprador mantendrá la información con carácter confidencial y se limitará a emplear la información que adquiera en el *due diligence* única y exclusivamente para fines relacionados con la operación de adquisición. Al finalizar dicho proceso, los asesores del comprador prepararán un reporte (*due diligence report*), en el cual describirán los principales hallazgos y contingencias que hayan detectado en su revisión.[5] Durante este proceso, las partes deben cuidar la implementación de medidas preventivas para evitar el incumplimiento con las leyes en materia de competencia económica (por ejemplo, evitando la revelación de información detallada de precios y estrategias de comercialización, lo cual se cuida en mayor grado cuando son competidores), de protección de datos personales y de propiedad intelectual, por lo que se suele delimitar el nivel de información a ser presentada y personas autorizadas para su revisión.

Una vez que el potencial comprador asimile las conclusiones del reporte y asumiendo que no existan riesgos materiales que impliquen la negociación de un ajuste al precio o motiven la salida del comprador de la operación, sus abogados comenzarán a redactar el contrato de compraventa de acciones ('**SPA**', por las siglas en inglés de *share purchase agreement*). Los hallazgos de los abogados y demás asesores del potencial comprador influirán significativamente en la valoración de la sociedad objeto, y determinarán en gran medida qué tipo de declaraciones respecto de la sociedad objeto serán solicitadas al vendedor. Asimismo, los hallazgos detectados en el *due diligence* impactarán significativamente la cláusula de indemnización objeto del presente artículo.

Finalmente, después de varias negociaciones sobre el contenido del contrato de compraventa, las partes procederán a la formalización del mismo. Sin embargo, es crucial distinguir dos supuestos: (i) aquellos en los que la consumación del contrato de compraventa tiene lugar simultáneamente con la firma del mismo (*simultaneous signing and closing*), es decir, la transmisión de las acciones se lleva a cabo al momento de celebración del contrato conforme a las estipulaciones generales aplicables al contrato de compraventa); y (ii) aquellos en los que la transmisión de propiedad de las acciones se difiere hasta un momento posterior (*closing*), durante el cual se deben cumplir ciertas condiciones suspensivas, tales como la obtención de la aprobación de órganos regulatorios (como la Comisión Federal de Competencia Económica y otras autoridades antimonopolio, en caso de que la operación sea multijurisdiccional) o la autorización de terceros en caso de que la sociedad objeto haya

[3] En ocasiones, los accionistas o socios de sociedades objeto que tienen el interés de vender la sociedad a un tercero llevan a cabo un proceso abierto (pero restringido a ciertas personas), mediante la invitación a enviar propuestas para la adquisición de la sociedad (*request for proposals*). Este proceso, que en cierta medida podría ser similar a un proceso de licitación (pero de carácter estrictamente privado y confidencial), involucra distintas etapas adicionales, y además suelen limitar el poder de negociación del comprador. Sin embargo, para efecto de este trabajo, nos limitaremos a describir operaciones de M&A que no involucran dicho proceso abierto.

[4] Estos convenios preliminares tienen características específicas, por lo que el análisis de las diferencias que existen entre ellos excede el propósito de este trabajo de investigación.

[5] Respecto del *due diligence* legal existen diversos tipos de reportes según si se hace una descripción exhaustiva de la sociedad objeto (*full report*) o solamente se señalan los hallazgos más relevantes (*red flags report*) que el comprador requiera que sean. Asesores contables, financieros y de otras disciplinas prepararán reportes independientes.

celebrado contratos que contengan cláusulas que restrinjan el cambio de control (*change of control provisions*). Durante este periodo entre firma y cierre, también conocido como periodo interino (*interim period*), la sociedad objeto tendrá estrictas obligaciones para preservar su condición (según abundaremos más adelante).

A. Falsedad o inexactitud de las declaraciones (*misrepresentation*)

En el marco de las operaciones de M&A, las declaraciones son afirmaciones o aserciones proporcionadas por una de las partes a la otra, en relación con el estatus de cada parte y, en el caso de los vendedores o la sociedad objeto, la condición de dicha sociedad objeto (ya sea económica, financiera, legal, contable, fiscal, etc.). Estas declaraciones pueden tratar una amplia gama de aspectos que van desde la existencia y capacidad, hasta el cumplimiento de leyes y regulaciones, la existencia de contratos particulares, la suficiencia de recursos para llevar a cabo el negocio o litigios en curso, etc.

Ahora bien, una cuestión fundamental consiste en preguntarse qué sucede si alguna de estas declaraciones resulta ser falsa o incorrecta. Si las partes acudieran únicamente a la legislación supletoria de nuestro ordenamiento jurídico, sería difícil argumentar que dicha falsedad o inexactitud de las declaraciones pudiera considerarse un incumplimiento contractual, pero ello no significa que el comprador no tenga derecho a ejercer una acción para defender sus derechos.

Por un lado, conforme a lo establecido en los artículos 2144 del Código Civil Federal (CCF)[6] y 376 del Código de Comercio (CCom)[7], es claro que el comprador tendría el derecho a ejercer una acción *redhibitoria* o una acción *quanti minoris* o estimatoria. Sin embargo, argumentar que la contingencia derivada de la falsedad en las declaraciones del vendedor supone la existencia de un defecto o vicio oculto en la cosa vendida (ya sean acciones o activos, según sea el caso) supone múltiples obstáculos.

Pensemos en un contrato de compraventa de acciones que implique un cambio en el control de una sociedad mercantil, en el cual el vendedor declaró falsamente con respecto a las características de ciertos activos propiedad de la sociedad objeto. En este supuesto, sería difícil que el comprador ejerciera este tipo de acciones, ya que el objeto directo del contrato de compraventa fue precisamente las acciones de la sociedad objeto, no así sus activos. Conllevaría obstáculos que un tribunal mexicano aceptara que las contingencias derivadas de la falsedad en dicha declaración (concerniente a los activos de la sociedad objeto) constituyen vicios ocultos de la compraventa de los títulos accionarios.

Además, el ejercicio de estas acciones en nuestro derecho está sujeto a términos de prescripción bastante cortos, contados a partir de la fecha de recepción de la cosa objeto del contrato de compraventa. En efecto, el artículo 383 del Código de Comercio únicamente otorga al comprador un plazo de (i) cinco días para reclamar al vendedor por defectos en la calidad o cantidad de la cosa; y (ii) treinta días para reclamar al vendedor por los vicios ocultos de la misma. Trascurridos dichos plazos, el comprador "perderá toda acción y derecho a repetir por tales causas contra el vendedor."[8]

Ante esta circunstancia, es claro que estas acciones (aunque disponibles para el comprador) no sirven de mucho (si es que sirven de algo) en el contexto de operaciones de M&A, ya que no protegen razonablemente los intereses del comprador.

Otra posibilidad para el comprador sería ejercer una acción de nulidad por dolo del vendedor.

---

6 Artículo 2144.- En los casos del artículo 2142, puede el adquirente exigir la rescisión del contrato y el pago de los gastos que por él hubiere hecho, o que se le rebaje una cantidad proporcionada del precio, a juicio de peritos (1928).

Artículo 2142.-

> En los contratos conmutativos, el enajenante está obligado al saneamiento por los defectos ocultos de la cosa enajenada que la haga impropia para los usos a que se la destina, o que disminuyan de tal modo este uso, que a haberlo conocido el adquirente no hubiere hecho la adquisición o habría dado menos precio por la cosa (1928).

7 Artículo 376.- En las compraventas mercantiles, una vez perfeccionado el contrato, el contratante que cumpliere tendrá derecho a exigir del que no cumpliere, la rescisión o cumplimiento del contrato, y la indemnización, además, de los daños y perjuicios (1928).

8 Es importante considerar que, en una operación de M&A, una vez que el comprador adquiere las acciones objeto del contrato de compraventa, regularmente inicia un periodo de revisión de la sociedad. Este periodo difícilmente podría concluirse dentro de los plazos de prescripción referidos.

Esta acción, regulada en nuestro derecho en los artículos 1812[9], 1813[10] y 1816[11] del Código Civil Federal, daría al comprador el derecho de buscar la nulidad del contrato de compraventa de acciones como consecuencia del dolo o mala fe del vendedor. Sin embargo, para que proceda dicha acción de nulidad, sería necesario que (i) dicha declaración constituya el motivo determinante de la voluntad del comprador; y (ii) que el comprador demuestre que el vendedor empleó sugestiones o artificios para inducir al error o mantener en él al comprador (dolo), o que disimuló el error en el que se encontraba el comprador, una vez conocido por el vendedor (mala fe). Para ello, el comprador tendría que demostrar que el vendedor tenía conocimiento de la falsedad de la declaración y que indujo al comprador al error o lo mantuvo en él con respecto a dicha declaración.

Es importante mencionar que, conforme al artículo 1813 del Código Civil Federal, únicamente existen dos formas de acreditar el motivo determinante de la voluntad: (i) a través de su declaración dentro del propio contrato de compraventa; o (ii) si se prueba por las circunstancias del mismo contrato que éste se celebró en el falso supuesto que lo motivó y no por otra causa. En virtud de lo anterior, y considerando las dificultades que en la práctica podría suponer el segundo supuesto, es práctica bastante común en operaciones de M&A en México que los abogados del comprador intenten establecer en el apartado de declaraciones del vendedor con respecto a la sociedad objeto, que dichas declaraciones constituyen el motivo determinante de la voluntad del comprador de celebrar el contrato de compraventa de acciones. Sin embargo, es poco frecuente que los abogados del vendedor (si son conocedores de la práctica de M&A) acepten incluir esta declaración respecto del motivo determinante de la voluntad del comprador, ya que podría implicar darle al vendedor la posibilidad de buscar nulificar el contrato de compraventa de acciones en caso de que exista falsedad en alguna de las declaraciones respecto de la sociedad objeto, en lugar de atenerse a lo pactado en la cláusula de indemnización del contrato de compraventa, misma que el vendedor busca que sea el único medio o recurso al que el comprador tenga acceso (como se describe a mayor detalle más adelante). Asimismo, es importante considerar que, en ocasiones, el comprador en realidad no busca demandar la nulidad del contrato, ya que efectivamente quiere adquirir las acciones; sin embargo, quiere adquirir las acciones al precio más bajo posible, por una parte, y ser indemnizado por el vendedor o tener derecho de reducción del precio, si surgen pérdidas importantes con posterioridad al cierre por causas o eventos del vendedor o la sociedad objeto con anterioridad al cierre. Es precisamente este supuesto el que en muchas ocasiones da lugar a una negociación ardua de la cláusula de indemnización.

Ahora bien, volviendo a nuestro ejemplo anterior, si la existencia de falsedad de la declaración del vendedor respecto de los activos de la sociedad objeto no constituye un incumplimiento de contrato conforme al derecho mexicano, y las acciones que en la práctica puede ejercer el comprador para exigir una indemnización o la nulidad del contrato están bastante limitadas, ¿qué otra opción tiene el comprador para reclamar una indemnización del vendedor? La respuesta a esta interrogante está en lo que las partes acuerden dentro del propio contrato de compraventa en atención al principio de autonomía de la voluntad consagrado en los artículos 78 del Código de Comercio y 1796 del Código Civil Federal (sujeto a las limitaciones generales, incluyendo lo dispuesto en los artículos 6[12] y 8[13] del Código Civil Federal):

> **Artículo 78.**- En las convenciones mercantiles cada uno se obliga en la manera y términos que aparezca que quiso obligarse, sin que la validez del acto comercial dependa de la observancia de formalidades o requisitos determinados (1889).

---

9 Artículo 1812.- El consentimiento no es válido si ha sido dado por error, arrancado por violencia o sorprendido por dolo (1928).

10 Artículo 1813.-

> El error de derecho o de hecho invalida el contrato cuando recae sobre el motivo determinante de la voluntad de cualquiera de los que contratan, si en el acto de la celebración se declara ese motivo o si se prueba por las circunstancias del mismo contrato que se celebró éste en el falso supuesto que lo motivó y no por otra causa (1928).

11 Artículo 1816.- El dolo o mala fe de una de las partes y el dolo que proviene de un tercero, sabiéndolo aquélla, anulan el contrato si ha sido la causa determinante de este acto jurídico (1928).

12 Artículo 6.-

> La voluntad de los particulares no puede eximir de la observancia de la ley, ni alterarla o modificarla. Sólo pueden renunciarse los derechos privados que no afecten directamente al interés público, cuando la renuncia no perjudique derechos de tercero (1928).

13 Artículo 8.- Los actos ejecutados contra el tenor de las leyes prohibitivas o de interés público serán nulos, excepto en los casos en que la ley ordene lo contrario (1928).

> **Artículo 1796**.- Los contratos se perfeccionan por el mero consentimiento, excepto aquellos que deben revestir una forma establecida por la ley. Desde que se perfeccionan obligan a los contratantes, no sólo al cumplimiento de lo expresamente pactado, sino también a las consecuencias que, según su naturaleza, son conforme a la buena fe, al uso o a la ley (1928).

En atención al principio de autonomía de la voluntad, así como lo establecido en el primer párrafo del artículo 2117 del Código Civil Federal,[14] las partes suelen acordar que, en caso de que exista falsedad o inexactitud en la información proporcionada en el apartado de declaraciones del contrato (*representations and warranties*), la parte afectada (por lo general el comprador) tenga derecho a solicitar una indemnización de la otra parte (por lo general el vendedor). Cuando la falsedad o inexactitud de la declaración es descubierta antes del cierre de la operación, el comprador tendrá el derecho de abandonar el contrato (es decir, no concretar el cierre de la operación) sin consecuencias adversas en su contra e incluso con la obligación del vendedor o la sociedad objeto de reembolsar los gastos incurridos por el comprador en la operación. Si se descubre después del cierre, el comprador tendrá derecho a una indemnización. Por ejemplo, si el vendedor proporciona al comprador una declaración falsa o incorrecta en el contrato sobre la solidez financiera de la sociedad, y el comprador se da cuenta de esta falsedad después del cierre de la operación, esto le conferirá al comprador el derecho (contractualmente acordado) de reclamar una indemnización por los daños o pérdidas resultantes de dicha falsedad, inexactitud o distorsión de la información proporcionada por el vendedor.

Finalmente, es crucial resaltar el papel que los anexos de revelación desempeñan en la evaluación de la veracidad de las declaraciones proporcionadas por el vendedor al comprador en el contexto de las operaciones de M&A. Estos anexos de revelación forman parte del contrato de compraventa. En ellos, el vendedor suele listar todas las excepciones aplicables a sus declaraciones establecidas en el contrato de compraventa respecto de la sociedad objeto de adquisición. Por ejemplo, el vendedor podría declarar que no existen litigios pendientes contra la sociedad en cuestión, salvo aquellos que se mencionen en los anexos de revelación, limitando así su responsabilidad en caso de que alguno de dichos litigios genere un daño al comprador con posterioridad al cierre de la operación.

B. Incumplimientos de acuerdos contractuales (*breach of covenants*)

Conforme al principio de fuerza vinculatoria del contrato (*pacta sunt servanda*), los acuerdos contractuales o *covenants* asumidos por las partes del contrato de compraventa constituyen verdaderas obligaciones de dar, hacer, o no hacer, en tanto que reflejan el compromiso o acuerdo de la parte que asumió dicha obligación y la constriñen a su debido cumplimiento en los términos acordados. Estas obligaciones, acuerdos o compromisos contractuales se establecen desde la firma del contrato y pueden referirse a obligaciones a llevarse a cabo previo al cierre de la operación o con posterioridad al mismo.

Para entender las obligaciones previas al cierre (*pre-closing covenants*), es preciso recordar que la firma del contrato no siempre coincide con el cierre de la operación.[15] Por ello, se vuelve necesario que las partes regulen ciertas cuestiones relacionadas con la gestión del negocio de la sociedad objeto durante este periodo interino (*interim period*) que comienza con la firma del contrato y culmina en la fecha de cierre de la operación. Así, el vendedor suele asumir ciertas obligaciones de hacer o no hacer tendientes a preservar el negocio de la sociedad objeto y su situación financiera, asegurando al comprador que la sociedad continuará desarrollando sus actividades dentro del curso ordinario de negocios (*ordinary course of business*) dentro del periodo interino, y no llevará a cabo actos que perjudiquen o reduzcan su valor.[16]

Por un lado, dentro de las obligaciones de no hacer podemos encontrar restricciones impuestas al vendedor de realizar aumentos o reducciones del capital social de la sociedad objeto, aprobar el pago de dividendos, contratar deuda fuera del

[14] Artículo 2117.- La responsabilidad civil puede ser regulada por convenio de las partes, salvo aquellos casos en que la ley disponga expresamente otra cosa (1928).

[15] Al respecto, es importante aclarar que las condiciones suspensivas incluidas en el contrato de compraventa únicamente condicionan la transmisión de las acciones; sin embargo, el resto de las disposiciones del contrato surten efectos desde la fecha de celebración del mismo.

[16] Es importante que los asesores legales tomen en cuenta que las obligaciones de hacer y no hacer del vendedor no deben ser de un alcance tal que otorguen derechos de control y toma de decisiones estratégicas por parte del comprador, especialmente cuando la operación requiere aprobación previa de las autoridades de competencia, pues ya se han presentado casos en los que las autoridades antimonopolio lo han interpretado como formas de toma de control previa al cierre y que han sido sancionadas como *gun-jumping*.

curso ordinario del negocio, otorgar garantías, entre otras. Por otro lado, dentro de las obligaciones de hacer podemos encontrar aquellas impuestas al vendedor tendientes a subsanar determinadas irregularidades que el comprador y/o sus asesores hayan detectado dentro del proceso de *due diligence,* así como tomar todas las medidas que sean necesarias para asegurarse que se cumplirán las condiciones suspensivas establecidas para el cierre de la operación.[17]

Si el vendedor incumple con dichas obligaciones previas al cierre de la operación, el comprador podrá negarse a comprar las acciones del vendedor y pagar el precio de compra, argumentando que no se cumplieron las condiciones suspensivas a las que estaba sujeto el cierre de la operación. Consideramos que no sería aplicable la oposición de la excepción de contrato no cumplido, toda vez que esta solo aplica respecto de obligaciones recíprocas, no así respecto de todas las obligaciones que se derivan del contrato.[18]

Ahora bien, el contrato de compraventa también suele contemplar obligaciones aplicables con posterioridad al cierre de la operación (*post-closing covenants*), tendientes a proteger los intereses tanto de las partes como de la sociedad objeto. Estas obligaciones pueden incluir aquellas relacionadas con mantener la confidencialidad de la información entregada a la otra parte, obligaciones de no competencia[19], no solicitud u ofrecimiento de empleados (*non solicitation*), clientes o proveedores, cumplimiento con obligaciones fiscales y entrega de evidencia de dicho cumplimiento (fundamental para efectos de evitar responsabilidades solidarias), entre otras. En caso de que el vendedor incumpla con dichas obligaciones, el comprador estará en su derecho de solicitar una indemnización.[20]

En adición a lo que las partes puedan libremente pactar en el contrato de compraventa en caso de un incumplimiento del vendedor a sus obligaciones asumidas en el propio contrato, nuestro ordenamiento jurídico regula extensamente las consecuencias, tanto generales como especiales, del incumplimiento de obligaciones (a diferencia de las estipulaciones en materia de falsedad de declaraciones previamente analizadas). Dentro de las consecuencias generales se encuentran la ejecución forzada, la responsabilidad civil, la mora, el daño moral y la cláusula penal (pena convencional). Dentro de las consecuencias especiales se encuentran el pacto comisorio tácito, la excepción de contrato no cumplido, el derecho de retención, el saneamiento para el caso de evicción y el saneamiento por vicios ocultos. No es el propósito de este artículo analizar dichas consecuencias, sino que optamos al lector a consultar la Sección Segunda del Título Cuarto de la Primera Parte del Libro Cuarto del Código Civil Federal, en donde podrá analizar los requisitos de procedencia de estos conceptos y llegar a sus propias conclusiones respecto de su aplicabilidad en operaciones de M&A.

C. Surgimiento de responsabilidad específica

El deber de indemnización del vendedor también puede surgir con respecto a cuestiones relacionadas con pasivos contingentes que fueron identificados, mas no asumidos, por el comprador en la etapa de auditoría o revisión legal (*due diligence*).

Estas responsabilidades específicas pueden surgir de varias situaciones, como, por ejemplo, posibles sanciones fiscales o ambientales, resultados de litigios, entre otros. En algunos casos, el monto de las contingencias que pueden generarse por dichas situaciones puede ser muy difícil de cuantificar, pero, en caso de materializarse, conllevar impor-

[17] Es común que las partes establezcan la obligación del vendedor de entregar al comprador en la fecha de cierre un certificado que acredite que, durante el periodo interino, el vendedor cumplió con todas sus obligaciones establecidas en el contrato de compraventa aplicables a dicho periodo.

[18] Véase a Tribunales Colegiados de Circuitos (2009).

[19] Este tipo de cláusulas cada vez son observadas con más atención por las autoridades de competencia económica. En México, la Guía para la Notificación de Concentraciones (versión más reciente publicada en el Diario Oficial de la Federación del 8 de abril de 2021) emitida por la Comisión Federal de Competencia Económica establece ciertos parámetros en cuanto a duración, alcance geográfico, sujetos obligados, cobertura de productos o servicios y otros para la evaluación por parte de la autoridad como parte del análisis de una concentración notificada.

[20] Consideremos, por ejemplo, una cláusula de no competencia asumida por el vendedor de las acciones de la sociedad. Esta cláusula prohíbe al vendedor participar en negocios similares a los de la sociedad adquirida por el comprador dentro de un periodo de tiempo y un área geográfica específicos. El incumplimiento de esta obligación de parte del vendedor puede dar lugar a reclamos de indemnización de parte del comprador. Otro ejemplo de una obligación aplicable con posterioridad al cierre de la operación que comúnmente encontramos en México es la relacionada con el impuesto sobre la renta a cargo del vendedor de las acciones. Conforme al artículo 26 (fracción XI) del Código Fiscal de la Federación, la sociedad objeto podría ser responsable solidaria con el vendedor respecto del del impuesto sobre la renta por venta de acciones. Por ello, es común incluir en el contrato la obligación del vendedor de entregar a la sociedad una copia de la documentación fiscal que evidencie el pago del impuesto sobre la renta aplicable a la venta de las acciones, así como la declaración en la que conste el pago del impuesto y cualquier otra documentación complementaria presentada a las autoridades fiscales.

tantes riesgos financieros para el comprador. Por ello, la cláusula de indemnización juega un papel fundamental en estas circunstancias.

Cuando se identifica y regula en el contrato una responsabilidad específica, el vendedor asume la obligación de indemnizar al comprador por las pérdidas que puedan surgir de dichas contingencias potenciales (independientemente de que las mismas hayan sido o no reveladas por el vendedor al comprador).

III. IDENTIDAD DE LAS PARTES SUJETAS INDEMNIZACIÓN

Ahora bien, para efectos de tener una visión completa del funcionamiento de las cláusulas de indemnización, es preciso conocer quiénes son los sujetos de la obligación de indemnizar, que para efectos prácticos se dividen en dos: (i) las partes que tienen el derecho a ser indemnizadas o resarcidas por las pérdidas derivadas del incumplimiento; y (ii) las partes que tienen la obligación de indemnizar, es decir, los responsables de cubrir las pérdidas sufridas a las partes que sufrieron el daño.

Si bien, en principio, las partes sujetas al proceso de indemnización suelen ser las partes del contrato de compraventa, en muchas operaciones de M&A, particularmente en los contratos de compraventa de acciones o de activos, el comprador suele solicitar que ese alcance se extienda a otras partes que pudieran también tener algún derecho de reclamación contra la parte vendedora. Estas partes pueden incluir a ciertos accionistas, consejeros, funcionarios, subsidiarias, afiliadas, empleados, representantes y apoderados del comprador, así como sucesores, cesionarios y causahabientes.

Asimismo, dependiendo del poder de negociación del comprador, es común que éste intente incluir a los accionistas principales del vendedor o a su empresa matriz (*parent company*, si el vendedor es una filial) como partes adicionales que asuman, al igual que el vendedor, la obligación de indemnizar (ya sea como obligado solidario, fiador u obligado subsidiario).

En términos generales, existen tres métodos en los que el vendedor puede estructurar esta garantía en favor del comprador. El más frecuente es a través de una garantía otorgada por su sociedad matriz (*downstream guaranty*), donde esta última actúa como garante de las obligaciones de indemnización del vendedor posteriores al cierre de la operación. Un método menos común es mediante una garantía otorgada por una subsidiaria o afiliada del vendedor (*upstream guaranty*). Finalmente, se podría diseñar una garantía transversal (*cross-stream guaranty*), donde una empresa 'hermana' del vendedor funja como garante de las obligaciones de la indemnización del vendedor. A diferencia de las garantías otorgadas por la empresa matriz, donde usualmente existe un beneficio indirecto cuantificable para ésta última, las partes deben tener especial cuidado al estructurar garantías subsidiarias o transversales, toda vez que las mismas pudieran representar un riesgo significativo en caso de concurso mercantil de la entidad garante de la obligación. En efecto, conforme al artículo 114 de la Ley de Concursos Mercantiles, los actos a título gratuito, así como los actos en los que la sociedad concursada pague una contraprestación de valor notoriamente superior o reciba una contraprestación de valor notoriamente inferior a la prestación de su contraparte pueden considerarse actos en fraude de acreedores (en caso de haberse llevado a cabo a partir de la fecha de retroacción).[21] Por lo tanto, en los casos de garantías subsidiarias o transversales, donde las respectivas entidades filiales, subsidiarias o 'hermanas' del vendedor no reciban una compensación económica justa de este último por el otorgamiento de la garantía, existe el riesgo de que dichos contratos de garantía se consideren ineficaces frente a la masa concursal del garante, lo cual tendría el efecto de dejar al comprador sin posibilidades de ejercer su garantía en caso de que demande el pago de una indemnización.

IV. DAÑOS O PÉRDIDAS

No es posible entender el derecho de una parte a ser indemnizada sin hablar del concepto de daños o pérdidas sufridas por dicha parte, mismas que tienen que estar relacionadas con, o ser consecuencia (directa o indirecta) del incumplimiento contractual de la otra parte. Ahora bien, la interrogante que debemos plantearnos al analizar esta cuestión es la siguiente: ¿qué tipos de daños o pérdidas pueden realmente ser sujetas de un proceso de indemnización?

Conforme al artículo 2104 del Código Civil Federal, el nivel más básico de indemnización cubre los daños y perjuicios incurridos por alguna de las partes

[21] Conforme al artículo 112 de la Ley de Concursos Mercantiles, se entenderá por fecha de retroacción, el día doscientos setenta natural inmediato anterior a la fecha de la sentencia de declaración del concurso mercantil. El juez concursal puede ampliar este plazo, sin exceder de 3 años, a solicitud del conciliador, del síndico, de los interventores o de cualquier acreedor de la sociedad concursada.

debido a una violación de alguna obligación contractual a su cargo.[22]

El Código Civil Federal define el daño como la pérdida o menoscabo sufrido en el patrimonio por la falta de cumplimiento de una obligación, y define al perjuicio como la privación de cualquiera ganancia lícita que debiera haberse obtenido con el cumplimiento de la obligación.[23]

Asimismo, el artículo 2110 del Código Civil Federal establece que los daños y perjuicios deben ser consecuencia 'inmediata y directa' de la falta de cumplimiento de la obligación, ya sea que se hayan causado o que necesariamente deban causarse. Así, está claro que, en ambos casos, la causa que da derecho a indemnizar lo constituye la falta de cumplimiento de una obligación.[24]

Ahora bien, en el contexto de las operaciones privadas de M&A en México, dichas definiciones legales de daños y perjuicios rara vez son aplicables, sino que las partes suelen negociar arduamente la definición de los conceptos de 'daños' o 'pérdidas', mismos que suelen incluir en el apartado de definiciones del contrato de compraventa. En consecuencia, el contenido de la definición de 'pérdidas' suele sustituirse por el acuerdo de las partes y las definiciones varían en cada operación, dependiendo principalmente del poder de negociación que tenga cada parte.

Típicamente, una definición favorable al vendedor será más restrictiva, enfocándose principalmente en las pérdidas reales (*actual out-of-pocket losses*) que haya sufrido el comprador, de forma que el vendedor únicamente deba indemnizar al comprador por aquellos gastos concretos y demostrables, tales como daños y perjuicios directos que se hayan concretado en la realidad (por ejemplo, se pueden incluir cuestiones como honorarios razonables de abogados, multas, intereses, gastos pagados a terceros o conceptos similares, pero excluyendo cualesquier otro tipo de pérdidas). Por otro lado, una definición favorable al comprador será mucho más extensa y cubrirá un mayor espectro, reflejando la intención del comprador de maximizar la cobertura potencial de la indemnización a su favor.

Por ejemplo, en los casos en los que el comprador tiene una posición de negociación fuerte, es posible que procure que la definición de 'daños' o 'pérdidas' involucre también conceptos como el de daños incidentales, consecuenciales o indirectos, especiales, o punitivos. Los primeros se tratan de costos secundarios que resultan de una infracción, como los costos incurridos para limitar el daño o mitigar la pérdida. Los segundos, es decir, los daños consecuenciales, abarcan pérdidas indirectas que se producen como resultado del incumplimiento del vendedor. Se denominan consecuenciales porque son consecuencia de la infracción, pero no causadas directamente por ella. Similar a los daños indirectos, los daños especiales son aquellos que no son causados directamente por la violación, sino que ocurren como resultado de circunstancias específicas.

Estos tipos de daños suelen estar cubiertos únicamente si eran previsibles o si su posible cobertura se negocia específicamente en el contrato. Finalmente, los daños punitivos han sido recientemente definidos por la Primera Sala de la Suprema Corte de Justicia de la Nación como "una sanción ejemplar con fines preventivos, que busca disuadir conductas dañosas similares en el futuro".[25] Estos daños, también conocidos como daños ejemplares (*exemplary damages*) tienen por objeto castigar a la parte infractora por una conducta reprobable y evitar que se cometan actos similares en el futuro. Esta clase de daños rara vez se incluyen en las cláusulas de indemnización, pero pueden incluirse en determinadas circunstancias, especialmente, como ya mencionamos, si el comprador tiene un fuerte poder de negociación, en el entendido que,

---

22 Artículo 2104.-

El que estuviere obligado a prestar un hecho y dejare de prestarlo o no lo prestare conforme a lo convenido, será responsable de los daños y perjuicios en los términos siguientes:

I. Si la obligación fuere a plazo, comenzará la responsabilidad desde el vencimiento de éste;

II. Si la obligación no dependiere de plazo cierto, se observará lo dispuesto en la parte final del artículo 2080 (1928).

El que contraviene una obligación de no hacer pagará daños y perjuicios por el sólo hecho de la contravención.

23 Artículo 2108.- Se entiende por daño la pérdida o menoscabo sufrido en el patrimonio por la falta de cumplimiento de una obligación (1928).

Artículo 2109.- Se reputa perjuicio la privación de cualquiera ganancia lícita, que debiera haberse obtenido con el cumplimiento de la obligación (1928).

24 No es la intención del presente artículo entrar a analizar las diversas teorías jurídicas sobre la causalidad para determinar cuándo se surten todos los elementos para establecer el nexo causal entre el incumplimiento y el daño y/o el perjuicio.

25 Véase a Suprema Corte de Justicia de la Nación (2022).

en caso de contemplarse, suelen estar limitados a circunstancias en las cuales la parte responsable actuó con mala fe o dolo, o cuando su conducta muestra un alto grado de culpabilidad moral o fue deliberadamente lasciva, imprudente o maliciosa.

La realidad es que, en la práctica, el alcance de las pérdidas abarcadas puede variar ampliamente según las características específicas del contrato, la naturaleza del negocio y la fuerza de negociación relativa de las partes. Es un elemento crítico de la cláusula de indemnización y usualmente es objeto de una cuidadosa negociación.

V. PERIODO DE VIGENCIA DE LAS DECLARACIONES Y ACUERDOS CONTRACTUALES

El periodo de vigencia de las declaraciones y acuerdos contractuales (también conocido como *survival period*) no hace referencia a la vigencia del contrato sino al periodo temporal de validez específica que ciertas cláusulas o secciones del contrato de compraventa (tales como las declaraciones y acuerdos contractuales) permanecerán en vigor después del cierre de la operación para efectos de ser objeto de un proceso de indemnización como consecuencia de un incumplimiento a sus términos por alguna de las partes. En consecuencia, este periodo de vigencia constituye una limitación al periodo durante el cual el comprador puede presentar una reclamación de indemnización.

Por lo general, este periodo para las obligaciones de indemnización del vendedor coincide con el periodo de vigencia de las declaraciones. Estos periodos suelen oscilar entre los 12 y los 24 meses. Los vendedores suelen tratar de acortar este periodo, mientras que los compradores suelen preferir que dure al menos un ejercicio fiscal completo con posterioridad al cierre. Al respecto, es importante aclarar que, en todos los casos, las declaraciones incluidas en el contrato de compraventa se otorgan a la fecha de firma del contrato y a la fecha de cierre de la operación, por lo que deben ser ciertas y precisas a dichas fechas (es decir, considerando hechos pasados). En este sentido, el periodo de supervivencia referido en la presente sección se extiende más allá de la fecha de cierre para efectos de reclamar la indemnización correspondiente, pero no debe interpretarse en el sentido de que las declaraciones deban ser ciertas y precisas en una fecha posterior a la fecha de cierre (sería complicado exigir a una parte declarar respecto a hechos futuros).

Sin embargo, algunas declaraciones son exceptuadas de esta regla general (*carved-out representations*) por lo que suelen contener periodos de vigencia más largos. Dentro de estas declaraciones podemos encontrar aquellas declaraciones fundamentales (*fundamental representations*) sin las cuales no podría llevarse a cabo la operación o que afectarían directamente el objeto de la misma, incluyendo aquellas relacionadas con la propiedad de los activos o acciones a vender, la estructura de capital de la sociedad objeto de la adquisición, las facultades de la parte en cuestión para celebrar el contrato de compraventa, la validez del contrato y la obtención de resoluciones corporativas. Asimismo, dependiendo de los hallazgos del periodo de auditoría, así como del poder de negociación de las partes y la naturaleza del negocio, en ocasiones se exceptúan también de las reglas generales declaraciones particularmente importantes para la operación, por ejemplo, declaraciones relacionadas con la suficiencia de activos de la sociedad objeto, o de carácter fiscal, laboral, ambiental o de propiedad intelectual. Su vigencia suele prolongarse por un plazo igual al de la prescripción legal.

Por otro lado, en lo que respecta a los acuerdos contractuales (*covenants*), estos suelen estar vigentes de forma indefinida, o bien, únicamente durante un periodo específico más breve, el cual se acuerde en el contrato. El vendedor suele tratar de limitar el periodo de vigencia de estas obligaciones de modo que los acuerdos anteriores al cierre no continúen vigentes con posterioridad al mismo, o únicamente sigan vigentes por un periodo similar al de sus declaraciones.

Ahora bien, ¿qué relación tiene este periodo de vigencia con el plazo de prescripción legal que marca el Código Civil Federal en sus artículos 1135 a 1150? Esto es relevante porque el periodo de vigencia específica que se asigne a determinadas declaraciones o acuerdos contractuales son las que fijarán el plazo que tiene el comprador para demandar una indemnización del vendedor, mismo que comenzará a correr a partir de la fecha de cierre de la operación. Así, si las partes acordaron que la vigencia de la declaración del vendedor en relación con la ausencia de litigios en contra de la sociedad objetivo era de un año contado a partir de la fecha de cierre, independientemente del plazo de prescripción legal que marca la ley, el comprador no tendrá derecho a recibir una indemnización de parte del vendedor si la demanda luego de haber transcurrido dicho plazo, independientemente de cuál sea el plazo de prescripción establecido por la ley.

Como sabemos, la prescripción es un medio de adquirir bienes o librarse de obligaciones, mediante el transcurso de cierto tiempo y bajo las condiciones establecidas por la ley. En el contexto de las cláusulas de indemnización, claramente estamos haciendo referencia a la prescripción negativa o

liberatoria, que se puede verificar ante la ausencia del comprador de exigir el cumplimiento dentro del plazo fijado por la ley o el contrato.

La prescripción en nuestro derecho sirve al interés público; sin embargo, un tema discutible en la práctica es si los particulares tienen o no la facultad de convenir periodos menores o mayores de prescripción que aquellos establecidos por la ley. Por un lado, autores como Borja Soriano y Gutiérrez y González señalan que esto no es posible, fundamentando su opinión en el artículo 1150 del Código Civil Federal, el cual establece lo siguiente:

> **Artículo 1150.-** Las disposiciones de este Título, relativas al tiempo y demás requisitos necesarios para la prescripción, sólo dejarán de observarse en los casos en que la ley prevenga expresamente otra cosa.

Por otro lado, Fausto Rico Álvarez sostiene que las cláusulas que reducen los plazos de prescripción son válidas, fundamentando su opinión en que la ley permite el pacto en contrario siempre que no se transgreda el orden público ni derechos de terceros.[26] Coincidimos con Fausto Rico, en tanto que no está claro de qué manera la reducción del plazo de prescripción podría afectar disposiciones de orden público o derechos de terceros.

Lo que está claro es que no es posible prolongar el plazo de prescripción que otorga la ley, en tanto que esto sí causaría afectaciones al orden público y podría incluso considerarse como una renuncia anticipada a la prescripción, lo cual está legalmente prohibido.[27] Asimismo, al artículo 1039 del Código de Comercio señala que los términos fijados para el ejercicio de acciones procedentes de actos mercantiles, serán fatales, sin que contra ellos se dé restitución, de lo cual se puede concluir que, en efecto, las partes no pueden prorrogar los plazos de prescripción. En consecuencia, no sería legalmente permisible para las partes establecer en el contrato de compraventa que la vigencia de ciertas declaraciones y acuerdos contractuales será, por ejemplo, de quince años, sino que el límite máximo de vigencia de dichas declaraciones o acuerdos tiene que ser igual al plazo de prescripción que establece la ley. En términos generales, dicha prescripción será la ordinaria en materia mercantil, la cual en términos del artículo 1047 del Código de Comercio se completará por el transcurso de diez años.[28]

VI. ESTRUCTURA DE LA RESPONSABILIDAD

Imaginemos un supuesto en el que dos accionistas que son titulares, cada uno, del 50% del capital social de una sociedad anónima venden su participación accionaria a un determinado comprador. Ante este escenario, una de las primeras preguntas que debemos plantearnos en relación con la cláusula de indemnización es cómo estructurar el régimen de responsabilidad de los vendedores frente al comprador, lo cual puede hacerse fundamentalmente de dos maneras atendiendo a las modalidades de las obligaciones establecidas en nuestro Código Civil Federal: responsabilidad mancomunada y responsabilidad solidaria.

Por un lado, la responsabilidad puede ser mancomunada (*several but not joint liability*), en virtud de la cual, cada parte que tenga la obligación de indemnizar será únicamente responsable de su parte respectiva de la obligación total (mancomunidad pasiva). Este tipo de responsabilidad resulta más favorable para los vendedores, ya que cada uno de ellos solo será responsable de su parte específica respecto de cualquier daño frente al comprador, pero es menos favorable para el comprador como titular de un derecho de indemnización, en tanto que necesitará ejercer diversas acciones para exigir responsabilidad de cada uno de los vendedores por separado.

Por otro lado, la responsabilidad puede ser solidaria (*joint and several liability*), en virtud de la cual, cada parte que tenga la obligación de indemnizar será responsable individualmente de todo el importe de la obligación (solidaridad pasiva). Este tipo de responsabilidad suele ser más favorable al comprador, quien tendría el derecho a reclamar la totalidad de los daños o pérdidas que haya sufrido (conforme a la definición contractual que se hubiese dado a dichos términos) a cualquiera de los vendedores por separado.

Ahora bien, desde el punto de vista interno, es decir, concerniente al aspecto subyacente de la solidaridad (por ejemplo, la relación entre los deudores solidarios), siguiendo lo establecido en el artículo 1999 del Código Civil Federal, es evidente que el vendedor que pague al comprador la indemnización conforme a los términos del contrato tendrá el derecho de exigir a los demás vendedores la parte que les corresponda respecto de dicha

[26] Véase a Rico Álvarez, F., Garza Bandala, P., & Cohen Chicurel, M. (2018).

[27] Artículo 1141.- Las personas con capacidad para enajenar pueden renunciar la prescripción ganada, pero no el derecho de prescribir para lo sucesivo (1928).

[28] Artículo 1047.- En todos los casos en que el presente Código no establezca para la prescripción un plazo más corto, la prescripción ordinaria en materia comercial se completará por el transcurso de diez años (1889).

obligación de indemnizar, y el cual, salvo convenio en contrario, deberá ser en partes iguales.[29]

Un cuestionamiento que no está claro con respecto a la solidaridad pasiva interna en operaciones de M&A consiste en cómo resolver la aparente contradicción que existe entre lo establecido en los artículos 1990 y 1999 del Código Civil Federal.

Por un lado, el artículo 1990 establece que el pago hecho a uno de los acreedores solidarios extingue totalmente la deuda. Por otro lado, el artículo 1999 establece que el deudor (vendedor) solidario que paga la deuda se subroga en los derechos del acreedor (comprador). Ante esta incongruencia surge la siguiente duda, ¿cómo podría el vendedor (deudor solidario) que indemnizó al comprador (acreedor) subrogarse en un derecho que conforme al artículo 1990 ya se extinguió totalmente por pago?

Si asumimos que en efecto existe una subrogación en los derechos del comprador, estamos sosteniendo que dicho vendedor gozará de las mismas garantías y derechos que tenía el comprador bajo el contrato de compraventa. Por el contrario, si asumimos que no existe dicha subrogación, sino que el vendedor que realizó el pago se convierte en titular de un nuevo derecho independiente en contra de los demás vendedores, entonces carecerá de dichos derechos y de las garantías de las que gozaba el comprador. No existe un consenso a este respecto en la doctrina. Por nuestra parte, consideramos que debe existir subrogación en términos de lo establecido en el artículo 1999, toda vez que el artículo 1990 se refiere a la solidaridad activa y no a la pasiva, es decir, se refiere a aquella en la que existe una multiplicidad de acreedores solidarios y en la cual, el acreedor que cobra la obligación solidaria debe repartir lo recibido con los demás.

Finalmente, es importante mencionar que en caso de que las partes sean omisas en especificar cuál será el régimen de responsabilidad aplicable, aplicará el de la mancomunidad, en tanto que conforme al artículo 1988 del Código Civil Federal, la solidaridad no se presume, sino que resulta de la ley o de la voluntad de las partes.

VII. PROCEDIMIENTO DE NOTIFICACIÓN

Otro aspecto importante de las cláusulas de indemnización es el procedimiento que la parte que ha sufrido algún daño o pérdida (por lo general el comprador) debe seguir para efectos de exigir su derecho de indemnización. La cláusula de indemnización generalmente requiere que la parte que alega tener dicho derecho presente una notificación de reclamación a la otra parte y establece también el plazo que tiene para hacerlo a partir de la fecha en que tuvo conocimiento del incumplimiento, pero en todo caso siempre dentro de plazo de prescripción referido anteriormente.

Un punto importante a tener en cuenta es que, por lo general, el mero hecho que la parte que tiene el derecho a ser indemnizada no cumpla con el requisito de presentar dicha notificación dentro del plazo especificado en el contrato de compraventa no exime a la parte que tiene el deber de indemnizar de su obligación. Sin embargo, dicha inacción podrá reducir su obligación en un monto igual al de los costos resultantes de la demora de la otra parte en cumplir con el procedimiento de notificación.

Ahora bien, el proceso de notificación presenta por lo general ciertos requisitos que necesariamente deben cumplirse para efectos de activarlo de manera efectiva. Por ejemplo, supongamos que el comprador recibe una reclamación de parte de algún tercero (*third party claim*). Típicamente, el contrato de compraventa establece que el comprador deberá notificar por escrito y de manera oportuna (por lo general dentro de treinta días después de adquirir conocimiento o ser notificado sobre dicho reclamo) al vendedor respecto de dicha notificación, proporcionando todos los detalles de dicha reclamación de parte del tercero. Dicha notificación deberá incluir la evidencia con la que cuente el comprador respecto a dicha reclamación y respecto a la responsabilidad del vendedor en relación con la misma, así como una estimación del monto de la pérdida sufrida por el comprador como resultado de dicha reclamación. Por su parte, el vendedor típicamente solicitará el derecho a participar y asumir la defensa frente a dicho tercero a su propio costo. Esto se debe a que el vendedor será el responsable de indemnizar res-

[29] Artículo 1999.-

El deudor solidario que paga por entero la deuda, tiene derecho de exigir de los otros codeudores la parte que en ella les corresponda.

Salvo convenio en contrario, los deudores solidarios están obligados entre sí por partes iguales.

Si la parte que incumbe a un deudor solidario no puede obtenerse de él, el déficit debe ser repartido entre los demás deudores solidarios, aun entre aquellos a quienes el acreedor hubiere libertado de la solidaridad.

En la medida que un deudor solidario satisface la deuda, se subroga en los derechos del acreedor (1928).

pecto de cualquier daño potencial que resulte de dicho proceso, y por lo tanto, quiere tener control sobre la defensa (incluyendo selección de abogados, estrategias, etc.). Hay excepciones a esta regla general, como pueden ser los casos en los que la reclamación de terceros pueda afectar directamente las operaciones o los activos del comprador, entre otros.

Si bien el vendedor, como parte típicamente obligada a indemnizar, suele controlar tanto el proceso de defensa como las conversaciones con el tercero en relación con la controversia, ello no quiere decir que tenga la facultad absoluta de tomar decisiones con respecto a la misma. Por ejemplo, casi siempre se establece que el vendedor deberá obtener el consentimiento del comprador para la adopción de determinados acuerdos, como pudiera ser la firma de un convenio de transacción con el tercero que ponga fin a la controversia, etc.

En caso de que el vendedor presente objeciones con respecto a la notificación de indemnización, ya sea relacionadas con el monto a indemnizar o la causa de indemnización en cuestión, es común establecer la obligación de ambas partes de negociar de buena fe durante un periodo adicional (por ejemplo, treinta días naturales) con el fin de resolver la controversia. Si al término de dicho periodo las partes no logran resolver el conflicto, se aplicará el método de resolución de controversias acordado previamente en el contrato (por ejemplo, arbitraje o resolución judicial por parte de los juzgados competentes).

VIII. ESTRUCTURAS PARA ASEGURAR LA EXISTENCIA DE FONDOS PARA LA INDEMNIZACIÓN

Cuando existen dudas sobre la capacidad o la voluntad del vendedor de indemnizar por las pérdidas que pueda sufrir el comprador como resultado de (i) la falsedad o inexactitud en sus declaraciones; (ii) un incumplimiento a sus acuerdos contractuales (*covenants*); o (iii) el surgimiento de responsabilidades específicas posteriores al cierre asumidas por el vendedor, existen diversas formas o mecanismos para garantizar la existencia de fondos para hacer frente a estas obligaciones de indemnización.

Una alternativa común suele ser la apertura de una cuenta bancaria de depósito en garantía (*escrow account*), o la constitución de un fideicomiso de garantía, que al igual que la cuenta de depósito en garantía, será administrado por un tercero independiente, en este caso un banco u otra institución autorizada para actuar como fiduciario o depositario. El importe del depósito en garantía suele ser un porcentaje del precio de compra (o un monto estimado de los costos asociados a una reclamación o riesgo potencial) y suele durar lo mismo que el periodo de indemnización. Esta estructura puede proporcionar cierta seguridad al comprador en cuanto a la capacidad del vendedor para hacer frente a cualquier responsabilidad potencial que surja con posterioridad al cierre de la operación y como consecuencia del incumplimiento contractual del vendedor. Por lo general, el costo de la administración del depósito en garantía corre a cargo del comprador, pero algunas veces es compartido entre ambas partes.

Otra alternativa que suele establecerse en los casos en los que el precio de compra se paga a plazos, es que el comprador tenga un derecho de compensar sus obligaciones de pago contra el importe de sus reclamaciones de indemnización. Sin embargo, antes de que opere o surta efectos la compensación, el vendedor típicamente querrá revisar la validez de las reclamaciones de indemnización que el comprador pretende compensar.

Como sabemos, la compensación no siempre opera por ministerio de ley, sino que conforme a lo establecido en los artículos 2185[30], 2186[31], 2187 y 2204 del Código Civil Federal, es necesario que se cumplan ciertos requisitos, tales como la existencia de acreedores y deudores recíprocos, que se trate de bienes fungibles de la misma especie y calidad, y que las deudas sean líquidas, exigibles y pagaderas en el mismo lugar.[32] No obstante, en principio, las partes pudieran válidamente remover varios de estos obstáculos o requisitos para que opere la compensación, en la medida en que ello no contraríe disposiciones o normas de orden público. Por ejemplo, en atención a lo establecido en el artículo 2188 del Código Civil Federal, las partes pudieran fácilmente suprimir el requisito de que las deudas sean líquidas, exigibles y pagaderas en el mismo lugar. Sin embargo, no sería posible

[30] Artículo 2185.- Tiene lugar la compensación cuando dos personas reúnen la calidad de deudores y acreedores recíprocamente y por su propio derecho (1928).

[31] Artículo 2186.- El efecto de la compensación es extinguir por ministerio de la ley las dos deudas, hasta la cantidad que importe la menor (1928).

[32] Artículo 2187.- La compensación no procede sino cuando ambas deudas consisten en una cantidad de dinero, o cuando siendo fungibles las cosas debidas, son de la misma especie y calidad, siempre que se hayan designado al celebrarse el contrato (1928).

remover el requisito de que las obligaciones tengan por objeto bienes fungibles de la misma especie y calidad, toda vez que el artículo 2187 del Código Civil Federal no lo permite. En este caso, las partes tendrían que celebrar un convenio para extinguir sus obligaciones.

Finalmente, otra alternativa utilizada en la práctica son las retenciones (*holdbacks*) de una porción específica del precio de compra, las cuales no son liberadas por el comprador hasta una fecha determinada y serán utilizadas para cubrir cualquier reclamación de indemnización que surja. A diferencia de un depósito en garantía, este importe no se deposita en una cuenta especial o en un fideicomiso, sino que, en una fecha máxima y en caso de no materializarse ningún reclamo de indemnización, el vendedor recibe el importe diferido. Por obvias razones, los vendedores suelen resistirse a esta opción, especialmente si tienen dudas sobre la capacidad o voluntad del comprador para realizar el pago cuando finalice el periodo de retención; sin embargo, en ocasiones el poder de negociación del comprador es tal que el vendedor acepta este tipo de alternativas.

IX. LÍMITES Y EXCEPCIONES A LA OBLIGACIÓN DE INDEMNIZAR

Un apartado bastante común de las cláusulas de indemnización en los contratos de compraventa es el concerniente a los diversos métodos mediante los cuales un vendedor puede establecer límites a sus obligaciones de indemnización. Esta sección suele ser de las partes más negociadas, no solo de la cláusula de indemnización, sino del contrato de compraventa en general, ya que puede afectar significativamente los derechos y las obligaciones, tanto de los compradores como de los vendedores.[33] A continuación analizaremos con cierto nivel de detalle los que consideramos los métodos o formas más comúnmente utilizadas en el contexto de operaciones privadas de M&A en México.

A. Uso del calificativo de materialidad para efectos de determinar un incumplimiento o el monto de la reclamación (*materiality*)

En términos generales, esta limitación especifica que el derecho de indemnización del comprador en contra del vendedor solo será procedente en caso de que exista un incumplimiento al contrato que resulte de importancia o 'material'. Así, este umbral de materialidad sirve para eliminar la obligación de indemnizar del vendedor por cuestiones menores (inmateriales) o por importes que se consideren relativamente intrascendentes. Evidentemente, la definición de este calificativo suele ser un punto negociación, sin que por lo general se pueda establecer una definición totalmente objetiva que elimine al máximo la subjetividad a la que la interpretación de dicho calificativo puede estar sujeta en caso de un incumplimiento. En el mejor de los casos, lo que se suele hacer es acordar ciertos criterios o parámetros para ayudar a las partes y al juzgador a determinar cuándo una violación al contrato constituye una violación material.

Por un lado, los vendedores tienden a incluir estos calificativos de materialidad no solo en la cláusula de indemnización, sino también en el apartado de declaraciones del contrato. Como ya mencionamos, estos calificativos limitan el deber de indemnizar del vendedor a los incumplimientos o pérdidas que resulten 'materiales', lo que en términos generales suele significar todo aquello que afecte significativamente al negocio o a la operación de compraventa de la sociedad objeto. Por otro lado, los compradores son bastante selectivos con respecto al tipo de declaraciones o cláusulas en las que permitirán a los vendedores utilizar este calificativo, ya que un uso indiscriminado del mismo podría tener el efecto de restringir sus futuros reclamos de indemnización derivados de incumplimientos del vendedor (además de la incertidumbre del término que arriba destacamos).

Desde una perspectiva estrictamente jurídica e imparcial, habitualmente se recomendaría eliminar en la mayor medida posible cualquier subjetividad en la determinación de si un supuesto es material. Sin embargo, en múltiples ocasiones dichos criterios son imposibles de determinar *a priori*, o bien, las partes no están dispuestas a negociar dichos supuestos. En consecuencia, la determinación de la materialidad de un incumplimiento o una falsedad de declaraciones suele ser objeto de una gran cantidad de conflictos en los periodos posteriores al cierre de una operación de M&A.

En virtud de lo anterior, las cláusulas de cambio adverso material o efectos adversos relevantes (MAC, por las siglas en inglés de *material adverse change*) juegan un papel fundamental en las

[33] En jurisdicciones como Estados Unidos de América existen una gran cantidad de análisis y publicaciones respecto a las tendencias del mercado en los términos de las distintas cláusulas que aquí se describen, lo cual disminuye sustancialmente la negociación de las mismas. Sin embargo, en México no existen los análisis suficientes que permitan determinar objetivamente las tendencias del mercado, por lo que los periodos de negociación de estas cláusulas suelen ser amplios.

operaciones de M&A. Estas cláusulas sirven como un instrumento contractual para manejar los riesgos que puedan surgir entre la fecha de firma del contrato y la fecha de cierre de la operación. Su principal finalidad es ofrecer un mecanismo que le permita al comprador retirarse del acuerdo y no cerrar la operación en caso de que ocurra un cambio adverso de relevancia en el negocio de la sociedad objeto durante este periodo interino. Las circunstancias que constituyen un MAC pueden ser diversas, e incluyen habitualmente cambios drásticos en el rendimiento financiero, la salida de empleados clave, cambios o modificaciones en la ley aplicable o incluso acontecimientos de carácter macroeconómico que tengan (o puedan tener) un impacto significativo en la sociedad objeto.

La definición contractual de lo que constituye un efecto adverso relevante suele ser un aspecto altamente negociado en un contrato de compraventa debido a su potencial impacto. Las partes y sus abogados suelen dedicar varias horas de negociación debatiendo sobre los parámetros (objetivos y subjetivos) que delimitarán el MAC, buscando encontrar un equilibrio entre la precisión y la vaguedad. Por un lado, si bien las definiciones detalladas proporcionan claridad, podrían excluir inadvertidamente cambios adversos que no se anticiparon al momento de la redacción. Por el contrario, definiciones más amplias, generales o vagas pueden abarcar un rango mucho más amplio de eventos adversos, pero puede generar desafíos de interpretación en caso de conflicto.

Asimismo, la redacción y formulación de las cláusulas MAC suelen ir más allá de la mera asignación de riesgos. Las partes pueden utilizar esta definición (más objetiva de materialidad) para calificar las declaraciones del vendedor. Por ejemplo, si el vendedor declara que no hay litigios pendientes en contra de la sociedad objeto, puede calificar esta declaración añadiendo que no hay litigios pendientes que resultarían en un cambio material adverso. De esta forma, incluso si existieran litigios menores (piénsese en un litigio laboral por un despido injustificado), éste no constituiría una falsedad en la declaración del vendedor, a menos que tenga el potencial de causar un MAC.

Otra función de las cláusulas MAC la encontramos en la calificación de las declaraciones del vendedor, las cuales tienen que ser ciertas a la fecha de cierre de la operación. En las operaciones de M&A en las que existe un periodo interino, las partes suelen acordar una condición de cierre conocida como '*bring-down*'. Esta condición establece que las declaraciones establecidas en el contrato deben ser reafirmadas (o 'actualizadas') al momento del cierre, como requisito para poder concretar la operación. Una cláusula de MAC puede ajustar este requisito de reafirmación de la veracidad de las declaraciones, de tal forma que las declaraciones realizadas durante la firma del contrato únicamente necesiten ser verdaderas y correctas al momento del cierre de la operación, en la medida en que cualquier desviación de esta veracidad no genere o provoque un cambio adverso material.

B. Límites mínimos (*baskets y de minimis*)

Los vendedores pueden también incluir en la cláusula de indemnización del contrato de compraventa determinados umbrales o límites mínimos para la procedencia de una reclamación de indemnización de parte del comprador (*baskets y de minimis*). Estos límites mínimos suelen fijarse como un porcentaje del precio de compra o monto determinado y sirven, como su nombre lo indica, como limitaciones a la responsabilidad de la parte que tiene el deber de indemnizar, en caso de que exista alguna inexactitud (o incluso falsedad) respecto de la información proporcionada en las declaraciones (típicamente del vendedor) y hasta en tanto las pérdidas sufridas por la otra parte (típicamente el comprador) no superen una cierta cantidad mínima. Estos límites suelen verse influidos por una variedad de factores, tales como la naturaleza de la operación, el monto del precio, el riesgo percibido y el poder de negociación de cada una de las partes. Como veremos más adelante, estos límites a la indemnización denotan la naturaleza de las cláusulas de indemnización como una manera de distribuir el riesgo en una operación de M&A (tal y como se describió previamente). Típicamente, se utilizan para incumplimientos que surjan como consecuencia de la falsedad en las declaraciones, pero no suelen aplicarse a incumplimientos de acuerdos contractuales (*covenants*). Además, algunas declaraciones fundamentales, como las relacionadas con la titularidad de las acciones, las facultades para la celebración del contrato o la estructura de capital de la sociedad, a menudo se exceptúan de la aplicación de dichos límites mínimos.

Por un lado, el *basket* sirve como un deducible en una póliza de seguro, lo que significa que la parte que tiene el derecho a ser indemnizada debe absorber las pérdidas iniciales hasta el monto de dicho *basket*. El objetivo es prevenir reclamos menores por infracciones triviales. Los *baskets* pueden estructurarse de tres maneras:

– Umbrales (*tipping baskets*): En este caso, la parte que tiene el deber de indemnizar (típicamente el vendedor) es responsable del importe total de las pérdidas sufridas por la parte que tiene el derecho a ser indemnizada (típicamente el comprador) una vez

alcanzado el umbral mínimo (es decir, el vendedor es responsable de cualquier monto indemnizable desde la primera unidad). El comprador suele preferir este arreglo, ya que puede recuperar la totalidad de las pérdidas una vez alcanzado el umbral. Por ejemplo, si el *basket* está establecido en USD 1000 000, y las pérdidas totales ascienden a USD 1200 000, el vendedor tendría que pagar los USD 1200 000 completos, no solo los USD 200 000 por encima del monto del *basket*.

– Deducibles (*excess liability baskets*): En este caso, la parte que tiene el deber de indemnizar (típicamente el vendedor) solo es responsable de las pérdidas que excedan el importe mínimo. Así, cualquier pérdida por debajo de este deducible tendría que ser absorbida por el comprador. En el ejemplo anterior, si hubiera un *excess liability basket*, el vendedor solo sería responsable de los USD 200 000 por encima del monto del *basket*, y el comprador tendría que absorber USD 1000 000 en pérdidas. Lógicamente, esta forma de estructurar el *basket* suele ser preferida por el vendedor, ya que limita su responsabilidad a las pérdidas que superan el deducible. Es más común porque brinda cierta protección al vendedor al transferir una parte de las pérdidas al comprador.

– Enfoque híbrido: Este enfoque híbrido combina elementos de los umbrales y los deducibles. Establece un umbral por encima del cual la parte que tiene el deber de indemnizar es responsable de las pérdidas. Sin embargo, una vez alcanzado este importe/umbral, dicha parte también es responsable de las pérdidas que excedan una determinada cantidad menor que el umbral, pero superior a cero. En otras palabras, la parte que tiene el deber de indemnizar es responsable de una parte de las pérdidas (incluso si están por debajo del umbral), pero asume la responsabilidad total de las pérdidas que excedan el umbral. Este enfoque suele representar un punto medio entre el comprador y el vendedor, quienes acuerdan compartir la responsabilidad por las pérdidas de una manera más equilibrada.

Ahora bien, un '*basket'* también puede tener '*mini-baskets*' o '*de minimis*', que sirven para limitar aún más la responsabilidad del vendedor. Estos '*mini-baskets*' exigen que las pérdidas de una reclamación determinada superen una determinada cantidad antes de que puedan contabilizarse en el '*basket*' principal. El objetivo principal del *de minimis* es disuadir al comprador de buscar cualquier tipo de infracción menor para lograr alcanzar el importe del '*basket'*. Así, el *de mínimis* es otro mecanismo de asignación de riesgos en favor del vendedor, conforme al cual se fija un monto mínimo por debajo del cual el comprador no puede presentar ningún reclamo de indemnización.

El objetivo de esta disposición es evitar la molestia administrativa y el costo de procesar y negociar reclamos pequeños o insignificantes que por lo general no tienen un impacto significativo en la operación. Por ejemplo, en una adquisición de USD 100 000 000, las partes podrían establecer (i) un umbral *de mínimis* de USD 50 000, lo que significa que el comprador no puede presentar ningún reclamo de indemnización por un monto menor a éste; y (ii) un *basket* de USD 1000 000 millón, lo que significa que el comprador tiene que absorber el primer millón en pérdidas (en un *excess liability baskets*), o que el vendedor es responsable de todas las pérdidas una vez que se alcanza el umbral de USD 1000 000 (en un *tipping basket*). En este tipo de supuestos, el comprador puede considerar negociar excepciones al umbral *de minimis*, como en el caso de multas por infracciones menores pero repetitivas que en conjunto excedan de cierto monto (por ejemplo, una empresa de mensajería cuyos vehículos pudieran acumular múltiples sanciones por infracciones a las leyes de tránsito, que en lo individual pudieran ser montos menores, pero acumuladas durante un periodo de tiempo pueden ser sustanciales).

Uno de los riesgos potenciales asociados a los '*baskets*' es la posibilidad de que el vendedor intente abusar o hacer un '*double-dipping*' (es decir, beneficiarse dos veces de la misma situación) si las declaraciones ya contienen calificadores de materialidad. Esto significa que el comprador tendría que demostrar que tanto el incumplimiento como la pérdida cumplen sus respectivos umbrales de materialidad antes de poder contabilizarlos en el '*basket*'.

Por ello, cuando se establece un umbral para la procedencia de una reclamación para las obligaciones de indemnización, es común que el comprador solicite incluir un '*materiality scrape*', es decir, una lectura de las declaraciones incluidas en el contrato sin calificativos de materialidad ('*read-out of materiality*'). Esta disposición excluye los calificativos de materialidad que figuran en las declaraciones únicamente para efectos de indemnización. La idea es evitar que exista una doble lectura de materialidad '*double materiality*', en la que el comprador tenga que demostrar que tanto el incumplimiento como la reclamación son importantes o materiales.

En otras palabras, un '*materiality scrape'* es una cláusula que se utiliza para desestimar cualquier calificativo de materialidad en las declaraciones del vendedor para efectos de analizar las reclamaciones de indemnización del comprador. Esta cláusula permite al comprador estar menos preocupado por los calificativos de materialidad que el vendedor pueda añadir a sus declaraciones, ya que estos calificativos no afectarán los derechos de indemnización del comprador, sino que únicamente afectarán lo que el vendedor debe revelar en sus anexos de revelación del contrato de compraventa.

Ahora bien, existen dos tipos de '*materiality scrapes':*

– *Double Materiality Scrape*: Esta cláusula que, por lo general es en beneficio del comprador, señala que cualquier inexactitud o falsedad de una declaración se determinará sin tener en cuenta ningún calificativo de materialidad, efecto adverso material u otras calificaciones similares. Este tipo de *materiality scrape* no toma en cuenta las calificaciones de materialidad (i) al determinar si se ha producido una violación a la declaración; ni (ii) al calcular la pérdida derivada de la violación. Evidentemente, los compradores prefieren este tipo de *materiality scrapes* toda vez que amplía el alcance de las reclamaciones potenciales que podrían presentar después del cierre de la adquisición.

– *Single Materiality Scrape*: Esta cláusula que, por lo general es en beneficio del vendedor, establece que los calificadores de materialidad se ignoran solo en el contexto del cálculo de pérdidas debido a inexactitudes o falsedad en las declaraciones, pero no para determinar si se ha producido dicha falsedad. Los vendedores prefieren esta formulación porque restringe la amplitud de las posibles reclamaciones al exigir que la violación sea material antes de que pueda presentarse una reclamación de indemnización.

Veamos un par de ejemplos:

Ejemplo 1: *Double Materiality Scrape*

Después del cierre de la adquisición, el comprador descubre una demanda pendiente contra la empresa que podría resultar en una pérdida financiera relativamente menor, es decir, lo suficientemente pequeña como para que no se considere que tiene (o puede llegar a tener) un efecto material adverso en la empresa.

En un caso de *Double Materiality Scrape*, el comprador podría reclamar potencialmente un incumplimiento de la declaración en relación con el litigio, porque el calificador de materialidad (en este caso, "que podría tener un efecto material adverso") se ignora tanto para la determinación de la violación como para el cálculo de los daños, y lo único que habría que demostrar es que la pérdida derivada del litigio es mayor que el *basket*.

En otras palabras, bajo el *Double Materiality Scrape*, el comprador puede argumentar que cualquier litigio, independientemente de su tamaño o impacto potencial, representa una violación y podría reclamar pérdidas relacionadas con este litigio (por pequeño que este sea).

Ejemplo 2: *Single Materiality Scrape*

Consideremos la misma situación, pero con un *single materiality scrape*. En este caso, el comprador descubre la misma pequeña demanda en contra de la sociedad.

En este caso, el calificativo de materialidad se ignora únicamente para efectos de calcular las pérdidas resultantes de un incumplimiento de la declaración del vendedor, pero no al determinar si se produjo un incumplimiento.

Por lo tanto, el comprador puede tener más dificultades para reclamar un incumplimiento de la declaración, porque el vendedor podría argumentar que la demanda no tiene un efecto material adverso en el negocio y, por lo tanto, no constituye un incumplimiento derivado de una falsedad o inexactitud de la declaración del vendedor. Sin embargo, si se permitiera la reclamación, el cálculo de la pérdida pasaría por alto el calificativo de materialidad.

Por otra parte, existen diversas formas mediante las cuales los vendedores suelen tratar de limitar los efectos de un *materiality scrape*. Por ejemplo, además de solicitar que éste sea un '*single materiality scrape*', también suelen intentar:

– Aumentar el importe del *basket*, toda vez que, si todas las inexactitudes o violaciones inmateriales contarán para el *basket*, el importe o límite mínimo del *basket* se alcanzará antes.

– Excluir ciertas declaraciones del *materiality scrape*: Estas podrían incluir las declaraciones de revelación completa (*full disclosure representations*), declaraciones de ausencia de efecto material adverso (*no material adverse effect representations*) y demás decla-

raciones no sujetas a *basket* (típicamente las declaraciones fundamentales), pues en ellas no aplicaría la lógica de la existencia del *materiality scrape*.

En general, el concepto de materialidad es un aspecto crucial de la negociación y la comprensión de las cláusulas de indemnización, y cada parte tratará de organizar este aspecto en su beneficio.

C. Límites máximos (CAP)

Otra disposición bastante común que los vendedores suelen incluir en las cláusulas de indemnización es la de un límite máximo (*cap*) o tope de indemnización aplicable a la responsabilidad del comprador. El *cap* limita la recuperación total máxima que el comprador puede reclamar a una cantidad específica, y la cual suele corresponder a la cantidad del depósito en garantía o a un porcentaje del precio de compra. Al igual que en el caso del *basket*, los *cap*s se aplican normalmente sólo a la falsedad de las declaraciones y no a las violaciones de acuerdos contractuales (*covenants*). Asimismo, el comprador suele excluir ciertas declaraciones (*fundamental representations*) de la aplicabilidad de este límite máximo.

En caso de que el comprador tenga dudas con respecto al monto que podrán representar determinadas potenciales contingencias detectadas en el *due diligence,* en caso de materializarse (las cuales podrán incluso ser por un valor superior al *cap*), el comprador puede considerar las siguientes opciones:

– Excluir dichas contingencias del *cap*, de forma que estas potenciales pérdidas no estarán limitadas por el límite máximo y podrían recuperarse en su totalidad.

– Establecer un *cap* más alto con respecto a dichas contingencias.

En relación con el *cap*, es importante aclarar que, en términos generales, la cláusula de indemnización no es una pena convencional o una cláusula penal, sino una cláusula de indemnización por daños y perjuicios sujeta a términos específicos acordados por las partes. Esta distinción es fundamental, ya que conforme a nuestro derecho, la cláusula penal no puede exceder el importe de la obligación principal, por lo que si el precio de compra de la operación fuese de USD 20 millones, no sería posible establecer una pena convencional de USD 25 millones.[34] Sin embargo, dado que la cláusula de indemnización no es una cláusula penal, nada le impediría a las partes establecer un *cap* por dicho monto, ya que, como dijimos, esto solo es el límite de indemnización por el cual dicho vendedor se obliga a responder.

Tampoco constituye una cláusula de pre-cuantificación de daños y perjuicios, ya que la función de este tipo de cláusulas solamente consiste en liberar a la parte que sí cumplió con su obligación de probar la existencia y cuantificación de los daños y perjuicios que haya sufrido, limitándose únicamente a probar la existencia de un incumplimiento del contrato. Por el contrario, bajo una cláusula de indemnización en un contrato de compraventa, la parte actora deberá demostrar tanto el incumplimiento como los daños y perjuicios ocasionados.

D. Recurso exclusivo (*Exclusive Remedy*)

Es común que la parte vendedora solicite incluir en la cláusula de indemnización del contrato de compraventa una disposición que establezca que dicha cláusula de indemnización constituye el único y exclusivo recurso disponible para la parte compradora para efectos de demandar un incumplimiento del contrato y solicitar una indemnización a la parte vendedora.

La lógica detrás de dicha solicitud desde el punto de vista del vendedor consiste en proteger sus intereses, bajo el argumento de que, si las partes ya han negociado y establecido determinadas limitaciones a la responsabilidad del vendedor de indemnizar al comprador, no sería justo que el comprador pudiera ignorar dichas limitaciones en búsqueda de diversos recursos legales que bajo la ley pueda obtener. Sin embargo, los compradores pueden rechazar este tipo de estipulaciones a efecto de contar con un abanico más amplio de opciones y posibilidades de indemnización (recursos acumulativos) de los cuales poder hacer uso en caso de considerar que los establecidos en su favor en la cláusula de indemnización no son suficientes para compensarlos justamente por sus pérdidas derivadas del incumplimiento contractual del vendedor. Así, una disposición que no restringa el uso de recursos a lo cuales puede tener acceso el comprador permitiría a éste ejercer diversos derechos de indemnización previstos tanto en el contrato de compraventa como en la ley aplicable, en lugar de sustituirlos o restringirlos.

Si bien lo común en las operaciones de M&A en México es incluir la cláusula de recurso exclusivo en los contratos de compraventa, en tanto que la

[34] Artículo 1843.- La cláusula penal no puede exceder ni en valor ni en cuantía a la obligación principal (1928).

autonomía de la voluntad permite a las partes establecer este tipo de estipulaciones en los contratos de compraventa, la propia ley establece ciertos límites al principio de autonomía de la voluntad. Estos límites se establecen en los artículos 6, 7, 8 y 1831 del Código Civil Federal, los cuales establecen lo siguiente:

> **Artículo 6**.- La voluntad de los particulares no puede eximir de la observancia de la ley, ni alterarla o modificarla. Sólo pueden renunciarse los derechos privados que no afecten directamente al interés público, cuando la renuncia no perjudique derechos de tercero (1928).
>
> **Artículo 7**.- La renuncia autorizada en el artículo anterior no produce efecto alguno si no se hace en términos claros y precisos, de tal suerte que no quede duda del derecho que se renuncia (1928).
>
> **Artículo 8**.- Los actos ejecutados contra el tenor de las leyes prohibitivas o de interés público serán nulos, excepto en los casos en que la ley ordene lo contrario (1928).
>
> **Artículo 1831**.- El fin o motivo determinante de la voluntad de los que contratan, tampoco debe ser contrario a las leyes de orden público ni a las buenas costumbres (1928).

Así, nos encontramos que la ley establece determinados límites (i) de orden o interés público; (ii) en atención a leyes prohibitivas; (iii) a la renuncia de derechos; y (iv) en atención a las buenas costumbres. En consecuencia, aun cuando las partes acuerden que la cláusula de indemnización constituye el recurso exclusivo del comprador para efectos de demandar un incumplimiento del contrato y solicitar una indemnización a la parte vendedora, ello no podría, por ejemplo, impedirle al comprador exigir responsabilidad proveniente del dolo del vendedor, la cual en términos del artículo 2106 del Código Civil Federal es irrenunciable. En estos casos, así como en casos relacionados con fraude, actos ilícitos, mala fe, etc., es claro que el comprador podrá interponer otros recursos legales en adición a los establecidos en la cláusula de indemnización e inclusive exigir responsabilidad extracontractual del vendedor.

E. Indemnización en casos de seguros de M&A

Otra forma en la que el vendedor puede intentar limitar su responsabilidad de indemnizar al comprador se da en los casos en los que el comprador ya ha recibido una indemnización de parte de un tercero. Por ejemplo, pensemos en un escenario en el que el comprador contrató un seguro en relación con cualesquier contingencias que pudieran surgir en caso de que las declaraciones del vendedor sean falsas o incorrectas (*R&W insurance*). El objetivo de estos seguros es transferir algunos de los riesgos relacionados con la adquisición a la compañía aseguradora a cambio del pago de una prima.

Así, en caso de que el comprador ya haya recibido un pago de la compañía aseguradora como consecuencia de haber sufrido una pérdida que era sujeta a indemnización de parte del vendedor, el vendedor pudiera argumentar que dicho pago de la aseguradora al comprador debería servir para reducir su obligación de indemnización al comprador en proporción al pago recibido de la aseguradora. Para ello, el vendedor puede buscar incluir en el contrato de compraventa (i) una disposición que le permita restar los montos del seguro recibidos por el comprador de cualquier pago de indemnización que el vendedor deba realizar; y (ii) una obligación de parte del comprador de hacer todo lo posible para recuperar los fondos del seguro relacionados con el reclamo de indemnización correspondiente.

Por otra parte, en caso de que el comprador acepte incluir esta disposición, es común que trate de (i) limitar este derecho de deducción del vendedor a una cantidad igual al monto que efectivamente reciba de la aseguradora; y (ii) establecer que no estará obligado a buscar la recuperación de los fondos del seguro.

En tiempos recientes, se ha observado una tendencia de incluir cada vez más la obligación de contratar una póliza de seguro en esta materia, dado que reduce significativamente el periodo de negociación de los contratos de compraventa de acciones y otorga mayor seguridad a las partes sobre riesgos futuros. No es objeto de este documento analizar a fondo esta figura; sin embargo, es importante resaltar su importancia presente y futura para las operaciones de M&A. No debemos olvidar que los seguros cubren eventos inciertos y desconocidos a las partes, por lo que el uso de este tipo de seguros tiene efectos importantes en la negociación, entre otras razones, por el nivel de exigencia de la compañía aseguradora en la profundidad del proceso del *due diligence* por el comprador y el uso de *disclosure schedules* por el vendedor en el contrato.

F. Indemnización en caso de beneficios fiscales

Otra manera en la que el vendedor puede limitar su obligación de indemnización es reduciendo el monto del pago de indemnización en una cantidad igual a la del beneficio fiscal que el comprador obtenga como consecuencia de la pérdida que dio lugar a la indemnización. Esta táctica puede encon-

trar bastante resistencia de parte del comprador y ha sido objeto de fuertes críticas, ya que determinar si una pérdida indemnizable genera un beneficio fiscal al comprador (o la sociedad objeto), además de cuantificar dicho beneficio fiscal, puede ser una tarea ardua y podría desencadenar litigios por conflictos de interpretación.

No obstante, si el vendedor logra incluir esta cláusula, el comprador debería tratar de limitarla a los beneficios fiscales efectivamente materializados. Además, debería exigir que cualquier pérdida sea incrementada por el monto de cualquier impuesto que deba pagar debido a la recepción de un pago de indemnización (*gross-up*).

En términos generales, y considerando los aspectos fiscales de la cláusula de indemnización, es importante señalar que la intención de las partes habitualmente es que las cláusulas de indemnización se consideren como ajustes al precio de compra para efectos fiscales. Sin embargo, no es objeto del presente documento analizar las consecuencias fiscales del pago de una indemnización.

G. Deber de mitigar

En sus intentos de limitar sus obligaciones de indemnización, el vendedor podría también establecer una obligación de hacer a cargo del comprador, consistente en realizar sus mejores esfuerzos para mitigar las pérdidas o reducir el impacto, monto o cuantía de las mismas que se generen como consecuencia del incumplimiento del vendedor; es decir, dicho deber de mitigar se incluye como una obligación de medios y no como una obligación de resultados. Este deber de mitigar ayuda a proteger al vendedor de una actitud omisiva o inclusive negligente del comprador, quien pudiera potencialmente permitir que aumenten los daños y los costes a cargo del vendedor, con el conocimiento de que estos gastos serán cubiertos por este último.

Sin embargo, los compradores generalmente se resisten a incorporar este tipo de obligaciones en los contratos de compraventa. Esto se debe a que, incluir esta obligación podría ofrecer una vía adicional al vendedor para intentar reducir la cantidad de pérdidas que el comprador puede recuperar. Por ejemplo, si el comprador ha tenido que pagar pérdidas a un tercero, el vendedor podría argumentar que el comprador no cumplió con su obligación de hacer todo lo posible para aminorar el monto de las pérdidas pagadas a dicho tercero, intentando reducir en consecuencia el monto de recuperación del comprador a un valor potencialmente inferior al que pagó inicialmente como consecuencia de la reclamación de dicho tercero.

Si bien la lógica y función de este tipo de cláusulas es claro, en tanto que pretenden garantizar que los compradores no permitan (pasiva o negligentemente) que se acumule o incremente innecesariamente la cuantía de los daños indemnizables a cargo del vendedor es bastante común que los compradores se resistan a incluir este tipo de obligaciones, en tanto que podrían limitar su capacidad de recuperar las pérdidas.

H. Excepción por conocimiento previo del comprador (*anti-sandbagging provision*)

Este tipo de estipulaciones, conocidas en el derecho anglosajón como cláusulas '*anti-sandbagging*', suelen incluirse por los abogados de los vendedores en los contratos de compraventa a efecto de disuadir al comprador de presentar reclamaciones de indemnización con posterioridad al cierre de la operación, derivadas de falsedad en las declaraciones del vendedor, si el comprador ya tenía conocimiento de que dichas declaraciones eran falsas antes de la fecha de cierre.

El término '*sandbagging*', del que estas estipulaciones toman su nombre, tiene sus orígenes en el juego de póker, cuando un jugador realiza una jugada de '*sandbagging*' al ocultar información acerca de una mano fuerte, animando así a los demás a aumentar la apuesta. En el contexto de operaciones privadas de M&A, un comprador puede emplear una táctica similar al decidir ocultar información acerca de un posible incumplimiento de parte del vendedor que haya sido descubierto por el comprador durante la fase de revisión o auditoría legal (*due diligence*), y respecto del cual pretende beneficiarse con posterioridad al cierre, haciendo '*sandbagging*' al vendedor.

Así, las cláusulas *anti-sandbagging* están diseñadas para proteger al vendedor contra esta estrategia del comprador. Usualmente, estas estipulaciones exigen que el comprador confirme su desconocimiento de cualquier incumplimiento a las declaraciones del vendedor a la fecha de cierre, de forma que, si el comprador tiene tal conocimiento y no lo revela, se le prohibirá presentar reclamaciones respecto a dichos incumplimientos con posterioridad a la fecha de cierre. Otra manera en la que suelen incluirse estas estipulaciones es en la cláusula de indemnización, estableciéndose que el vendedor no será responsable de indemnizar al comprador por cualesquier daños o pérdidas que surjan como consecuencia de falsedad o inexactitud en las declaraciones del vendedor contenidas en el contrato, si el comprador tenía conocimiento de dicha falsedad o inexactitud antes de la fecha de cierre.

No obstante, la negociación de las cláusulas *anti-sandbagging* a menudo puede generar controversia. Los vendedores por lo general solicitan estas cláusulas con el fin de asegurarse que el comprador les comunique cualquier problema descubierto durante el *due diligence*, evitando así sorpresas o disputas legales después del cierre. Por otro lado, los compradores suelen oponerse a estas estipulaciones, argumentando que su conocimiento previo únicamente puede determinarse con base en la información que les fue revelada en los anexos de revelación del vendedor incluidos en el propio contrato de compraventa, y no tiene por qué incluir nada de la información que haya sido objeto del *due diligence*. Por ejemplo, si un vendedor revela la existencia de una demanda en los anexos de revelación del contrato de compraventa, el comprador claramente no podrá reclamar la existencia de un incumplimiento de parte del vendedor a la declaración que verse sobre la no existencia de litigios en contra de la sociedad objeto, toda vez que dicho litigio, al haber sido revelado en los anexos de revelación del contrato de compraventa, se encontraba exceptuado de dicha declaración.

Por esta razón, lo más común en operaciones de M&A en México es que el comprador establezca una cláusula de *sandbagging* o *pro-sandbagging*. Conforme a ésta cláusula, las declaraciones realizadas por el vendedor, así como el derecho del comprador a solicitar una indemnización respecto a las mismas, no se verán afectados ni se considerarán renunciados por parte del comprador, independientemente de cualquier investigación realizada por éste o en su nombre, o por el hecho de que el comprador o cualquiera de sus representantes hubiesen tenido conocimiento previo, o deberían haberlo tenido, de que dicha declaración pudiera ser falsa, incorrecta o inexacta. No obstante, lo anterior, en México debe tomarse en cuenta que dichas cláusulas, en caso de conflicto, pueden ser revisadas bajo el filtro del principio de buena fe contractual, según se menciona más adelante.

En el extraño supuesto de que el comprador, debido a su limitado poder de negociación, acceda a incluir una disposición de *anti-sandbagging*, es fundamental que busque definir con mucha claridad en el contrato de compraventa el significado del término 'conocimiento', a efecto de evitar que cualquier información que le haya sido revelada (o se le haya puesto a disposición) en la fase de *due diligence* se pueda considerar como conocida por el comprador.

Asimismo, si previo al cierre de la operación, el comprador descubre o conoce información que puede representar un riesgo para el comprador o para la sociedad objeto, es conveniente que busque incluir en el contrato de compraventa un derecho de indemnización específica (*specific indemnity*). Por ejemplo, si durante la fase de *due diligence* el comprador se percató de un litigio que puede afectar severamente a la sociedad, es conveniente que el comprador prevea un derecho especial de indemnización con respecto a este litigio en específico, aun cuando el mismo ya haya sido revelado por el comprador en los anexos de revelación del contrato. Como explicamos anteriormente, la lógica de esta indemnización específica es una cuestión de asignación de riesgos entre las partes, en donde, en la medida que la existencia de dicho litigio no haya sido contabilizada para la determinación del precio de compra, el comprador no tiene por qué asumir el riesgo de que el litigio se pierda con posterioridad a la fecha de cierre, toda vez que las circunstancias que originaron dicho litigio se dieron cuando la sociedad objeto era propiedad del vendedor.

Finalmente, un punto importante a determinar es qué sucede si las partes son omisas con respecto a las consecuencias que generará el conocimiento previo del comprador. Nuestro derecho no establece con claridad cuáles son las consecuencias jurídicas del silencio de las partes. Por un lado, Bejarano Sánchez sostiene que el silencio no produce efecto alguno en materia contractual.[35] Por otro lado, Fausto Rico argumenta que el silencio "puede manifestar tácitamente el consentimiento en algunos casos y que solo producirá efectos de Derecho cuando la ley o las partes lo determinen" (2018).[36] Asimismo, existen diversos precedentes judiciales respecto al silencio, sin embargo, ninguno de ellos constituye jurisprudencia firme y, por ende, no son vinculantes para los jueces al dirimir una controversia sobre este tema, aunque sí constituyen criterios interpretativos que pueden servir como base para la resolución de litigios posteriormente.

Por un lado, existe una tesis aislada que sostiene que el silencio debe interpretarse como un consentimiento tácito. Según este razonamiento, si un comprador no cuestiona una declaración falsa del vendedor, cuya falsedad conoce, en ausencia de una estipulación explícita en el contrato, se

[35] Véase a Bejarano Sánchez, M. (2011, pp. 52-53).

[36] Véase a Rico Álvarez, F., Garza Bandala, P., & Cohen Chicurel, M. (2018).

considera que ha consentido y no podría pedir una indemnización.[37] Este argumento se basa, según este precedente, en el principio de contradicción; "se presume el consentimiento, porque el disenso estaría en contradicción con los hechos; y el silencio produce obligación, cuando entre las partes existe una relación contractual continuada que, en su desarrollo progresivo, impone la obligación de responder."[38]

Sin embargo, otro precedente judicial señala lo contrario, argumentando que el silencio por sí solo no tiene efecto legal. Según este punto de vista, la inactividad no puede ser considerada como una aceptación, ya que simplemente representa la abstención de actuar o expresarse. Para que el silencio sea interpretado como aceptación, debe haber una ley o un acuerdo explícito que así lo especifique.[39]

Consideramos que en situaciones donde el comprador permanece en silencio, pero tiene conocimiento de la existencia de falsedad o inexactitud de las declaraciones del vendedor, y aun así celebra el contrato de compraventa y cierra la operación de adquisición de las acciones, será responsabilidad del vendedor demostrar que el comprador efectivamente conocía o estaba consciente de la falsedad de dicha declaración previo al cierre de la operación y que, por tanto, su firma del contrato constituye un consentimiento tácito.

Otro tema importante a considerar es que, en caso de demostrarse lo anterior, no podría configurarse el dolo del vendedor, toda vez que el dolo es un medio para inducir o mantener en el error, y el comprador que conocía la falsedad de la declaración no estaba en el error, pues éste se define como la falta de adecuación entre el pensamiento y la realidad. Más aún, en caso de demostrarse que el vendedor no tenía conocimiento de que la declaración que otorgó al comprador era falsa o inexacta, se podría configurar la mala fe del comprador, en tanto que disimuló el error del vendedor, una vez conocido, conforme a lo establecido en el artículo 1815 del Código Civil Federal.[40]

Finalmente, si tanto el vendedor como el comprador tenían conocimiento de que la declaración del vendedor era falsa, consideramos que no existiría ni dolo del vendedor ni mala fe del comprador, toda vez que ninguna de las partes incurrió en error. En este supuesto, similar a lo establecido en el artículo 1817 del Código Civil Federal, consideramos que sería cuestionable, pero argumentable, que ninguna de las partes pudiera demandar la nulidad del contrato o reclamar una indemnización a la otra.[41]

Otra forma de limitación de responsabilidad es que el vendedor puede negociar la definición de conocimiento (*knowledge*) limitándolo al conocimiento por ciertos funcionarios clave. Mientras que el comprador buscará ampliar dicha definición o negociar una eliminación (*scrape*) al momento de la determinación de incumplimientos o cuantificación de daños, en la misma forma como se explicó anteriormente el *materiality scrape*.

X. CONCLUSIONES

En este artículo hemos realizado un breve estudio y análisis con respecto a las cláusulas de indemnización en operaciones privadas de M&A en México. El propósito principal del artículo es ayudar a los estudiantes de derecho a comprender, con cierto nivel de profundidad, tanto la estructura general como el funcionamiento de estas cláusulas. Consideramos que familiarizarse con este tipo de cláusulas es crucial en el ejercicio del derecho corporativo, ya que entender la lógica detrás de estas cláusulas permitirá al abogado negociar para asegurar que exista una mejor asignación de riesgos en beneficio de sus clientes, protegiendo sus intereses y asegurando el éxito en las operaciones de compraventa de empresas.

---

37 Artículo 1803.-

> El consentimiento puede ser expreso o tácito, para ello se estará a lo siguiente:
>
> I.- Será expreso cuando la voluntad se manifiesta verbalmente, por escrito, por medios electrónicos, ópticos o por cualquier otra tecnología, o por signos inequívocos, y
>
> II.- El tácito resultará de hechos o de actos que lo presupongan o que autoricen a presumirlo, excepto en los casos en que por ley o por convenio la voluntad deba manifestarse expresamente (1928).

38 Véase a León Tovar, S. H. (2004).

39 Véase a Tribunales Colegiados de Circuitos (2012).

40 Artículo 1815.-

> Se entiende por dolo en los contratos, cualquiera sugestión o artificio que se emplee para inducir a error o mantener en él a alguno de los contratantes; y por mala fe, la disimulación del error de uno de los contratantes, una vez conocido (1928).

41 Artículo 1817.- Si ambas partes proceden con dolo, ninguna de ellas puede alegar la nulidad del acto o reclamarse indemnizaciones (1928).

Otro de los objetivos del artículo, quizá un poco más ambicioso, es el de fomentar la reflexión con respecto a la aplicabilidad y operatividad de las cláusulas de indemnización en los contratos de compraventa sujetos a derecho mexicano, procurando estimular más la investigación en este campo, del cual consideramos existe poca información disponible en México a pesar de la dinámica práctica mexicana y desarrollo del mercado desde hace años, sobre todo considerando que gran parte de la práctica de M&A en México está basada en precedentes del derecho anglosajón.

Es evidente que las cláusulas de indemnización no son elementos contractuales estáticos, sino que evolucionan con los cambiantes ambientes empresariales y paradigmas legales. La práctica de M&A en países como Estados Unidos e Inglaterra es claramente la que lleva la batuta en estos avances. Sin embargo, los abogados mexicanos no podemos quedarnos atrás en estos temas. Es importante que entendamos (i) cuál es la práctica común en el mercado en lo que respecta a las operaciones de M&A; (ii) en qué medida dichas prácticas son válida y legalmente aplicables en México conforme a nuestro derecho; y (iii) cómo podemos contribuir a la investigación de esta práctica de manera provechosa.

Cabe destacar que, en jurisdicciones como Estados Unidos e Inglaterra, diversos conceptos tratados en este artículo, tales como calificativos de materialidad, *baskets*, *caps*, *de minimis*, *survival periods*, entre otros, han sido analizados y ponderados repetidamente en los tribunales. Esto ha conducido a la formación de una amplia gama de precedentes judiciales, los cuales aportan claridad y certidumbre legal a las partes involucradas si emergen conflictos con posterioridad al cierre de una operación de M&A. Contrariamente, en México, nuestra realidad es distinta. Nos encontramos con una escasez de precedentes judiciales que versen sobre estos conceptos. La mayoría de las disputas en asuntos de M&A se suelen dirimir mediante arbitraje, una estrategia efectiva, pero que no genera precedentes de obligatorio cumplimiento y sus resoluciones usualmente quedan en el limbo de la confidencialidad. Esta situación refleja una necesidad imperante de explorar y fortalecer el marco legal en el ámbito de las operaciones de M&A en México.

Consideramos que dominar las complejidades de las cláusulas de indemnización requiere una comprensión que va más allá del mero conocimiento legal. Requiere una apreciación de la dinámica del negocio, la negociación y la gestión de riesgos. Esperamos que este trabajo provea una base sólida para que los estudiantes de derecho puedan navegar de manera más efectiva por el mundo multifacético de las cláusulas de indemnización en las operaciones privadas de M&A en México.

REFERENCIAS

Bejarano Sánchez, M. (2011). *Obligaciones Civiles* (6ta edición). Editorial Oxford.

Garrigues. (2021, abril). Cláusulas de 'sandbagging' y 'antisandbagging' en operaciones de M&A: ¿cómo están reguladas en Latinoamérica? Recuperado el 29 de junio de 2023, https://www.garrigues.com/sites/default/files/documents/clausulas_de_sandbagging_y_antisandbagging_en_operaciones_de_ma_como_estan_reguladas_en_latinoamerica.pdf

Foster Reed, S., Reed Lajoux, A., & Nesvold, H. P. (2007). *The art of M&A: A merger acquisition buyout guide* (4ta edición). McGrow-Hill.

León Tovar, S. H. (2004). *Contratos Mercantiles*. Editorial Oxford.

Practical Law Corporate & Securities (2023). *Indemnification Clauses in Private M&A Agreements*. https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/4-568-4787?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true

Quetglas, R. S. (2016). *Manual de Fusiones y adquisiciones de empresas*. Wolters Kluwer.

Rico Álvarez, F., Garza Bandala, P., & Cohen Chicurel, M. (2018). *Tratado Teórico-Práctico de derecho de obligaciones*. Editorial Porrúa.

Rico Álvarez, F., & Garza Bandala, P. (2018). *De los contratos civiles*. Editorial Porrúa.

Robles Farías, D. (2011). *Teoría general de las obligaciones*. Editorial Oxford.

Sánchez Medal, R. (2011). *De los contratos civiles*. Editorial Porrúa.

Sherman, A. J. (2018). *Mergers and Acquisitions from A to Z* (4ta edición). American Management Association.

LEGISLACIÓN, JURISPRUDENCIA Y OTROS DOCUMENTOS

Código Civil [CC], Diario Oficial de la Federación [DOF] 14-05-1928, últimas reformas DOF 24-12-2013 (Mex.).

Código de Comercio [CCom], Diario Oficial de la Federación [DOF] 07-10-1889, últimas reformas DOF 28-03-2018 (Mex.).

Suprema Corte de Justicia de la Nación (2022). Daños punitivos. no proceden indefectiblemente en cualquier caso de responsabilidad civil extracontractual (objetiva o subjetiva) como condición de una justa indemnización por daño moral. https://bj.scjn.gob.mx/doc/tesis/6Lvk04QBAeINReW6Kc43/%22Resarcimiento%22

Tribunales Colegiados de Circuitos (2009). Semanario Judicial de la Federación y su Gaceta. *Non adimpleti contractus*. sólo es admisible respecto de las obligaciones integrantes del *sinalagma* y no por cuanto hace a las ajenas a él. https://bj.scjn.gob.mx/doc/tesis/l_l0MHYBN_4klb4H2X1a/%22Derecho%20de%20usar%22

(2012). Semanario Judicial de la Federación y su Gaceta. Silencio contractual. Su significado y alcance. https://bj.scjn.gob.mx/doc/tesis/VfZsMHYBN_4klb4Hhcwa/2001040

10.18800/themis.202302.017

GUÍA PRÁCTICA PARA OPERACIONES DE M&A: LOS DOCUMENTOS DEL PROCESO PREVIO AL SPA Y SUS SECCIONES MÁS RELEVANTES

PRACTICAL GUIDE FOR M&A TRANSACTIONS: THE PRE-SPA PROCESS DOCUMENTS AND THEIR MOST RELEVANT SECTIONS

Maria Angélica Meneses Battifora*
Rodrigo, Elías & Medrano Abogados

The purpose of this article is to enable the reader to understand the key steps prior to the Share Purchase Agreement (SPA) from a target company (seller) to the interested company (buyer). The documents required for this potential transfer have essential characteristics that must be respected throughout the procedure. The author establishes a breaking point in the non-binding and binding nature of the documents, as well as makes special mention of the faculties and obligations of the parties during the negotiations.

Keywords: Shares; share purchase agreement; documents; procedure; negotiation.

El presente artículo tiene como objetivo que el lector pueda comprender las etapas clave previas a la compraventa de acciones de una empresa target *(vendedor) hacia la empresa interesada (comprador). Los documentos necesarios para esta potencial transferencia tienen características esenciales que deben respetarse a lo largo del procedimiento. La autora establece un punto de quiebre en la no vinculatoriedad y la vinculatoriedad de los mismos, así como hace especial mención a las facultades y obligaciones de las partes en el curso de las negociaciones.*

Palabras clave: Acciones; compraventa; documentos; procedimiento; negociación.

* Abogada. Asistente de cátedra en la Pontificia Universidad Católica del Perú (PUCP) (Lima, Perú). Asociada del estudio Rodrigo, Elías & Medrado Abogados. Contacto: mmeneses@estudiorodrigo.com

Nota del Editor: El presente artículo fue recibido por el Consejo Ejecutivo de THĒMIS-Revista de Derecho el 10 de septiembre de 2023, y aceptado por el mismo el 20 de octubre de 2023.

I. INTRODUCCIÓN

Las operaciones de fusiones y adquisiciones, conocidas como 'M&A' (por sus siglas en inglés) se caracterizan por ser transacciones de alta complejidad que involucran a múltiples especialistas, entre ellos abogados y asesores financieros, quienes desempeñan un rol fundamental en su desarrollo exitoso. En este contexto, los abogados asumen una responsabilidad clave al, entre otros[1], encargarse de la elaboración y negociación de los documentos que conforman la transacción, los cuales tienen la tarea de plasmar de manera precisa y completa los acuerdos alcanzados entre las partes involucradas. Estos documentos, que suelen abarcar aspectos legales, financieros, comerciales y operativos, son una pieza fundamental de la transacción pues garantizan que se cumplan las condiciones y términos acordados por el comprador y vendedor, proporcionando así seguridad y protección a todas las partes involucradas en el proceso.

Si bien el contrato de compraventa de acciones, conocido como 'SPA' (por sus siglas en inglés) es el documento central en una compraventa de acciones, ya que representa el acuerdo definitivo mediante el cual el comprador adquiere del vendedor las acciones, en la etapa previa a la negociación y firma del SPA de los procesos competitivos existen documentos adicionales que revisten especial importancia para las partes. En este punto, resulta trascendental notar que cada transacción de M&A es única y puede requerir una combinación específica de documentos, adaptados a las necesidades y objetivos particulares de las partes involucradas. Sin embargo, existen ciertos documentos que se encuentran presentes de manera frecuente en la mayoría de las operaciones de M&A que ocurren en el marco de un proceso competitivo.

Considerando lo anterior, es importante recalcar que el propósito de este artículo no es realizar una lista exhaustiva de todos los documentos que potencialmente podrían ser necesarios en una operación de M&A, sino brindar a los lectores una guía práctica y útil que incluya los documentos clave para llevar a cabo una operación de compraventa de acciones en un proceso competitivo.

Antes de sumergirnos en el mundo de los documentos del proceso previo al SPA, es fundamental dar un paso hacia atrás y hacer un breve recuento sobre las operaciones de M&A.

II. LAS OPERACIONES DE M&A

Las operaciones de M&A que acarrean una toma de control implican la combinación o consolidación de ciertos activos productivos de uno o más negocios bajo el control conjunto de un equipo directivo con el fin de, entre otros, generar sinergias, aprovechar oportunidades estratégicas y potenciar el crecimiento.

Es de notar que, en principio, la propiedad sobre un activo origina un derecho de control sobre ese activo, y la propiedad de un paquete de más del sesenta por ciento (60%)[2] de las acciones de una sociedad también genera control sobre los activos de esa sociedad. Pero el control también puede ser adquirido mediante otros medios, como los convenios de accionistas o mediante la adquisición de un paquete minoritario de acciones en una sociedad con accionariado fragmentado.

Las operaciones que implican una toma de control pueden adoptar la forma de una adquisición de activos o de una adquisición de acciones. Si bien en este artículo al referirnos al término 'M&A' estaremos haciendo referencia a la última forma mencionada, resulta esencial proporcionar una breve descripción de ambas modalidades.

A. Adquisición de activos

La adquisición de activos es la modalidad a través de la cual se obtiene el control de un negocio a través de la compra de sus activos. Esta se lleva a cabo siguiendo formalidades que dependen de los activos específicos que se estén adquiriendo.

Una de las ventajas de la adquisición de activos es la posibilidad de seleccionar específicamente los activos y/o pasivos deseados, lo cual se conoce como *'cherry-picking'*. Al tener la opción de elegir selectivamente los activos y/o pasivos, se reduce la probabilidad de asumir pasivos ocultos o contingentes, lo cual disminuye el riesgo para el comprador. Además, tener control sobre la exposición al riesgo permite negociar un precio más favorable, ya que se puede evaluar y considerar de manera precisa el valor y la calidad de los activos específicos que se adquirirán.

No obstante, la adquisición de activos también puede acarrear ciertas desventajas. Una de ellas es la carga tributaria, ya que la transferencia de

[1] Además de los documentos de la transacción, los abogados se encargan, entre otras funciones, de realizar el *due diligence* legal de la *target.*

[2] Esto pues, de acuerdo con el artículo 126 de la Ley General de Sociedades, para adoptar válidamente acuerdos que requieren *quorum* calificado en segunda convocatoria se requiere únicamente la concurrencia de 3/5 de las acciones con derecho a voto.

activos entre empresas está sujeta al Impuesto General a las Ventas (en adelante, IGV). Además, es importante tener en cuenta que la transferencia de activos significativos[3] de empresas peruanas requiere la aprobación de la Junta General de Accionistas. Adicionalmente, tanto los accionistas minoritarios[4] como los acreedores[5] tienen la posibilidad de objetar la transferencia de activos propuesta. Cabe también mencionar que, en caso los activos materia de la adquisición cuenten con licencias o autorizaciones, el traspaso de estas puede requerir la aprobación del Estado u otras entidades gubernamentales, lo cual puede conllevar a que el proceso de implementación de la transferencia de activos sea más prolongado y complejo que otras formas de adquisición de control.

Además, en caso de optar por una adquisición de activos, es de trascendental importancia tener en consideración tanto los potenciales efectos de la persecutoriedad laboral de activos[6] como de la responsabilidad tributaria solidaria del adquirente de los activos[7].

B. Adquisición de acciones

Existen diversas formas de adquirir acciones de una empresa (la '*target*'), como a través del mercado abierto, mediante una oferta pública de adquisición o mediante emisiones directas de acciones. La adquisición de acciones a través del mercado abierto implica comprar directamente las acciones de los propietarios a través de transacciones individuales. Por otro lado, la oferta pública es una oferta realizada de forma pública y dirigida a todos los accionistas mediante un proceso regulado para adquirir acciones en el mercado de valores. En el caso de las emisiones directas, la *target* emite nuevas acciones mediante un aumento de capital específicamente para la operación de adquisición de acciones. Es de notar que, la emisión de acciones importa la necesaria participación de la *target.*

La adquisición de acciones ofrece diversas ventajas, como la eficiencia, pues mediante una sola operación, se asume el control de todas las relaciones de la empresa de manera integral. Asimismo, esta modalidad de adquisición no está sujeta al IGV[8]. Por otro lado, entre las desventajas se suele destacar el mayor riesgo asociado a la adquisición de acciones, ya que existe la posibilidad de asumir la responsabilidad por pasivos ocultos y contingencias que puedan surgir en el futuro. Además, se suele presentar una mayor complejidad en términos de negociación del precio y de la implementación de mecanismos contractuales de cobertura.

Adicionalmente, el proceso de adquisición de acciones puede adoptar dos enfoques distintos: uno exclusivo, caracterizado por una negociación bilateral con un único potencial comprador previamente identificado; o bien, puede seguir un proceso competitivo en el que se organiza una subasta dirigida a un grupo de posibles compradores. El proceso exclusivo resulta óptimo cuando existe un potencial comprador altamente prometedor, lo que aumenta las probabilidades de éxito. Por su parte, el enfoque competitivo se recomienda cuando se cuentan con múltiples candidatos identificables.

Por un lado, el enfoque exclusivo ofrece ventajas como una mayor confidencialidad, la posibilidad de un proceso más rápido y un impacto menor en las operaciones del negocio la *target*. Por otro lado, entre las ventajas del enfoque competitivo se encuentran la oportunidad de obtener un precio más favorable al seleccionar al mejor postor, así como la posibilidad de atraer a compradores más decididos en términos de precios y condiciones. No obstante, el enfoque exclusivo conlleva a asumir riesgos, como no maximizar el precio o los beneficios para el vendedor, además de un mayor riesgo de que la transacción no se concrete. En el caso del enfoque competitivo, la identificación cuidadosa de los compradores potenciales resulta crucial tanto por cuestiones de confidencialidad como por la probabilidad de éxito de la transacción. Es importante mencionar que en el enfoque competitivo suele ser necesario contratar asesores financieros para garantizar una adecuada gestión del proceso.

3 La referencia a activos significativos implica aquellos que tienen un valor contable mayor al 50% del capital social de una sociedad, cuya enajenación, de acuerdo al artículo 115 de la Ley General de Sociedades debe ser aprobada por la Junta General de Accionistas.

4 Los accionistas minoritarios pueden plantear objeciones en cuanto a la valorización de los activos durante el proceso de transferencia.

5 Si la transferencia de activos genera un deterioro en la garantía de sus créditos, los acreedores pueden oponerse a la transacción.

6 El artículo 3 del Decreto Legislativo 856, regula la persecutoriedad de los créditos laborales.

7 De acuerdo con artículo 17 del Código Tributario, los adquirentes de activos de empresas son responsables solidarios.

8 De acuerdo con el Reglamento de la Ley del Impuesto General a las Ventas, las acciones emitidas por una sociedad no se consideran como 'bienes muebles' para efecto del IGV.

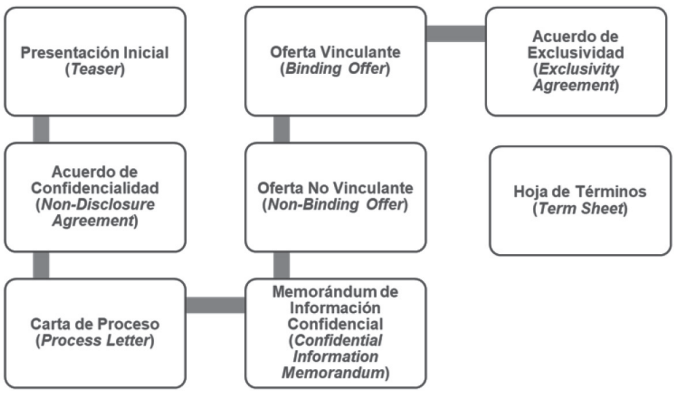
Para efectos de este artículo, cuando hablamos de adquisición de acciones, nos referimos específicamente a la modalidad de mercado abierto en un proceso competitivo.

III. DOCUMENTOS DEL PROCESO PREVIO AL SPA Y SUS SECCIONES MÁS RELEVANTES

Los procesos competitivos de M&A constan de múltiples etapas diseñadas para seleccionar al mejor postor. Esto involucra el trabajo conjunto de los asesores financieros con los asesores legales en la elaboración y negociación de diversos documentos antes de la negociación y firma del SPA.

A continuación, se detallan los documentos que comúnmente están presentes en estos procesos, los cuales se describirán en detalle posteriormente:

Figura 1: Etapas previas al SPA



Fuente: Elaboración propia

A. Presentación inicial (*Teaser*)

La 'presentación inicial', también conocida como 'perfil ciego' o *'teaser'* en inglés, es un documento muy conciso, generalmente redactado en una extensión de una a cinco páginas, a través del cual se presenta al mercado la oportunidad de inversión sin revelar la identidad de la *target* ni el precio. El objetivo del perfil ciego es captar el interés de potenciales compradores sin develar información confidencial. Este no es un documento que está sujeto a negociación entre las partes, sino que es proporcionado por los asesores del vendedor a los potenciales interesados para despertar su curiosidad por la operación.

Por lo general, el nombre del *target* no se incluye en el *teaser*, pero sí se proporciona información de carácter general sobre la industria, el negocio y la posición en el mercado. Tampoco se incluyen detalles financieros y estratégicos confidenciales, ya que estos se reservan para etapas posteriores del proceso, cuando los potenciales compradores han demostrado un nivel suficiente de interés y compromiso con la transacción. Las secciones más relevantes de la presentación inicial son las siguientes:

1. Detalle de la industria

En esta sección, se brinda información sobre la industria en la que opera la *target* para que los potenciales compradores puedan evaluar si la industria es congruente con sus intereses y estrategias comerciales. Además de proporcionar datos relevantes sobre la industria en términos de tamaño, tendencias y dinámicas del mercado, se destacan los principales impulsores del crecimiento y los desafíos que enfrenta.

2. Aproximación a la *target*

Se incluye información sobre la naturaleza del negocio y el tipo de productos o servicios que brinda la empresa. Con el objetivo de preservar la confidencialidad, se debe evitar el uso directo de información extraída de la página web de la *target.* Adicionalmente, se debe brindar información sobre la ubicación geográfica de la misma y su perfil financiero pues muchos inversionistas están interesados solo en empresas que cumplan con ciertos parámetros financieros específicos. En esta sección, es trascendental destacar aquellos atributos que distinguen a la *target* de otras empresas de la misma industria. Estas diferenciaciones constituyen las razones fundamentales por las cuales invertir en este negocio es preferible en comparación con opciones similares y denotan la propuesta de valor de la transacción.

3. Estructura de la transacción

En este apartado se debe precisar de manera general cómo se pretende llevar a cabo la transacción. Se detalla si la intención del vendedor es

transferir la totalidad de las acciones emitidas por la *target*, si se considera la venta de una participación minoritaria o si, por el contrario, la estructura es flexible y susceptible de negociación con los potenciales compradores.

4. Información de contacto

Dado que la información de la *target* se mantiene en confidencialidad, el *teaser* debe incluir la información de contacto de los asesores que están llevando a cabo el proceso. Esto permitirá a los interesados obtener cualquier información o aclaración que puedan requerir sin develar la identidad de la *target.*

B. Acuerdo de confidencialidad (*Non-disclosure agreement*)

Luego de revisar el *teaser*, aquellos interesados en la transacción deben suscribir el 'Acuerdo de confidencialidad' o 'NDA', (por sus siglas en inglés). La firma de este acuerdo les permitirá acceder a la información sensible del proceso, lo cual incluye la identidad de la *target.* Mediante la suscripción del NDA los potenciales compradores se obligan a utilizar la información proporcionada solo para efectos de evaluar la operación y a no revelar la información proporcionada en el marco del proceso para así resguardar la integridad de la *target.*

Por lo general, el Acuerdo de confidencialidad suele estar sujeto a revisiones, comentarios y negociación entre la parte reveladora de la información, es decir, el vendedor, y la parte receptora de la información, esto es, el potencial comprador, ya que ambas buscan proteger sus propios intereses. Dentro de las cláusulas más significativas del NDA están las siguientes:

1. Definición de información confidencial

¿Cuál es esta información que reviste tal importancia que merece ser protegida? Mientras los abogados de la parte reveladora tienden a buscar que la definición de información confidencial tenga un alcance amplio, los abogados del comprador buscarán una definición más acotada. Usualmente, este término incluye toda la información que sea compartida por la parte reveladora, sea de manera electrónica, física o en reuniones, a la parte receptora. Esto incluye información de todos los aspectos de la transacción y de la *target*, incluyendo los financieros, comerciales, legales, entre otros.

2. Excepciones al deber de confidencialidad

Generalmente se excluye cierta información que, aunque podría encajar en la definición mencionada en el párrafo anterior, no está sujeta al deber de confidencialidad. Esto puede abarcar: (i) información de dominio público; (ii) información recibida por la parte receptora de un tercero que no está sujeto a un deber de confidencialidad; e (iii) información que la parte receptora poseía legítimamente antes de firmar el NDA. Además, se suele dejar en claro que el deber de confidencialidad no puede oponerse a la parte receptora si la divulgación de la información es requerida por una autoridad gubernamental en el marco de una ley o proceso legal. No obstante, en caso de que se presente alguna de estas situaciones, resulta esencial que la parte receptora se lo notifique a la parte reveladora y que esta tome las precauciones necesarias para proteger la información sensible que fue previamente otorgada.

3. Plazo del deber de confidencialidad

Si bien la parte reveladora puede preferir que el plazo del deber de confidencialidad sea lo más extenso posible, ninguna parte receptora estaría dispuesta a aceptar una obligación de confidencialidad indefinida. Por esta razón resulta crucial que ambas partes lleguen a un consenso sobre un plazo razonable, el cual podría ser un periodo de tiempo definido o hasta la conclusión de la transacción, en caso de que esta se concrete. ¿Qué debe ocurrir con la información confidencial entregada si la transacción no se lleva a cabo? Usualmente se establece en el NDA que toda la información suministrada debe ser eliminada y/o destruida de forma segura.

4. Obligatoriedad del acuerdo

Por un lado, resulta esencial para la parte reveladora asegurarse que lo estipulado en el NDA sea de obligatorio cumplimiento para la parte receptora, y que el incumplimiento del deber de confidencialidad acarree consecuencias. Por otro lado, es igualmente relevante dejar claro que el Acuerdo de confidencialidad no impone a las partes la obligación de negociar ni, mucho menos, de perfeccionar la transacción. El propósito fundamental del NDA radica en establecer un entorno seguro para explorar la posibilidad de inversión, sin forjar un compromiso vinculante entre la parte reveladora y la parte receptora.

C. Carta de proceso (*Process letter*)

Después de que los interesados hayan firmado el Acuerdo de confidencialidad, los asesores del vendedor proceden a enviarles la carta de proceso. En este documento, se detalla los términos y condiciones aplicables al proceso de venta. La mencionada carta es acompañada por el Me-

morándum de información confidencial, que se detalla en el apartado siguiente, así como también el modelo financiero. A través de este documento, el vendedor suele extender una invitación a los interesados para que, una vez que hayan revisado el Memorándum de Información Confidencial, procedan a presentar una oferta no vinculante.

Es relevante destacar que la carta de proceso no es un documento sujeto a negociación entre las partes. Por el contrario, es suministrado por los asesores del vendedor a los posibles compradores que han suscrito el Acuerdo de confidencialidad con la función de establecer de manera transparente las directrices que regirán el proceso de venta. Las secciones más significativas de la carta de proceso son las siguientes:

1. Cronograma y fechas importantes

Dado que en esta etapa todavía suele haber varios postores, es de suma importancia para todas las partes involucradas asegurarse de que el proceso competitivo se desarrolle de manera ordenada. Con este propósito, la carta de proceso establece un cronograma detallado con fechas cruciales para diversas fases dentro del proceso. Esto abarca la presentación de ofertas no vinculantes, la revisión de documentación y otras etapas clave. A pesar de que en la práctica en ciertos procesos es posible que algunos postores soliciten extensiones de plazos, inicialmente son los vendedores quienes establecen estas fechas. La carta de proceso busca brindar claridad y estructura al proceso competitivo, permitiendo a todos los postores entender las etapas temporales y cumplir con los plazos establecidos.

2. *Due diligence* y acceso a la información

En esta sección se proporcionan los detalles relativos a la realización del proceso *due diligence* que los postores deberán llevar a cabo para tomar decisiones en etapas posteriores de la transacción. Además, se presentan las directrices sobre cómo las partes interesadas podrán acceder a la información pertinente relacionada con la *target,* lo cual generalmente se hace a través de un *virtual data room;* y, se especifica qué tipo de información estará disponible. Es fundamental también establecer cómo se manejarán las preguntas o solicitudes adicionales que puedan surgir por parte de los postores con relación a la documentación proporcionada, así como los plazos dentro de los cuales deberán llevar a cabo su proceso de *due diligence*. La intención es otorgar claridad sobre el flujo de comunicación y asegurar que todas las partes tengan la oportunidad de realizar las evaluaciones necesarias mientras se mantiene la eficiencia del proceso.

3. Sobre las ofertas no vinculantes

Dado que la carta de proceso convoca a los interesados a presentar sus ofertas no vinculantes, es esencial detallar la manera en que los interesados deben presentar sus propuestas y establecer los requisitos mínimos de información que deben contener. Dado que esta etapa es parte de un proceso competitivo se anticipa la presentación de múltiples ofertas, resulta igualmente relevante destacar los criterios que serán empleados para evaluar y comparar las ofertas presentadas.

4. Negociaciones

Con el fin de fomentar la previsibilidad y optimizar la eficiencia del desarrollo de las etapas, la carta de proceso establece las pautas fundamentales para las negociaciones relacionadas con la transacción con los posibles compradores. A modo de ilustración, podría indicarse si el vendedor anticipa un número específico de rondas de negociación para el SPA. Esta disposición tiene como finalidad asegurar que el proceso sea lo más efectivo posible.

D. Memorándum de información confidencial *(Confidential information memorandum)*

Para que los interesados puedan tomar una decisión informada sobre si desean o no presentar una 'oferta no vinculante', estos deben disponer de información suficiente acerca de la *target.* Con este propósito, los asesores del vendedor proporcionan, junto con la carta de proceso, el Memorándum de Información confidencial, conocido también como 'CIM' (por sus siglas en inglés). El CIM representa un compendio exhaustivo a través del cual se suministra información pertinente y completa sobre la *target* y sus activos a los potenciales compradores, a fin de que puedan llevar a cabo una evaluación preliminar de la transacción.

Todo el contenido incluido en este documento goza de carácter confidencial y debe encontrarse protegido por el Acuerdo de confidencialidad suscrito entre las partes. Los asesores financieros suelen elaborar el CIM, en colaboración de los asesores legales para las secciones que resulten pertinentes. El CIM no es un documento objeto de negociación entre las partes, ya que su propósito principal radica en proporcionar información sobre la *target* sin necesidad de establecer acuerdos específicos para la transacción. Este documento no incluye el precio de venta de la *target*, pues parte de su finalidad es incentivar a los postores a presentar precios en sus ofertas no vinculantes para

obtener la valoración máxima en beneficio del vendedor. Entre las secciones más relevantes del Memorándum de información confidencial están las siguientes:

1. Resumen ejecutivo

El resumen ejecutivo engloba información crucial sobre el proceso para facilitar el envío de las ofertas no vinculantes. En esta breve sección, se reitera la información de contacto ya presentada en el *teaser* y, por lo general, se establece explícitamente que los oferentes deben abstenerse de contactar directamente a la *target* o el vendedor, ya que esta comunicación tiende a ser gestionada por asesores financieros. Además, esta sección abarca el alcance de la transacción y proporciona un breve perfil de la *target*, que encapsula, de manera sucinta, sus principales cifras, ventajas competitivas y desempeño financieros.

2. Tesis de inversión

Esta sección es un componente esencial del CIM que presenta a los postores las razones y argumentos por los cuales deben invertir en la *target*. Es trascendental que esta sección esté respaldada con datos sólidos y análisis fundamentado. Para dichos efectos, es usual resaltar las ventajas competitivas de la *target*, tales como productos distintivos o tecnología única en su género. Además, es recomendable destacar los logros obtenidos en términos financieros y operativos.

3. Descripción del panorama macroeconómico y de la industria de la *target*

Con el objetivo de presentar perspectivas tanto en términos absolutos como comparativos, es común incorporar datos históricos y proyectados de indicadores macroeconómicos tanto del país donde opera la *target* como de otros países relevantes. Adicionalmente, en caso de que se presenten eventos adversos en el horizonte macroeconómico, es habitual incorporar información y análisis de entidades de renombre que delineen posibles escenarios y medidas de mitigación. Respecto a la industria, es típico incluir una descripción detallada de la cadena de valor del producto o servicio ofrecido por la *target*. Este componente educativo es esencial para los inversionistas financieros que podrían carecer de experiencia en el funcionamiento de un sector específico. Por último, aunque no menos relevante, se proporciona un análisis competitivo que compara a la empresa objetivo con sus principales competidores. Esta sección brinda a los inversionistas una comprensión profunda de la posición de la *target* con relación a otros actores del mercado.

4. Descripción de la *target* y proyecciones financieras

La descripción de la *target* y las proyecciones financieras representan la sección más amplia y detallada del CIM. En esta parte, se profundiza en los aspectos operativos, la infraestructura disponible y los activos muebles clave, como la maquinaria, así como los activos inmobiliarios, como terrenos y edificaciones. En ciertos casos, es posible añadir perfiles biográficos de la plana general de la empresa, especialmente en situaciones donde la *target* cuenta con un equipo de gestión que se anticipa a continuar dirigiendo las operaciones tras el cierre de la transacción. Asimismo, se ofrece un resumen de los logros financieros pasados, poniendo en relieve el sólido desempeño de la *target*. Además, se incorpora un compendio de las proyecciones operativas y financieras de la empresa objetivo. Estas proyecciones deben abarcar un periodo de tiempo apropiado que permita a los postores evaluar con mayor certeza a la *target* y su capacidad para generar rendimiento y sinergias.

E. Oferta no vinculante (*Non-binding offer*)

Luego de haber revisado el CIM a detenimiento y con el propósito de avanzar hacia una etapa más avanzada del proceso, donde se puede llevar a cabo el proceso de *due diligence*, los postores interesados presentan su 'oferta no vinculante', comúnmente referida como 'NBO' (según sus siglas en inglés). A través del NBO, los postores detallan su oferta inicial, junto con términos, condiciones y asunciones preliminares. Es importante resaltar que esta oferta no crea una obligación vinculante para concretar la transacción. En cambio, el NBO actúa como un medio para expresar interés y continuar las conversaciones y negociaciones con el vendedor.

Dado que en esta fase del proceso competitivo todavía se encuentran involucrados múltiples postores, el NBO desempeña un papel esencial para evaluar si las expectativas del vendedor y las del potencial comprador están alineadas. Es fundamental que el potencial comprador, a través de su NBO, pueda diferenciarse entre los demás postores, convirtiendo su oferta en la más atractiva para el vendedor. Además, el NBO permite demostrar que el comprador potencial es capaz de cumplir con los requisitos delineados por el vendedor en la carta de proceso.

1. Precio

En el NBO el postor debe especificar el precio que está dispuesto a pagar por la adquisición de las acciones de la *target*. Este precio puede ser un valor

determinado o un rango de precios, sujeto a ciertas variables. Dado que en esta etapa el vendedor posiblemente recibirá múltiples ofertas no vinculantes, es fundamental que pueda analizar cuál de ellas le brinda las condiciones más favorables en términos de precio. Para lograrlo, cada postor puede detallar en su NBO las suposiciones que respaldan el precio propuesto.

2. Condiciones de la oferta

Como al presentar sus ofertas no vinculantes los postores siguen en una etapa preliminar del proceso competitivo, es crucial que detallen las condiciones bajo las cuales están presentando su oferta. Una condición común en esta etapa es la realización del proceso de *due diligence* para determinar si existen alguna contingencia que pueda afectar la viabilidad de la transacción para el postor.

3. Tiempos estimados

Para que el vendedor pueda evaluar y comparar a los posibles postores de manera efectiva, es fundamental conocer la capacidad de cada uno de ellos para cumplir con el cronograma establecido en la carta de proceso. Por lo tanto, resulta esencial que en el NBO se describa de manera clara y precisa cualquier asunto relacionado con la transacción que pueda influir en los plazos propuestos.

4. No obligatoriedad

Como bien lo indica su nombre, el NBO es un documento que no goza de obligatoriedad. No obstante, es posible que algunas secciones, como las relacionadas con la confidencialidad, sí tengan carácter vinculante. Por lo tanto, resulta esencial especificar claramente qué secciones del documento son vinculantes y cuáles no lo son. Dado que el NBO que no genera la obligación de llevar a cabo la transacción, es importante que el postor tenga la opción de retirarse del proceso competitivo en cualquier momento.

F. Oferta vinculante (*Binding offer*)

Si el NBO presentado por el postor es aceptado y el postor se encuentra satisfecho con la *target* luego de la realización de su *due diligence*, este procederá a enviar una oferta vinculante, 'BO' (por sus siglas en inglés), para seguir adelante con la transacción. La BO podría contemplar términos distintos a los incluidos en la NBO en caso de que el postor identifique contingencias o aspectos inesperados durante su proceso de debida diligencia. Sin embargo, una vez que el vendedor acepte la BO, los términos indicados en la misma son de obligatorio cumplimiento para el postor.

En este sentido, la BO marca un punto crucial en el proceso de M&A pues establece un compromiso legal y vinculante para las partes. Esto no quiere decir que necesariamente el postor ha ganado la exclusividad en el proceso, pues es usual que un proceso competitivo siga teniendo varios postores en esta etapa del proceso.

1. Precio y términos de pago

Aunque en documentos anteriores el oferente ya ha señalado el precio que estaría dispuesto a pagar por las acciones de la *target*, es imperativo que este precio se consigne en la BO. Hasta este momento, el precio mencionado era de carácter puramente indicativo. Sin embargo, al incluirlo en dicho documento, el oferente asume una obligación legal de respetar dicho precio durante el proceso. Además, se establecen de manera vinculante los detalles sobre cómo se efectuarán los pagos correspondientes al precio acordado.

2. Condiciones

El hecho de presentar una BO no implica que el potencial comprador vaya a garantizar el cierre de la transacción. Esto se debe a que pueden existir ciertas condiciones externas al potencial comprador que son necesarias para completar la operación. Un ejemplo de esto es la aprobación de control de concentraciones por parte del Instituto Nacional de Defensa de la Competencia y de la Protección de la Propiedad Intelectual (en adelante, Indecopi), en caso de que la transacción cumpla con los umbrales regulados en la normativa correspondiente.

3. Obligatoriedad

Es fundamental que quede claramente establecido en la **oferta vinculante** que esta es de cumplimiento obligatorio por parte del potencial comprador. Esto significa que, una vez presentada y aceptada, la oferta se convierte en un compromiso legal vinculante para el potencial comprador, estando así obligado a cumplir los términos y condiciones pactados.

4. Borrador del SPA

Suele suceder que el vendedor envía un primer borrador del SPA a los postores para que estos lo revisen y envíen sus comentarios junto con la **oferta vinculante**. Esto permite al vendedor evaluar con cuál postor comparte más similitudes en términos de las condiciones de la transacción y, por lo tanto, determinar con quién es más probable que se concrete la operación.

G. Acuerdo de exclusividad (*Exclusivity agreement*)

A través del acuerdo de exclusividad, el vendedor se compromete a abstenerse de entablar negociaciones o buscar ofertas por parte de terceros mientras se encuentran en desarrollo las conversaciones con un potencial comprador durante un periodo de tiempo determinado. Este tipo de acuerdos proporciona una garantía al potencial comprador al salvaguardar sus intereses mientras este continúa realizando esfuerzos, como inversión en tiempo, capital humano y dinero, para llevar a cabo la transacción de manera exitosa.

Normalmente en un proceso competitivo, el acuerdo de exclusividad se suscribe en una etapa avanzada del proceso y solo después de que el vendedor haya logrado identificar al mejor postor. Es posible también que en un proceso competitivo el vendedor opte por no otorgar exclusividad a ninguno de los postores y decida negociar el SPA simultáneamente con varios postores. En este escenario, los postores tendrán que evaluar si vale la pena seguir invirtiendo recursos a pesar de la posibilidad de que el vendedor opte por otro postor en una etapa avanzada. Dadas las diferencias de intereses, el Acuerdo de exclusividad tiende a ser objeto de negociaciones entre el potencial postor y el vendedor. Dentro de las cláusulas más relevantes están las siguientes:

1. Duración de periodo de exclusividad

La duración de la exclusividad otorgada por el vendedor es un aspecto trascendental. En este punto, el potencial comprador y el vendedor a menudo tienen intereses contrapuestos. Por un lado, el potencial comprador suele estar interesado en obtener un periodo de exclusividad prolongado, incluso durante toda la duración de la transacción, es decir, hasta la firma del SPA. Por otro lado, el vendedor podría preferir negociar un periodo de exclusividad más breve que le permita continuar el proceso con otros postores en caso de que la transacción no avance de acuerdo con sus expectativas.

2. Alcance de la obligación

¿Qué tipos de operaciones estarán protegidas por el deber de exclusividad? Es primordial que la respuesta a esta pregunta quede claramente esclarecida en el Acuerdo de exclusividad. Por ejemplo, si la *target* posee un principal activo productivo, y el Acuerdo de exclusividad se limita exclusivamente a regular la compra de la totalidad de las acciones de la *target*, podría darse la paradoja de que el vendedor negocie la venta del activo productivo de la *target* con otro postor sin infringir las obligaciones pactadas en este acuerdo.

3. Obligaciones de las partes

Si bien la obligación principal de este acuerdo es el otorgamiento de la exclusividad por parte del vendedor a favor del potencial comprador, es posible que se establezcan obligaciones adicionales para garantizar la efectividad de la exclusividad durante su periodo de vigencia. Esto puede implicar acuerdos sobre cómo deben llevarse a cabo las negociaciones o el proceso *de due diligence*, así como la obligación del vendedor de comunicar al potencial comprador cuando reciba alguna oferta de un tercero.

4. Incumplimientos

Se deben consecuencias claras en caso de incumplimiento de cualquiera de las partes en relación con las obligaciones acordadas. A manera de ejemplo, el vendedor podría solicitar que, en caso de incumplimiento por parte del potencial comprador, el Acuerdo de exclusividad se resuelva automáticamente. En cambio, el posible comprador podría requerir que, en caso de que el vendedor no cumpla con su deber de exclusividad, se le indemnice por los costos incurridos para llevar a cabo la transacción durante el periodo de exclusividad.

H. Hoja de términos (*Term sheet*)

El *'term sheet',* también conocido como '*letter of intent'*, suele ser un documento no vinculante que establece los términos y condiciones principales sobre los cuales las partes acuerdan negociar de buena fe. En este se describen puntos esenciales de entendimiento comercial en torno a los cuales se estructurará la transacción; y, por tanto, sirve como un marco de referencia previamente acordado para las negociaciones del SPA. Sin embargo, este documento no tiene la intención de abarcar todos los detalles de la transacción ni sugiere redacciones específicas para el SPA.

Es importante destacar que el *term sheet* por sí solo no constituye una oferta ni un compromiso legal por parte de los firmantes para llevar a cabo algún acuerdo. Este documento facilita la negociación del SPA, al dejar en claro las principales expectativas de ambas partes que deben ser plasmadas en el documento definitivo. Como en este se establece el marco para las negociaciones del SPA, es común que sea objeto de intensas negociaciones entre las partes. Entre sus cláusulas más relevantes, se incluyen las siguientes:

1. Firma y cierre

¿La transacción se llevará a cabo con firma y cierre simultáneos o se anticipa un lapso de tiempo entre la firma y el cierre? En caso de un cierre diferido, ¿qué condiciones deben cumplirse para efectuarlo? Es crucial que el *term sheet* describa con claridad la estructura propuesta para la firma y el cierre de la transacción. Además, generalmente se incluyen plazos estimados o máximos para la ocurrencia de estos dos eventos.

2. Naturaleza vinculante de ciertos aspectos

Si bien el *term sheet* en sí suele ser un documento no vinculante, es importante destacar que este sí puede contener cláusulas específicas que de carácter vinculante. Algunos ejemplos de cláusulas que razonablemente se espera que tengan carácter vinculante son aquellas relacionadas con la elección de la ley aplicable y la jurisdicción, la exclusividad y la confidencialidad.

3. Declaraciones y garantías (R&W) e indemnizaciones

El *term sheet* generalmente incluye las afirmaciones que el vendedor hará sobre la *target*, sus activos relevantes y otros elementos cruciales para que el potencial comprador esté dispuesto a firmar el SPA. Además, se establecen los mecanismos de indemnización en caso de que alguna de estas afirmaciones resulte incorrecta. Los mecanismos de indemnización y las garantías en caso de afirmaciones falsas ('*misrepresentations'* en inglés) pueden variar y pueden incluir, por ejemplo, la retención de parte del precio, el otorgamiento de garantías por un tercero relacionado, indemnizaciones específicas y otras disposiciones.

4. Otras disposiciones especiales

Dependiendo de la naturaleza de la transacción, se puede incorporar en el *term sheet* secciones específicas que revistan importancia para las partes involucradas. Por ejemplo, en función de la industria o las circunstancias particulares, podría ser esencial para el comprador que el vendedor asuma una obligación de no competencia. Del mismo modo, puede ser crucial que el vendedor acuerde proporcionar servicios de transición a la *target* durante un periodo razonable después del cierre de la transacción para facilitar una transición fluida.

REFERENCIAS

Bainbridge, M. (2012). *Mergers and Acquisitions* (3ra ed.). Foundation Press.

Bower, J. (2001). Not All M&As Are Alike–And That Matters. *Harvard Business Review.*

Bussiere, S., Halper, J., & J. Stanisci (2019). Clear and Unambiguous Terms of Merger Agreement. *Harvard Law School Forum on Corporate Governance.*

Forsyth, A. (2011). Adquisiciones de empresas y activos de negocios un enfoque práctico. *THĒMIS-Revista de Derecho*, (59), 121-135.

Lajoux, A. (2019). *The Art of M&A: A Merger, Acquisition and Buyout Guide* (5ta ed.). McGraw-Hill Education

Sherman, A. (2011). *Mergers and Acquisitions from A to Z* (3ra ed.). AMACOM Division of American Management Association International.

Strothmann, Y. & Vorsmann, M. (2008). *Acquisitions in Germany. A Guide to Corporate Takeover and Purchase Enterprises.*

Richter, P. (2016). Negotiation in Good Faith: *SIGA v. PharmAthene. Harvard Law School Forum on Corporate Governance.*

LEGISLACIÓN, JURISPRUDENCIA Y OTROS DOCUMENTOS LEGALES

Decreto Legislativo 856, Decreto Legislativo que precisa alcances y prioridades de los créditos laborales, Diario Oficial *El Peruano*, 4 de octubre de 1996 (Perú).

Decreto Supremo 122-94-EF, Reglamento de La Ley del Impuesto a la Renta, Diario Oficial *El Peruano*, 19 de septiembre de 1994 (Perú).

Decreto Supremo 133-2013-EF, Decreto Supremo que aprueba el Texto Único del Código Tributario, Diario Oficial *El Peruano*, 22 de junio de 2013 (Perú).

Ley 26887, Ley General de Sociedades, Diario Oficial *El Peruano*, 5 de diciembre de 1997 (Perú).

10.18800/themis.202302.018

ALGUNOS APUNTES PRÁCTICOS SOBRE DERECHO DE SEGUROS EN EL PERÚ - PRIMERA ENTREGA

SOME PRACTICAL NOTES OF INSURANCE LAW IN PERU - FIRST SUBMISSION

Rafael Corzo de la Colina*
Miranda & Amado Abogados

Eduardo Wiese Bazo**
Miranda & Amado Abogados

In this article, the authors attempt to provide a practical review of insurance law in Peru. For that purpose, they use the experience gathered in their years working in this area and allow themselves to go deeper and give their opinion on premiums, the 'big risks', the capacity of the companies of the Insurance System to post bonds, among others.

The authors intend this text to serve as a practical guide for those involved in insurance law.

Keywords: Insurance; reinsurance; LCS; general law; insurance contract; premiums.

En el presente artículo, los autores intentan dar un repaso práctico sobre el derecho de seguros en el Perú. Para ello, usan la experiencia recolectada en sus años laborando en esta área y se permiten profundizar y opinar sobre las primas, los 'grandes riesgos', la capacidad de las empresas del Sistema de Seguros para emitir fianzas, entre otros.

Los autores pretenden que este texto sirva de guía práctica para quienes se dedican al derecho de seguros.

Palabras clave: Seguro; reaseguro; LCS; Ley General; contrato de seguro; prima.

* Abogado. Socio del Área Financiera y de Seguros de Miranda & Amado Abogados. Contacto: rcorzo@mafirma.com.pe

** Abogado. Consejero del Área Financiera y de Seguros de Miranda & Amado Abogados. Contacto: ewiese@mafirma.com.pe

Los autores queremos agradecer de manera especial a Antonella Tirado y a María Fernanda Lazo por el gran apoyo y contribución académica que ha permitido que esta 'primera entrega' de nuestro artículo sea una realidad.

Nota del Editor: El presente artículo fue recibido por el Consejo Ejecutivo de THĒMIS-Revista de Derecho el 28 de agosto de 2023, y aceptado por el mismo el 28 de septiembre de 2023.

I. INTRODUCCIÓN

Cuando surgió la oportunidad de escribir un artículo en esta edición de THĒMIS y decidimos tratar algún tema específico en materia de Derecho de Seguros (rama del Derecho a la que nos dedicamos en la práctica), surgieron una seria de ideas y materias, así como de enfoques y formas en los que podríamos tratar y desarrollar este tipo de asuntos especializados, respecto de los cuales se ha escrito muy poco en el Perú.

Luego de discutirlo internamente y asumiendo el riesgo de no publicar un artículo de corte teórico y doctrinario (como usualmente se presentan en este tipo de revistas jurídicas), es que optamos por tratar en esta oportunidad no solo uno, sino varios temas vinculados con el Derecho de Seguros y, además, decidimos darle una visión y enfoque bastante práctico al artículo, así como que su contenido pueda ser de utilidad e interés para los abogados, intermediarios de seguros y demás profesionales especializados que se dedican a la actividad de los seguros y reaseguros en el Perú.

Además, como estamos tratando solamente algunos de los temas que hemos podido conocer de manera concreta, en la práctica, y sobre los que hemos investigado y fijado una posición (para absolver consultas 'de la vida real'), es que nos hemos animado a proponer, en el título de este artículo, la posibilidad de que el mismo constituya una 'primera entrega' de algunas más que podríamos escribir en el futuro, esperando que, en caso logremos el objetivo (ambicioso, pero retador), podamos ser invitados, en el futuro, a escribir las siguientes entregas, en las que nos podremos referir a otras materias vinculadas al Derecho de Seguros que han quedado en el tintero por diversas razones (especialmente por limitaciones en la extensión de este artículo y el tiempo máximo de entrega).

Hecha esta precisión (como una 'cuestión previa', como dicen los abogados de disputas), vamos a presentar, de manera general, cuáles son las materias sobre Derecho de Seguros en el Perú (que contienen nuestros 'apuntes prácticos') que desarrollaremos en esta 'primera entrega' para esta edición de THĒMIS-Revista de Derecho:

– Vamos a tratar, en primer lugar, sobre los efectos del incumplimiento en el pago de primas (como contraprestación esencial en un contrato de seguro) conforme a la Ley del Contrato de Seguro (en adelante, LCS)[1], razón por la que nos vamos a referir a tres instituciones vinculadas, como son: (i) la suspensión de la cobertura; (ii) la extinción del contrato de seguros; y, finalmente, (iii) la resolución del contrato de seguro. Dentro de ello, vamos a referirnos, de manera general, también a determinadas disposiciones regulatorias que la Superintendencia de Banca, Seguros y AFPs (en adelante, SBS) ha emitido sobre esta materia.

– Hace algunos años tuvimos la oportunidad escribir sobre el tratamiento de los denominados 'grandes riesgos' de acuerdo a la LCS (vigente en el Perú desde el año 2013) y, sinceramente, no pensamos que nuestro artículo pudiese generar y 'provocar' tanta discusión de parte de algún sector de especialistas y personas reconocidas en el mundo del Derecho de Seguros en el Perú (y, por lo que ha sido indicado, a nivel internacional). En esta parte del presente artículo pretendemos desarrollar, explicado en sencillo y de manera objetiva, nuestra posición sobre la regulación de los grandes riesgos en el Perú, así como dejar planteadas varias ideas generales y sustento para un siguiente artículo que estamos preparando de manera específica sobre esta materia y aclarar lo que no haya quedado claro sobre nuestra posición académica y sin ningún tipo de interés o *'desconocimiento'*, como se ha pretendido sostener.

– La tercera materia a la que nos vamos a referir en esta 'primera entrega' se refiere a nuestra posición respecto a si es que, desde la perspectiva de la legislación peruana vigente, todos los 'Seguros Obligatorios' (esto es, aquellos seguros y coberturas con las que deben contar los distintos agentes económicos para cumplir una exigencia legal o regulatoria vigente en el Perú) deben ser contratados necesariamente y, valga la redundancia, de manera obligatoria con empresas que forman parte del Sistema de Seguros en el Perú.

– Aunque no ha sido tradicionalmente (a diferencia de lo que sucede, en la práctica, en otras jurisdicciones) una actividad propia de la industria de seguros en el Perú, la Ley Ge-

[1] Aprobada mediante la Ley 29946 de fecha 26 de noviembre de 2012.

neral del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros (en adelante, Ley General)[2] permite que las empresas del Sistema de Seguros, que cuenten con una autorización complementaria expedida por la SBS, puedan 'emitir fianzas'. En esta sección vamos a referirnos a distintos aspectos y diferencias importantes que este tipo de operaciones tiene en comparación con esta actividad que ha sido desarrollado usualmente en nuestro país por las empresas del Sistema Financiero.

– Finalmente, vamos a tratar sobre el régimen legal que resulta aplicable a los contratos de reaseguros, que constituyen contratos especializados y estandarizados (muchos de ellos) que son celebrados por las empresas del Sistema de Seguros peruano con empresas de reaseguros, que pueden encontrarse domiciliadas en el exterior. En algunas ocasiones (a diferencia de lo que sostiene alguna parte de la doctrina peruana experta en el tema), los contratos de reaseguro se someten a legislación y jurisdicciones extranjeras y no a la peruana[3]. Sin perjuicio de ello, a partir de una interesante consulta que tuvimos la oportunidad de absolver, un contrato de reaseguro relevante fue sometido a la legislación peruana y se discutió mucho sobre cuál es el marco legal que resultaba aplicable a este contrato. Incluso, pudimos conocer que un par de firmas de abogados con experiencia en estas materias han opinado que resultaban aplicables los dos artículos contenidos en la LCS sobre los 'contratos de reaseguro' y, luego de ello, en forma inmediata y de manera supletoria, las disposiciones en materia de contrato de locación de servicios contenidas en el Código Civil peruano (posición con la que discrepamos, como desarrollaremos posteriormente en este artículo).

Esperamos lograr el objetivo que nos hemos planteado al decidir preparar este artículo para esta edición de THĒMIS, así como haber elegido (entre los distintos asuntos y materias vinculados al Derecho de Seguros que revisamos) aquellos que pudiesen ser de utilidad e interés para el lector, así como que podamos tratarlos desde una perspectiva práctica. Ya sabremos si es que podrán existir, a futuro, más 'entregas' sobre esta interesante rama del Derecho (como es nuestro deseo e intención) o si nuestra idea quedará, simplemente, como la 'primera y única entrega'. El tiempo nos lo dirá. Nosotros estaremos aquí.

II. EFECTOS DE INCUMPLIMIENTO EN EL PAGO DE PRIMAS EN LOS CONTRATOS DE SEGURO: SUSPENSIÓN DE COBERTURA, EXTINCIÓN O RESOLUCIÓN

Como lo hemos mencionado en la parte introductoria, en esta sección analizaremos y revisaremos el tratamiento y el régimen regulatorio que resulta aplicable a los efectos del incumplimiento en el pago de primas, esta última, como contraprestación principal y esencial en un contrato de seguro sujeto a ley peruana, conforme a la LCS. En ese sentido, centraremos nuestro análisis y revisión a las siguientes tres instituciones vinculadas al incumplimiento de pago de prima: (i) la suspensión de la cobertura de la póliza de seguro; (ii) la extinción del contrato de seguro; y, finalmente, (iii) la resolución del contrato de seguro.

Ahora bien, en la primera sección haremos mención de la regulación anterior de dichas tres instituciones contenidas en la Ley General y otras disposiciones reglamentarias de la SBS, que contenían un tratamiento regulatorio distinto respecto de dichas figuras, lo cual, juntamente con una redacción poco clara de la LCS, ocasiona una confusión tanto en las empresas de seguros como en los asegurados al momento de ocasionarse una falta de pago de la respectiva prima pactada entre dichas partes. Luego, en la segunda sección, analizaremos la actual regulación de estas instituciones que, por cierto, son esenciales en la relación aseguradora-asegurado, bajo la normativa aplicable y cómo deberían aplicarse en un escenario general.

A. De la Ley General y sus modificaciones

De forma anterior a la publicación de la LCS, la regulación sobre los efectos de incumplimiento del pago de prima se encontraba en los artículos 329 y 330[4] de la Ley General y en el Reglamento del Pago de Primas de Pólizas de Seguro, que fue aprobado mediante la Resolución SBS 225-2006[5] (el 'Regla-

[2] Aprobada mediante la Ley 26702 de fecha 6 de diciembre de 1996 y las distintas normas modificatorias y derogatorias que se han aprobado hasta el momento.

[3] Como es el caso, por ejemplo, de la legislación y competencia jurisdiccional de Inglaterra y de Gales o, en todo caso, la vigente y aplicable del Estado de Nueva York.

[4] Cuyo texto fue derogado por la Décimo Tercera Disposición Complementaria Final y Modificatoria de la LCS.

[5] Reglamento dejado sin efecto por la Resolución SBS 3198-2013, que aprobó el Reglamento del Pago de Primas de Pólizas de Seguros que se encuentra vigente en este momento.

mento de Pago de Primas Derogado'), régimen normativo que a la fecha se encuentra derogado. De acuerdo con dicha regulación, el incumplimiento de pago de la prima del seguro, según lo acordado en el convenio de pago pactado entre la aseguradora y el asegurado, ocasionaba la suspensión **inmediata** de la cobertura del contrato de seguro. Así, el contrato se encontraría suspendido hasta el momento en que el asegurado realizase el pago de la prima adeudada. En este lapso (desde la suspensión de la cobertura hasta el pago de la prima), la empresa de seguros no era responsable por los siniestros que pudieran ocurrir. Nos explicamos.

El régimen regulatorio derogado disponía una suspensión **inmediata y automática** de la cobertura de seguros por el solo hecho de verificarse una falta de pago de la prima convenida, es decir, ninguna de las partes tenía que remitir alguna comunicación o realizar algún acto para la suspensión procediera desde una perspectiva legal.

Con respecto a la resolución de los contratos de seguros, la LCS y el Reglamento de Pago de Primas Derogado regulaban que, en caso la cobertura del seguro se encontrase en **suspenso** como consecuencia del incumplimiento en el pago de primas, las empresas de seguros podían optar por **resolver** el contrato de seguros. Para proceder con la resolución la empresa de seguros debía remitir, como regla general, una comunicación escrita al contratante y/o al asegurado indicando su decisión de resolver el respectivo contrato debido al no pago de la prima convenida (y la suspensión de la cobertura).

No obstante, si la póliza de seguros contenía una cláusula de resolución automática por incumplimiento de pago, el contrato de seguro quedaba resuelto de manera automática por el solo hecho de verificarse el incumplimiento del pago de la prima. Esta resolución era efectiva a partir de la fecha en que se produjo la mora en el pago de la prima convenida.

El tratamiento regulatorio explicado en los párrafos anteriores, como hemos mencionado, fue sustituido por la LCS, publicada el 27 noviembre 2012, y el Reglamento del Pago de Primas de Pólizas de Seguro, que ha sido aprobado por la Resolución SBS 3198-2013, publicada con fecha 26 de mayo de 2013 (el 'Reglamento de Pago de Primas'), normas que regulan de forma distinta la suspensión, la extinción y la resolución de la cobertura y de los contratos de seguros por falta de pago de primas convenidas. Según nuestra experiencia, las empresas de seguros o algunos asegurados razonables tienen en mente la regulación anterior de dichas figuras, desconociendo cómo es el tratamiento actual para efectos de proteger sus respectivos derechos.

B. Regulación actual de la suspensión de cobertura, resolución y extinción del contrato de seguro

1. Perspectiva de la regulación actual contenida en la LCS

De forma previa a analizar cada una de las figuras en cuestión, debemos indicar que el cambio en el sentido y alcances de la regulación peruana sobre los contratos de seguros bajo la LCS gira en torno a poner al asegurado como un sujeto y centro especial de protección (Zegarra, 2017). Así, por ejemplo y como referencia, los artículos I y II de la LCS parten de la premisa que el asegurado merece una especial protección, razón por la que se ha incluido el principio interpretativo 'pro asegurado' que resulta aplicable actualmente al contrato de seguro en el Perú.

Dicha protección reforzada fue reflejada en todo el régimen regulatorio que resulta aplicable a los contratos de seguros incluidos en la LCS, lo que ha incluido también a la regulación actual de los supuestos de suspensión, extinción y resolución derivados del incumplimiento de pago de las primas, razón por la que, como lo veremos más adelante, se regulan, por ejemplo, plazos de comunicación, deberes de información de la empresa de seguros al asegurado, entre otros aspectos que recogen este régimen de protección de los asegurados en el Perú.

2. De la suspensión de cobertura por falta de pago de la prima

La suspensión de cobertura del seguro por incumplimiento en el pago de las primas convenidas se encuentra regulada en el artículo 21 de la LCS, actualmente vigente. En virtud de dicho artículo, el legislador peruano optó por una solución **parcialmente** distinta al régimen anterior.

Ahora bien, en base a la normativa actual, el incumplimiento de pago de la respectiva prima origina, de acuerdo con el texto expreso del artículo 21 de la LCS, la supuesta suspensión 'automática' de la cobertura. No obstante, y de forma contradictoria, esta suspensión ocurre recién luego de transcurrido un plazo de treinta días calendario de vencida la obligación de pago de la prima (fecha desde que la prima convenida resulta exigible legal o contractualmente). En ese sentido, se incluye un plazo para que la suspensión de la cobertura proceda en caso de incumplimiento de pago de la prima, lo cual implica que la suspensión en realidad

no sea automática, conforme lo regulaba el régimen normativo anterior.

En consecuencia, la normativa vigente acepta y regula un supuesto de suspensión 'automática' de la cobertura del seguro por falta de pago de las primas, pero luego de (i) transcurrido un plazo determinado desde el incumplimiento y (ii) cursada una comunicación al asegurado cumpliendo con ciertas formalidades y requisitos (fecha de vencimiento del pago de la prima, plazo máximo para el pago de la prima antes de la suspensión e indicar las consecuencias de mantener impaga la prima[6]). Estos requisitos previos exigidos por la LCS deben cumplirse de forma obligatoria pues, de lo contrario, la cobertura no quedará suspendida. Reiteramos, en realidad, **la suspensión prevista en el artículo 21 de la LCS no resulta ser, ni operar de manera automática**.

La regulación sobre la suspensión de la cobertura del seguro por incumplimiento de pago de la prima pactada también ha sido prevista en el artículo 7 del Reglamento de Pago de Primas. Dicho artículo precisó que la comunicación que deberá ser cursada por la empresa de seguros al asegurado en un supuesto de incumplimiento de pago de la prima debe ser remitida 'de manera cierta' a través de los medios y en la dirección previamente acordada entre las partes, añadiendo así requisitos que antes no eran aplicables en aras de 'proteger' al asegurado.

3. Resolución del contrato de seguro por falta de pago

El artículo 23 de la LCS regula la resolución del contrato de seguro por falta de pago de prima. Dicha resolución procede cuando la cobertura del seguro se encuentra en **suspenso** como consecuencia del incumplimiento de pago en las primas (es decir, por aplicación de lo señalado en el artículo 21 de la LCS). En ese sentido, al estar en suspenso la cobertura del seguro (y habiéndose seguido el procedimiento requerido para ello que ya hemos explicado), la aseguradora podrá optar, si lo considera pertinente, por resolver el contrato de seguro. Cabe tener en cuenta que, para resolver el contrato de seguro, dicha empresa deberá enviar una comunicación por escrito al contratante (no al asegurado, salvo que también tenga calidad de contratante) informándole sobre su decisión.

A partir de la recepción por el contratante de la comunicación escrita de la empresa de seguros informándole sobre su decisión de resolver el contrato de seguro, deberá transcurrir un plazo de treinta días calendarios para que, una vez cumplido este plazo, se considere que el contrato de seguro ha quedado resuelto. Es desde ese momento en el que recién las partes quedan efectivamente desvinculadas desde una perspectiva contractual.

La resolución contractual anteriormente referida también ha sido recogida por los artículos 9 y 10 del Reglamento de Pago de Primas, los cuales disponen que la comunicación de resolución debe señalar de manera obligatoria la fecha de suspensión de la cobertura y, además, precisar que en el plazo de treinta días calendarios contados a partir del día en que el contratante reciba la comunicación indicada con anterioridad, se considerará resuelto el contrato de seguro. De forma adicional, estos artículos establecen que la decisión resolutoria que sea comunicada al contratante determina la imposibilidad de que se produzca la rehabilitación de la cobertura del respectivo contrato de seguro.

4. Extinción del contrato de seguro

La extinción del contrato de seguro se encuentra regulada en el último párrafo del artículo 21 de la LCS. Así, dicho artículo indica que si la empresa de seguros no reclama el pago de la prima dentro de los noventa días calendarios siguientes al vencimiento del plazo[7], se entiende que el contrato de seguro quedará extinguido. Consideramos que esta redacción debe ser interpretada conjuntamente y de manera sistemática con el artículo 11 del Reglamento de Pago de Primas, norma, por cierto, de carácter específico. Este artículo establece en **forma expresa** que la fecha a la que hace referencia la parte final del artículo 21 de la LCS es la que corresponde a la **fecha de vencimiento de pago de la prima**, establecido en el contrato de seguro o, de ser el caso, en el respectivo convenio de pago pactado entre las partes.

En esa línea, si el contratante del seguro no ha pagado la prima y la empresa de seguros no ha reclamado o requerido el pago de dicha prima, **vencido el plazo de noventa días calendarios computado a partir del vencimiento de la fecha de pago de prima, este contrato quedará extinguido**. Un aspecto importante a tener en cuenta es que **la extinción**, a diferencia de la figura de la resolución del contrato de seguro a la que nos hemos referido en la sección anterior, **procede aún cuando, en aplicación del artículo 21 de la LCS, no se haya suspendido la cobertura del seguro**.

[6] Véase al artículo 8 del Reglamento de Pago de Primas.

[7] Referido a la fecha de vencimiento de la obligación del pago de la prima.

Por tanto, de una interpretación conjunta de las figuras analizadas en el presente artículo, en tanto **no** se extinga el contrato de seguro, y siempre que la cobertura **no** se haya suspendido o el contrato de seguro **no** hubiese sido resuelto, **la mora en el pago de la prima no libera a la empresa de seguros de cubrir los siniestros que ocurran durante ese lapso**. Según lo indicado por la SBS en el Oficio 25590-2022-SBS[8] de fecha 22 de junio de 2022, una vez extinguido el contrato, persiste la obligación de pago del asegurado respecto de la prima por el periodo durante el cual la aseguradora otorgó la cobertura, es decir, el plazo anterior a los noventa días referido.

Por otro lado, nos parece interesante lo que ha sido resuelto en el mismo sentido por la Defensoría del Asegurado[9] (en adelante, DEFASEG) en su Resolución 129/2019 de fecha 28 de octubre de 2019, en el sentido que "la extinción demanda únicamente **una inacción de las partes** dentro de cierto plazo, esto es, 90 días que se computan **desde el día siguiente a la fecha en que venció el plazo para el pago de la prima**, sea estipulado en el propio contrato o mediante un convenio de pago" [el énfasis es nuestro]. Este criterio ha sido adoptado en otras resoluciones que han sido emitidas por la DEFASEG y es el que, desde nuestro punto de vista, consideramos que interpreta de forma adecuada lo regulado en la LCS y en el Reglamento de Pago de Primas para la verificación del supuesto de extinción del contrato de seguro por falta de pago de la prima.

Como un supuesto adicional, la Comisión de Protección al Consumidor del INDECOPI[10] ha establecido y resuelto que, si la empresa de seguros opta por no resolver el contrato de seguros por mora en el pago de las primas, **"[...] solo deberá esperar a que se cumpla el plazo de noventa (90) días luego de la fecha de vencimiento de pago de la prima, sin encontrarse obligada a comunicar al asegurado sobre dicho incumplimiento y de la consecuente suspensión"** [el énfasis es nuestro], opinando, así, de la misma forma que DEFASEG.

C. Conclusiones

En el presente artículo, teniendo en cuenta diversas consultas que hemos revisado de aseguradoras, hemos analizado las tres figuras contempladas y reguladas en la LCS y en el Reglamento de Pago de Primas que podrían derivarse del incumplimiento en el pago de primas dentro de un contrato de seguro: (i) la suspensión de la cobertura del seguro; (ii) la resolución del contrato de seguro; y, finalmente, (iii) la extinción del contrato de seguro. Para entender estas figuras es importante realizar una interpretación **conjunta y complementaria** de la LCS y de lo establecido por el Reglamento de Pago de Primas.

Ahora bien, con relación a la **suspensión** de la cobertura del seguro por incumplimiento de pago de la prima convenida, para que esta proceda consideramos que deben cumplirse y concurrir las siguientes condiciones: (i) que hayan transcurrido por lo menos treinta (30) días calendarios computados desde la fecha de vencimiento de la obligación de pago de la prima; y (ii) que la empresa de seguros haya remitido una comunicación al asegurado, cumpliendo con las formalidades y requisitos establecidos en los artículos 7 y 8 del Reglamento de Pago de Primas. Una vez suspendida la cobertura del respectivo seguro, la empresa de seguros no será responsable por los siniestros que pudiesen ocurrir y verificarse en relación a la misma.

Por otro lado, para que proceda la **resolución** de un contrato de seguro como consecuencia de la falta de pago de las primas deben cumplirse y concurrir las siguientes condiciones: (i) que la cobertura del seguro se encuentre suspendida; (ii) que la empresa de seguros remita al contratante (no asegurado) una comunicación escrita informándole su decisión de resolver el contrato de seguros, cumpliendo para ello con los requisitos establecidos en el artículo 10 del Reglamento de Pago de Primas; y (iii) que transcurra un plazo de treinta (30) días calendarios contados a partir del día que el contratante reciba la comunicación indicada en el numeral (ii) anterior.

Como última institución analizada, para que proceda la **extinción** del contrato de seguro por falta de pago de las primas convenidas deben cumplirse y concurrir las siguientes condiciones: (i) que la empresa de seguros no haya reclamado el pago de la prima mediante un proceso judicial o arbitral; y (ii) que haya transcurrido un plazo de noventa (90) días calendario contados desde el día siguiente al vencimiento del plazo convenido para el pago de la respectiva prima, según lo haya establecido el contrato de seguro o, de ser el caso, en el respectivo convenio de pago.

---

8 Oficio emitido como respuesta a consulta realizada por la Asociación Peruana de Empresas de Seguros a la SBS.

9 Entidad de resolución de disputas que ha sido establecido por la Asociación Peruana de Empresas de Seguros (APESEG).

10 Según lo resuelto por la Comisión de Protección al Consumidor del INDECOPI, en el procedimiento seguido bajo el Expediente 628-2026-CC1.

Para nosotros es claro que con los cambios introducidos por la LCS respecto a las tres (3) instituciones estudiadas en el presente artículo se ha pretendido proteger al asegurado, debiendo las empresas de seguros cubrir ciertos siniestros aún cuando exista un incumplimiento de una obligación (contraprestación) esencial por parte del asegurado si dicha empresa no sigue con cada uno de los pasos que hemos señalado de forma cuidadosa y diligente, según la figura que sea aplicable. Por ello, es importante que dichas instituciones sean entendidas claramente por las áreas correspondientes de las empresas de seguros y, de forma adicional, por los asegurados, para evitar incurrir en algún incumplimiento que les genere un perjuicio en caso de ocurrencia de algún siniestro.

III. LOS GRANDES RIESGOS EN LA LCS PERUANA

Como hemos señalado en la introducción de este artículo, a partir de nuestra experiencia en el ejercicio profesional y una opinión objetiva, hace unos años escribimos un artículo para la revista Ius et Veritas, en coautoría con José Villafuerte Mendoza, artículo en el que expusimos nuestra posición respecto al tratamiento de los 'grandes riesgos' en la LCS y, con toda sinceridad, debemos decir que no nos imaginamos que este artículo fuese a generar tal nivel de discusión y repercusión en un sector de la doctrina nacional[11].

En vista que la finalidad de este artículo es presentar, de manera puntual, determinados temas que podrían tener alguna utilidad para los lectores y especialistas en Derecho de Seguros en el Perú, en esta sección no nos vamos a dedicar a contraargumentar, ni a sustentar la posición que sostuvimos en nuestro artículo del año 2017. Sin embargo, debo indicar que ello sí será materia de un artículo distinto y específico que con José Villafuerte (luego de algún tiempo) consideramos que resulta necesario escribir para fijar nuestra posición en relación a ciertas afirmaciones y conclusiones que el Dr. Alonso Núñez del Prado Simons[12] ha formulado en un artículo que publicó en diciembre de 2017 (en adelante, el Artículo)[13].

En este sentido, de manera individual, el autor aludido en este caso no se va a pronunciar sobre algunas afirmaciones, conclusiones y especulaciones que se han incluido en el Artículo, ni tampoco a insinuaciones y adjetivos usados (tales como, 'patético', 'actuación sospechosa', 'esperando que sea por desconocimiento y no por otra razón', entre otros), ya que, en lo personal, como coautor del Artículo, considero que no viene al caso, ni contribuirá a una discusión académica y seria, como corresponde y es necesario ahora.

De todas maneras, debo reconocer (de manera individual y al haber sido aludido de manera directa) que resulta posible que no hayamos sido del todo claros o, en todo caso, que no nos hayamos explicado bien en ciertas partes de nuestro artículo inicial, razón por la que se piden las disculpas del caso y, situación que nos ha animado (a José Villafuerte Mendoza y a mí) a preparar un segundo artículo específico sobre esta interesante y 'controversial' materia (que en este momento se encuentra en una etapa de redacción inicial).

Dicho ello, quisiéramos referirnos en esta sección del artículo, de manera puntual, a determinados aspectos vinculados a los 'grandes riesgos', tal como se encuentran tratados y regulados actualmente en la LCS, a fin de poder ir fijando y aclarando nuestra posición (y, entiendo, la de José Villafuerte Mendoza):

a) No hemos propuesto 'excluir' de manera total y absoluta a los 'grandes riesgos' de la regulación de la LCS y que, a partir de ello, dejemos a los contratos de seguros y de reaseguros que sean celebrados por los grandes tomadores de seguros sin ningún marco legal y librado solamente a la autonomía y voluntad individual de las partes contratantes. La idea es generar un 'régimen legal y regulatorio' específico y especial que sea adecuado y se ajuste a las particularidades y a la naturaleza de los grandes riesgos. Si no hemos sido del todo claros en nuestro artículo del año 2017, es importante que aclaremos nuestra posición en relación a este aspecto, a fin de que no se lleguen a conclusiones equivocadas o que ello pueda prestarse a malos entendidos.

   Debemos aclarar que en nuestro artículo hicimos referencia, de manera objetiva y como

[11] Véase a Núñez del Prado (2017).

[12] Quien es abogado y Magister especialista en temas de Seguros y con un *curriculum vitae* y trayectoria importante, tanto en el Perú como a nivel internacional, según ha detallado en un pie de página incluido en el Artículo, en donde, además, ha comentado que el autor formó parte (bastante activa, por lo que ha señalado) de la Comisión de expertos que participaron en la redacción y revisión de la LCS que fue propuesta y finalmente aprobada por el Congreso de la República del Perú en el año 2012.

[13] Artículo que el autor tituló, de manera provocadora: "Grandes Riesgos e Información tergiversada e incompleta" (publicado en la edición 55 de Ius et Veritas).

un antecedente aplicable (de la vida real), a la existencia del Proyecto de Ley 4635/2014-CR, pero no por hacer referencia al mismo consideramos que (como proyecto) el mismo era perfecto, sino que, como todo 'proyecto' y obra humana, siempre podría ser mejorado, así como redactado de una manera más completa y clara.

Quizá, hubiese sido mejor, a partir del conocimiento y de la importante experiencia que tienen en el mercado de seguros (en el Perú y a nivel internacional), que los expertos convocados hubiesen hecho aportes y propuestas para mejorar dicho 'Proyecto de Ley' (tratando de construir y de 'agregar valor') y no tratando de 'desenmascarar intenciones verdaderas' o asumiendo *a priori* y sin ningún sustento, posiciones sobre actuaciones 'sospechosas' de los reguladores (lo que no nos parece adecuado, así como, en todo caso, no debería ser materia de artículos de opinión profesional como este)[14].

b) La alta complejidad y especialidad de las materias y casos en el ámbito del Derecho de Seguros, además de la falta de predictibilidad del Poder Judicial en sus decisiones, así como, el largo tiempo que toma la conclusión de los procesos (especialmente en el caso de los procesos judiciales), constituyen, desde nuestro punto de vista, argumentos válidos para sostener que el 'control difuso' (a nivel judicial o arbitral) de disposiciones legales no constituiría una solución válida y eficiente al problema y, sobre todo, cuando el problema es la aplicación y definición de aspectos contractuales (en materia de seguros) y no lo es la aplicación (o no) de cierta disposición legal a un contrato de seguro o de reaseguro.

Por ello, esta propuesta, consideramos, no constituye una alternativa de solución al problema existente, sino que genera una incertidumbre jurídica permanente en la contratación en materia de seguros en el Perú, en el caso que se trate de Pólizas Corporativas o referida a 'grandes riesgos'. Es más, hemos podido conocer que el doctor Núñez del Prado no es ajeno a la problemática que implica llevar un proceso judicial en el Perú, especialmente en materia de seguros, pues fuera del 'excesivo volumen de procesos y consiguiente demora en la administración de justicia' dentro del Poder Judicial, ha manifestado, como una preocupación y dificultad adicional en este caso, "la falta de preparación y desconocimiento del tema entre los magistrados" (Núñez del Prado, 2020, p. 451). En esa misma línea, el doctor Núñez ha criticado de manera directa y sin reparos al arbitraje como mecanismo alternativo de solución de controversias existente en nuestro marco constitucional cuando señaló, refiriéndose al arbitraje, que "por desgracia ya no se puede confiar del todo en este mecanismo de solución de conflictos" (Núñez del Prado, 2020, p. 454). Incluso, ha llegado a sostener (en una de sus publicaciones) que la figura del arbitraje ha sido tan manipulada que puede darse el supuesto de que los "«árbitros» no actúan como tales, sino como abogados de las compañías al interior del Tribunal Arbitral" y que, finalmente, emplean "sus conocimientos para manipular el «derecho» en beneficio de su cliente" (Núñez del Prado, 2020, p. 452).

En todo caso, cabe preguntarnos lo que supondría que la definición y pronunciamiento sobre los alcances de determinados contratos de seguros celebrados requieran llegar al Poder Judicial o a los Tribunales Arbitrales para resolver las dudas y diferencias de opinión que podrían surgir entre las empresas de seguros y los tomadores corporativos de seguros en el caso de los grandes riesgos. Consideramos que, al menos, deberíamos evaluar con mayor detenimiento lo que supondría aplicar esta propuesta de solución.

c) Consideramos que posiciones y algunas afirmaciones que se han incluido en el Artículo generan diversas consecuencias negativas en el Sistema de Seguros en el Perú. Entre estas consecuencias negativas (con cargo a sustentar ello posteriormente y con mayor detalle) tenemos que:

- Genera las condiciones para que no se cumpla con el objeto declarado y expreso de la Ley General, cuando en su artículo 2 dispone que la misma debe "propender a un sistema de seguros sólido, competitivo y confiable, que contribuya al desarrollo nacional".

- Incentiva una falta de penetración y contratación de coberturas en el Sistema de

[14] La mala fe y el dolo se deben probar. No se pueden presumir. Incluso, en esta misma línea, en el Artículo su autor ha señalado que "se legisla suponiendo la buena fe y no la mala" (pág. 194), con lo que sí coincidimos plenamente.

Seguros en el Perú, en comparación con lo que sucede, por ejemplo, en los principales países desarrollados y, además, en los países de la región. Sin ir muy lejos, en el año 2022, en Chile, la penetración del sector asegurador en la ratio entre Valor de Primas/PBI fue de 3.8%, y en Brasil fue incluso de 4%; mientras que en Perú dicho ratio asciende solamente a 2%[15].

– Genera, a la larga, un sobrecosto e incremento de las primas y costos de operación del Sistema de Seguros para los agentes económicos que operan en el Perú (Núñez del Prado, 2017, p. 195).

– Contribuye a incrementar la percepción que el mercado tiene sobre las empresas del Sistema de Seguros (respecto a tender a no pagar los siniestros), ya que ante la ausencia de un marco legal claro y que regule de manera técnica y adecuada los grandes riesgos, se genera una incertidumbre y ciertos vacíos normativos, lo que generará grandes controversias respecto a los alcances y la cobertura de este tipo de pólizas de seguros y riesgos (lo que, además, tiene que ver, muchas veces, con la posición de las empresas de reaseguros que cubren una parte de estos riesgos).

d) Como consecuencia de la regulación de los grandes riesgos de manera directa y sin ninguna limitación o precisión por la LCS (dándole el mismo trato que a un consumidor promedio) se producen las condiciones necesarias para que se produzca una 'desintermediación' en el Sistema de Seguros en el Perú (que agrava la falta de contratación y penetración existente en esta industria), derivada de estos problemas en su regulación legal.

Ante ello, las grandes corporaciones (como viene ocurriendo en la práctica) van a preferir contratar sus coberturas de seguros a través de la emisión de Pólizas de Seguros Globales con aseguradoras que operan en los grandes mercados de seguros (y, muchas veces, a nivel corporativo o global)[16], limitando la participación de las empresas del Sistema de Seguros que operan en el Perú a porcentajes reducidos de retención del riesgo o, en el peor de los casos, a través de estructuras de contratación bajo la modalidad *fronting* (en donde las empresas de seguros locales se limitan a actuar como emisor de las pólizas de seguros, pero sin asumir ningún riesgo y reduciendo su nivel de ingresos, así como tamaño de la industria de seguros en el Perú).

Por ello y con cargo a desarrollar este punto posteriormente con mayor amplitud, consideramos que esta situación genera las condiciones y el escenario adecuados para que pueda producirse un 'arbitraje regulatorio' entre las empresas y la industria de seguros en el Perú con el de otras jurisdicciones, lo que nos beneficia, al final de cuentas y en el mediano y largo plazo, a los usuarios y tomadores de seguros en el Perú.

e) Esta situación, creemos, genera un típico caso de 'riesgo de reaseguro' (término definido en el Reglamento de Gestión Integral de Riesgos aprobado por la SBS[17]) en el caso de contratación de los grandes riesgos, en vista de que al tener que regularse los contratos de seguro por la legislación peruana y, a su vez y en algunos casos, los contratos de reaseguro por una legislación foránea (como la legislación de Inglaterra y Gales o la del Estado de Nueva York), existirá (en caso surja alguna controversia) una posible falta de 'coincidencia perfecta' entre el marco legal

[15] Véase a Asociación Peruana de Empresas de Seguros (s.f.).

[16] El artículo 10 de la Ley General (Ley 26702) dispone que "los residentes en el país pueden contratar seguros y reaseguros en el exterior". Asimismo, y de manera sistemática, el artículo 2095 del Código Civil, incluido en el Título sobre Derecho Internacional Privado, establece que "las obligaciones contractuales se rigen por la ley expresamente elegida por las partes y, en su defecto, por la ley del lugar de su cumplimiento. Empero, si deben cumplirse en países distintos, se rigen por la ley de la obligación principal y, en caso de no poder ser determinada esta, por la ley del lugar de celebración. Si el lugar del cumplimiento no está expresamente determinado o no resulta inequívocamente de la naturaleza de la obligación, se aplica la ley del lugar de celebración".

[17] El denominado 'riesgo de reaseguro' se encuentra definido como:

> "la posibilidad de pérdidas en caso de insuficiencia de la cobertura de reaseguro contratada por la empresa de seguros cedente, cuando las necesidades de reaseguro no fueron identificadas, determinadas o precisadas adecuadamente en los contratos; o cuando el reasegurador no se encuentra en capacidad de cumplir sus compromisos de pago, o no está dispuesto a pagarlos por discrepancias en la aplicación de las condiciones del contrato de seguro y/o de reaseguro; así como la demora en los pagos del reasegurador que puedan afectar los flujos de efectivo de la cedente, generando un riesgo de liquidez (literal g) del artículo 23 del Reglamento GIR sobre «Tipos de Riesgos» que afectan a las empresas de seguros y reaseguros)".

y condiciones aplicables al contrato de seguro celebrado con el tomador del seguro (asegurado en Perú) y, por su parte, el marco legal y las condiciones aplicables al contrato de reaseguro (suscrito entre las empresas de seguros locales y los reaseguradores internacionales)[18].

f) Consideramos que la propuesta que ha sido mencionada en el Artículo respecto a eliminar la libertad de contratación de seguros y reaseguros en el exterior (Núñez del Prado, 2017, p. 194), en línea con lo establecido en la Constitución Política de 1993, así como lo dispuesto por el artículo 10 de la Ley General, supondría aislar a los agentes económicos que operan en el Perú del mercado internacional de seguros, lo que considero que no es razonable, ni adecuado.

Lo que tenemos que hacer, entiendo, es generar las condiciones para que las empresas que forman parte del Sistema de Seguros en el Perú sean sólidas, competitivas y confiables, pudiendo competir con sus pares que operan en otras jurisdicciones, pero contando con un marco legal y regulatorio adecuado (como uno referido, por ejemplo, a los grandes riesgos).

g) Un aspecto a ser considerado en la regulación y negociación de los contratos de seguros, referido a los grandes riesgos, es que si bien las empresas del Sistema de Seguros conocen su negocio, así como redactan sus contratos y acuerdos, las grandes corporaciones y empresas globales también conocen muy bien sus negocios (bienes y actividades aseguradas), especialmente cuando dichos negocios son actividades reguladas o requieren de una especialización o conocimiento particular (por ejemplo, los negocios de hidrocarburos, minería, electricidad, telecomunicaciones, aviación, transporte terrestre, entre otros), en donde las grandes corporaciones y empresas globales conocen mucho mejor su negocio y actividad que será materia de la cobertura de seguros que las empresas de seguros.

Consideramos que este análisis no solo debe ser hecho desde la perspectiva (limitada y exclusiva) del Derecho de Seguros, sino que debe hacerse desde una visión y perspectiva de una regulación integral.

h) Finalmente, respecto a la afirmación que se ha hecho en el Artículo respecto a que la LCS vigente en el Perú "es muy similar a la española y a la alemana y, en general, a las más modernas legislaciones sobre seguros en el mundo" (Núñez del Prado, 2017, p. 195), debemos señalar que coincidimos en esta afirmación en el sentido que la LCS constituye una norma más moderna que se encuentra dentro de un mismo cuerpo legal, la cual ha reemplazado varias disposiciones dispersas y desfasadas como aquellas que se encontraban incluidas en el Código de Comercio de 1902, así como otras en la misma Ley General, lo que creemos que es positivo.

Sin embargo, tal como lo hemos sostenido anteriormente (opinión que mantenemos en esta oportunidad), pensamos que los 'grandes riesgos' en materia de contratos de seguros deberían tener una regulación específica y que recoja sus particularidades y naturaleza especial. No debería regularse, de manera general y sin ninguna excepción, por la LCS como se hace con usuarios, consumidores y tomadores de seguros (sean personas naturales, pequeñas y medianas empresas o grandes corporaciones o empresas globales); sino que, reconocidas estas particularidades y naturaleza especial, se debería aplicar a este tipo de contratos de seguros las disposiciones de una regulación específica para estos casos.

IV. LOS SEGUROS OBLIGATORIOS EN EL PERÚ Y LA LIBERTAD DE LAS PERSONAS DE CONTRATAR SEGUROS EN EL EXTERIOR

Continuando con los temas del presente artículo, la tercera materia que vamos a analizar se encuentra vinculada a la regulación de los seguros obligatorios en el Perú, de acuerdo con lo señalado en la Constitución Política del Perú, el Código Civil, la LCS y la Ley General. En ese sentido, buscamos determinar si, desde la perspectiva de la legislación peruana vigente, todos los seguros obligatorios (esto es, aquellos seguros y coberturas con las que de-

[18] El artículo 322 de la Ley General establece que:

> "el contrato de reaseguro no subordina las relaciones que emanan del contrato de seguro. En consecuencia, el pago de un siniestro derivado del contrato de seguro no puede quedar condicionado a las relaciones existentes entre la empresa de seguros y el reasegurador. Por norma de carácter general, la Superintendencia puede establecer excepciones a esta disposición".

Ello coincide con lo dispuesto por el artículo 139 de la LCS.

ben contar distintos agentes económicos para cumplir una exigencia legal o regulatoria expresa), sin importar el riesgo que cubran, deben ser contratados obligatoriamente con empresas que forman parte del Sistema de Seguros en el Perú o si, por el contrario, pueden ser contratados con empresas de seguros extranjeras. Para ello, explicaremos qué es un seguro obligatorio bajo la normativa aplicable, sus características, alcances y limitaciones.

A. De la calificación de un 'Seguro Obligatorio' bajo la normativa peruana

De acuerdo con el segundo párrafo del artículo I de la LCS: "[...] En el caso de **seguros obligatorios** y aquellos que se encuentren regulados por leyes especiales, **esta ley es de aplicación supletoria…**" [el énfasis es nuestro]. Además, la Octava Disposición Complementaria Final y Modificatoria de LCS establece que los seguros obligatorios deberán ser contratados **con empresas de seguros constituidas en el Perú**[19] y que, por tanto, se encuentren debidamente autorizadas por la SBS. De dicha regulación, nos queda claro que la LCS aplica **supletoriamente** a los seguros obligatorios. No obstante, dicha norma no nos brinda una definición del seguro obligatorio, que nos permita dilucidar ante que figura jurídica nos encontramos, por lo cual debemos recurrir a la normativa reglamentaria de la SBS.

En ese sentido, el numeral 31 del artículo 2 del Reglamento de Gestión de Conducta de Mercado del Sistema de Seguros, aprobado mediante Resolución SBS 4143-2019 (en adelante, Reglamento de Conducta de Mercado) define a los seguros obligatorios como "seguros cuya contratación y condiciones de cobertura son exigidas por **norma legal expresa**" [el énfasis es nuestro]. Por tanto, teniendo en cuenta dicha definición, bastante general por cierto, este tipo de seguros se refieren a aquellos que son requeridos por una **normativa sectorial específica** y, adicionando lo regulado por la Octava Disposición Complementaria Final y Modificatoria de LCS, pareciera que deben ser contratados por una empresa de seguros constituida bajo la ley de la República del Perú sin realizar alguna diferenciación entre la gran cantidad de seguros que estarían dentro del alcance de dicha definición.

De forma adicional, el artículo 1 del Reglamento de Conducta de Mercado, de manera similar a lo regulado por la LCS, indica expresamente que su aplicación es **supletoria** a la contratación de los seguros obligatorios, reconociendo, por tanto, al igual que la LCS, la aplicación directa y preferencia de la normativa sectorial. Ahora bien, la SBS mediante lo que consideramos una **interpretación literal** de los artículos anteriormente mencionados, ha publicado en su página web una relación (no taxativa) de los seguros obligatorios señalados en la normativa peruana[20], entre los cuales se encuentran los seguros de responsabilidad civil para, entre otras, las siguientes actividades: (i) gestión de residuos sólidos; (ii) almacenamiento de hidrocarburos; (iii) venta de gas licuado; y (iv) distribución de gas natural.

Por otro lado, el artículo 1988 del Código Civil[21] establece que la ley (especial o específica) determinará el tipo de daño sujeto al régimen del seguro obligatorio además de las demás características de este tipo de seguros. Esta norma tampoco define qué es un seguro obligatorio. Sin embargo, en línea con lo mencionado por Torres, el Código Civil hace una remisión total a la regulación especial de este tipo de seguros para que los regulen en función de la actividad que buscan cubrir, reconociendo, de esta manera, su aplicación supletoria (de forma similar a la LCS y el Reglamento de Conducta de Mercado). Así, dicho autor señala que el seguro obligatorio tiene la finalidad de brindar una reparación efectiva y rápida respecto de un daño injustificado (frecuente y grave) que sufre una persona resultante de actividades riesgosas o peligrosas (por su propia naturaleza o el modo de ejercicio) (Torres, 2016). En ese sentido, los seguros obligatorios buscan proteger a la persona de ciertos daños que ocurren con frecuencia en la sociedad y que, por sus características, suelen ser graves respecto de actividades usuales y necesarias que, por su naturaleza, pueden ser riesgosas (como, por ejemplo, los accidentes de tránsito, ciertos trabajos de alto riesgo como los de obra, entre otros).

Ahora bien, debemos enfatizar que la LCS como la respectiva normativa reglamentaria emitida por la SBS e incluso el Código Civil señala, como hemos mencionado, la aplicación **supletoria** de dichas normas. Por tanto, deberá aplicarse de forma directa y preferente la normativa sectorial que sea aplicable a las determinadas actividades que exigen para su desarrollo la contratación de seguros en función de los riesgos que se encuentran vinculados a estas.

[19] Octava Disposición Complementaria Final y Modificatoria.- Los seguros obligatorios deberán ser contratados con empresas de seguro constituidas en el Perú y debidamente autorizadas por la Superintendencia (2012).

[20] Véase a Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (s.f.a).

[21] Artículo 1988.- La ley determina el tipo de daño sujeto al régimen de seguro obligatorio, las personas que deben contratar las pólizas y la naturaleza, límites y demás características de tal seguro (1984).

En virtud de ello, consideramos que la obligación de contratar un seguro con una empresa de seguros peruana y que, además, califiquen como 'obligatorios' debe ser determinado por la normativa sectorial que sea aplicable, en función de las características que se regulen del respectivo seguro. Ello teniendo en cuenta que este tipo de seguros suelen ser ampliamente regulados por las normativas sectoriales, por lo cual, cualquier limitación debería constar en dichas normas. A continuación, nos explicamos con ejemplos.

Los explotadores de la actividad aeronáutica deben contar con seguros de responsabilidad civil. En ese sentido, el Título XIII del Capítulo XII de la Ley de Aeronáutica Civil, Ley 27261 (en adelante, LAC), regula los seguros que deben tener los explotadores de dicha actividad. La LAC califica a los mismos como 'obligatorios', según los artículos 97 y 146 de la referida ley. Bajo nuestra opinión, esta obligatoriedad implica que los explotadores y titulares de permisos de operación que realizan operaciones de Aviación Civil en el ámbito nacional, por disposición normativa, **están obligados a contratar seguros** que cubran los riesgos para pasajeros, tripulantes, equipajes facturados, los efectos personales del pasajero, carga y para los daños y perjuicios causados a terceros en la superficie. No obstante, **ninguna disposición normativa aeronáutica (ni la LAC ni cualquier otra) exige que se deberán contratar estos seguros únicamente con una aseguradora peruana regulada por la SBS**. Consideramos que este aspecto debe estar expresamente señalado en la normativa sectorial aplicable a la explotación de la actividad de aeronáutica civil.

Cabe señalar que la LAC y su Reglamento, aprobado por Decreto Supremo 050-2001-MTC, regulan todos los aspectos vinculados a la póliza y al seguro que serán contratados por los operadores de la Aviación Civil, es decir, estas normas señalan de forma expresa, sus requisitos, las condiciones mínimas, riesgos que deben ser cubiertos, entre otros. Por tanto, es evidente que los seguros se encuentran ampliamente regulados por la normativa aeronáutica, por lo cual, consideramos que se debe regir por la misma y aplicar únicamente de forma supletoria la LCS, el Código Civil y la normativa reglamentaria de la SBS. En virtud de ello, teniendo en cuenta que dichas normas sectoriales (es decir, la LAC y su Reglamento) no señalan que los seguros vinculados a la operación de Aviación Civil deben ser contratados con una empresa de seguros peruana debidamente autorizada por la SBS[22], consideramos que esta limitación no debe ser aplicable a este tipo de seguros, aunque estén calificados como 'obligatorios', en función de la libertad de contratar que señalaremos más adelante.

Dicho esto, sostenemos que la Octava Disposición Final y Modificatoria de la LCS está destinada a regular ciertos seguros que por su naturaleza deben ser emitidos por compañías de seguros peruanas por el riesgo que cubren, como, por ejemplo, el Seguro Obligatorio por Accidentes de Tránsito (en adelante, SOAT), que está destinado a la cobertura de accidentes de tránsito ocasionados por vehículos que transiten en todo territorio nacional[23]. En ese sentido, de acuerdo con lo señalado por Torres, el SOAT fue instituido en 1999 para que cada vehículo automotor que circule en territorio peruano cuente, de forma obligatoria, con una póliza vigente (contratado por el propietario o el prestador del servicio de transporte), en calidad de seguros de accidentes corporales como, por ejemplo, lesiones, entre otros (Torres, 2015).

Una vez ocurrido el accidente y que existan lesiones de por medio, el SOAT se activa sin requerir una investigación o algún pronunciamiento de una autoridad (Torres, 2015). Así, dado que los accidentes de tránsito son de alto riesgo y probabilidad frecuente, el legislador optó por requerir la contratación del SOAT para que circule cualquier vehículo automotor en el Perú, y debido a los riesgos que cubre (accidentes personales), la forma más sencilla para hacer efectiva la cobertura del siniestro para efectos de los terceros afectados es mediante la contratación con una empresa de seguros peruana, por temas procedimentales, de cobertura, entre otros.

Ahora bien, de forma distinta a la regulación de Aeronáutica Civil, el inciso c) del artículo 5 del Texto Único Ordenado del Reglamento Nacional de Responsabilidad Civil y Seguros Obligatorios por Accidentes de Tránsito, aprobado por Decreto Supremo 024-2002-MTC, que regula la obligatoriedad de la contratación del SOAT, define como 'Compañía de Seguro' a una "empresa **autorizada** por la Superintendencia de Banca y Seguros para operar en el Perú" [el énfasis es nuestro]; y, el artículo 11 señala que el SOAT debe ser contratado con las **compañías de seguros autorizadas por la SBS**. Es evidente, y concuerda con nuestra posición, que la normativa específica establece la obligatoriedad de contratar este tipo de seguros con una **aseguradora peruana**, en línea con lo regulado por la LCS.

[22] De nuestra experiencia, incluso la autoridad competente ha aceptado la contratación de este tipo de seguros con empresas de seguros extranjeras.

[23] Véase a Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (s.f.b).

B. Posibilidad de contratar un 'Seguro Obligatorio' con una empresa de seguros extranjera

El artículo 10 de la Ley General[24] regula el derecho de los residentes en Perú de contratar seguros y reaseguros **en el exterior**. En ese sentido, cualquier persona natural o jurídica residente o domiciliada en el Perú, puede libremente contratar pólizas de seguros de una empresa aseguradora extranjera para la cobertura de determinados riesgos, así como también contratar reaseguros. De este modo, la limitación que establece la Ley General es que empresas de seguros domiciliadas en el extranjero desarrollen y presten servicios vinculados a la actividad de aseguramiento o cobertura de riesgos en territorio peruano sin contar con la autorización de la SBS, en función de lo señalado en el numeral 2 del artículo 11 de la Ley General. Lo regulado en dicho inciso constituye un supuesto distinto a la contratación de un seguro en el extranjero, esto es, fuera del territorio peruano.

El sustento del artículo 10 de la Ley General anteriormente referido, consideramos, se encuentra en el inciso 14 del artículo 2 de la Constitución Política del Perú[25], el cual regula como derecho fundamental de la persona el **contratar con fines lícitos** (debiendo cumplir las partes involucradas con los límites de orden público y con los demás derechos fundamentales regulados en la Constitución). Además, el artículo 62 de la Constitución Política del Perú[26] regula la **libertad de contratar**, lo cual implica que las partes, como parte de su esfera jurídica, puedan pactar válidamente aquellos acuerdos que consideren pertinentes, de acuerdo y teniendo como límite las normas vigentes al momento de celebración del acuerdo y los principios generales del derecho.

Así, conforme lo señala Roppo, existe una esfera de libertad de las partes llamada la autonomía contractual[27], en virtud de la cual, estas pueden realizar elecciones voluntarias y libres para efectos de vincularse entre ellas. Por tanto, las partes deciden, por voluntad propia, que sus esferas jurídicas se vean afectadas con base en un determinado acuerdo que las vincule (Roppo, 2009). De esta forma, Landa reconoce que la libertad contractual también implica la libertad de las personas para que mediante un acuerdo de voluntades convengan sobre cualquier materia lícita para el derecho. Consideramos importante señalar que, según lo indicado por el Tribunal Constitucional[28], la autonomía de la voluntad tiene doble contenido: (i) la libertad de contratar (decidir cómo, cuándo y sobre todo con **quién** se contrata); y (ii) la libertad contractual (decidir el contenido del contrato) (Landa, 2014). En el caso de la limitación establecida en la Octava Disposición Final y Modificatoria de la LCS, se estaría restringiendo la libertad de contratar del contratante del seguro, al señalar que únicamente pueden vincularse para contratar un seguro obligatorio con empresas de seguros peruanas.

Dicho esto, teniendo en cuenta la libertad de contratar como parte del contenido de la autonomía de la voluntad, consagrada en la Constitución Política del Perú y en el artículo 10 de Ley General, no consideramos razonable que se limite sin fundamento que los residentes y domiciliados peruanos puedan decidir con quién contratar pólizas de seguros para determinados riesgos cuando normas sectoriales exigen su contratación de forma expresa, sobre todo cuando tenemos en el Perú un Sistema de Seguros muy concentrado[29]. En ese sentido, consideramos necesario que la SBS, teniendo en cuenta que es su normativa reglamentaria la que define a los seguros obligatorios, realice una mayor precisión respecto de qué seguros son calificados como obligatorios para efectos de la aplicación de la LCS y en concordancia por lo establecido por la Ley General. Ahora bien, consideramos que, basado en parámetros en razonabilidad, esta restricción para la contratación de seguros obligatorios debe encontrarse limitado a riesgos que únicamente deban ser cubiertos por empresas de seguros peruanas, por temas de practicidad y viabilidad.

Siguiendo con nuestro análisis, con relación a la contratación de seguros con empresas de seguros

[24] Artículo 10.- Los residentes en el país pueden contratar seguros y reaseguros en el exterior (1996).

[25] Artículo 2, inciso 14.- Toda persona tiene derecho [...]: A contratar con fines lícitos, siempre que no se contravengan leyes de orden público (1993).

[26] Artículo 62.- La libertad de contratar garantiza que las partes pueden pactar válidamente según las normas vigentes al tiempo del contrato. Los términos contractuales no pueden ser modificados por leyes u otras disposiciones de cualquier clase [...] (1993).

[27] Sinónimo, según el autor, de la libertad contractual.

[28] Fundamento Jurídico 2 de la Sentencia del Tribunal Constitucional del Perú recaída en el Expediente 02158-2002-AA, de fecha 4 de agosto de 2004.

[29] Por ejemplo, solo dos compañías de seguros peruanas ofrecen pólizas de aviación, las cuales no cubren la demanda de todos aquellos explotadores de la actividad aeronáutica. Por ello, es razonable que acudan a empresas de seguros extranjeras que cubran este tipo de riesgos técnicos.

extranjeras, la Trigésima Disposición Final y Complementaria de la Ley General[30] regula la posibilidad de que las empresas del sistema de seguros y/o proveedores de servicios relacionados con los seguros, domiciliados en el territorio de un país con el cual Perú mantenga vigente un Tratado Internacional en el que se haya permitido la contratación de los servicios de seguros y relacionados con los seguros contra riesgos relativos a transporte marítimo, aviación comercial, y lanzamiento y transportes especiales (incluidos satélites) se encuentran autorizadas para suministrar en el Perú tales servicios de seguros y relacionados. Así, dicha regulación expresa de la SBS, si tomamos en cuenta la definición señalada en el Reglamento de Conducta de Mercado para seguros obligatorios, iría en contra de la Octava Disposición Final y Modificatoria de la LCS en ciertos casos específicos, pues la contratación de diversos seguros incluidos en la Trigésima Disposición Final y Complementaria de la Ley General (como, por ejemplo, la aviación comercial), ha sido requerida por una norma en específico y, por tanto, calificaría como seguro obligatorio bajo la LCS y el Reglamento de Conducta de Mercado.

Como referencia adicional, debe tenerse en cuenta que la Ley General permite que las empresas de seguros domiciliadas en el extranjero suministren sus servicios en el Perú siempre que se encuentren vinculados a las actividades señaladas en la Trigésima Disposición Final y Complementaria de la Ley General (como la de aviación comercial que hemos utilizado de ejemplo a lo largo de esta sección). Cabe reiterar que esta disposición implica que exista un Tratado Internacional suscrito entre el Perú y el país en el que se encuentra domiciliada la empresa de seguros, requisito que debe ser evaluado antes de la contratación de la respectiva póliza.

C. De la clasificación de riesgo internacional

De acuerdo con el Reglamento para la Gestión y Contratación de Reaseguros y Coaseguros, aprobado mediante la Resolución SBS 4706-2017, se pueden contratar reaseguros de forma directa con empresas de reaseguros que no se encuentren establecidas en Perú, siempre que cuenten con una clasificación de riesgo internacional[31] considerada **no vulnerable** otorgada por determinadas clasificadoras (como, por ejemplo, Standard & Poor's, Moody's y Fitch Ratings). Para esto, se consideran como clasificaciones mínimas para ser considerada una reaseguradora no vulnerable a las siguientes:

Tabla 1

Empresa Clasificadora de Riesgo	Clasificación Mínima
Standard & Poor's	BBB
Moody's	Baa2
Fitch Ratings	BBB
A. M. Best	B+

Fuente: Elaboración propia

Consideramos que el **parámetro de no vulnerabilidad,** aplicado por la SBS para el caso de reaseguros, **debe también ser considerado para el caso de contratación de pólizas emitidas por una empresa de seguros extranjera**, en el marco del artículo 10 de la Ley General. Así, el contratante puede verificar que está realizando la contratación de una póliza sujeta a normativa extranjera, con una empresa de seguros confiable y con trayectoria en el mercado.

Incluso, para ciertos técnicos, la contratación de pólizas extranjeras puede proteger al contratante y al asegurado al contar las empresas aseguradoras extranjeras con una mejor clasificación financiera, lo cual implica que cuentan con una mejor fortaleza financiera en términos de cobertura de los riesgos técnicos involucrados.

D. Conclusiones

El numeral 31 del artículo 2 del Reglamento de Gestión de Conducta de Mercado define, de forma bastante general, los seguros obligatorios como aquellos que son requeridos por una **normativa sectorial específica** y, teniendo en cuenta lo regulado por la Octava Disposición Complementaria Final y Modificatoria de LCS, pareciera, erróneamen-

[30] Trigésima Disposición Final y Complementaria.-

> […] las empresas del sistema de seguros y/o proveedores de servicios relacionados con los seguros, domiciliados en el territorio de un país con el cual Perú mantenga vigente un Tratado Internacional en el que se haya permitido la contratación de los siguientes servicios de seguros y relacionados con los seguros:
>
> a) seguros contra riesgos relativos a:
>
> i) transporte marítimo, aviación comercial y lanzamiento y transporte espaciales (incluidos satélites), que cubran alguno o la totalidad de los siguientes elementos: las mercancías objeto de transporte, el vehículo que transporte las mercancías y cualquier responsabilidad
>
> que pueda derivarse de los mismos; y
>
> ii) mercancías en tránsito internacional […] (Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros, 1996).

[31] La clasificación de riesgo internacional no puede tener una antigüedad mayor de dieciocho (18) meses.

te desde nuestro punto de vista, que todos estos seguros deben ser contratados por una empresa de seguros constituida bajo la ley de la República del Perú. Ahora bien, la LCS, así como la respectiva normativa reglamentaria emitida por la SBS e incluso el Código Civil, señalan la aplicación supletoria de dichas nomas. Por tanto, deberá aplicar de forma directa y preferente la normativa sectorial específica para determinadas actividades que exigen para su desarrollo la contratación de seguros.

La normativa sectorial que exige la contratación de seguros de forma obligatoria suele regular, de forma amplia y específica, las características de los seguros, incluyendo sus condiciones mínimas, riesgos que deben ser cubiertos, entre otros. En virtud de ello, deben también delimitar si únicamente pueden ser contratados con empresas de seguros peruanas (como en el caso de la LAC y su Reglamento para las actividades de Aviación Civil). Dicho esto, sostenemos que la Octava Disposición Final y Modificatoria de la LCS está destinada a regular ciertos seguros que, por su naturaleza, deben ser emitidos por compañías de seguros peruanas por el riesgo que cubren (como por ejemplo, el SOAT) y no todos los seguros que sean requeridos por una norma expresa.

Una posición en contrario vulneraría la libertad de contratar del contratante de este tipo de seguros, teniendo como base una definición amplia y una disposición que, a nuestro parecer, es bastante restrictiva y puede afectar la cobertura de ciertos riesgos técnicos. Además, sería contraria a la Trigésima Disposición Final y Complementaria de la Ley General, que permite la contratación de seguros con empresas de seguros extranjeras constituidas en países con los que el Perú haya celebrado determinados Tratados Internacionales respecto de ciertas actividades (como la de aviación comercial) y que no vulneren el artículo 10 de la Ley General.

Finalmente, para efectos de proteger y beneficiar al contratante del seguro, consideramos que el parámetro de no vulnerabilidad aplicado por la SBS para contratar reaseguros de forma directa con empresas de reaseguros que no se encuentren establecidas en Perú, según el Reglamento de Reaseguros y Coaseguros, también debe ser considerado para el caso de contratación de pólizas emitidas por una empresa de seguros extranjera, en el marco del artículo 10 de la Ley General. Este tipo de contratación, como hemos mencionado, puede ser beneficioso para el contratante al obtener un seguro de una empresa con una mejor clasificación financiera, lo cual implica que cuenta con una también con fortaleza financiera más sólida en términos de cobertura de los riesgos técnicos involucrados.

V. EMISIÓN DE CARTAS FIANZAS POR EMPRESAS DE SEGUROS EN EL PERÚ

A. Las garantías

En una acepción amplia, una garantía puede ser entendida como un instrumento en virtud del cual un acreedor se asegura que su deudor cumplirá con la obligación a su cargo. Es lo que todo acreedor desea. A decir de Varsi Rospigliosi (2019), una garantía:

> [...] es cualquier medida o modo especial de asegurar la efectividad de un crédito, dependiendo de una obligación principal. Estas no solo deben ser entendidas en su contexto jurídico, su esencia es económica, y están dirigidas a permitir el desarrollo de los negocios y la sostenibilidad del sistema financiero (p. 14).

Si bien existe un concepto amplio y general del vocablo garantía, emplearemos en esta ocasión dicho término en un sentido restringido para referirnos a las denominadas garantías reales y a las garantías personales.

En ese sentido, siguiendo a Carlos Cárdenas Quiroz (2001):

> Entendida la garantía en los términos restringidos propuestos, cabe distinguir entre las reales y las personales. Las primeras, estarán referidas a un bien específico sobre el cual recae el gravamen, como sucede en los casos de la prenda y la hipoteca, habiéndose propuesto ampliar el concepto al punto de comprender entre ellas a figuras como el pacto de reserva de propiedad y las arras. Las segundas, en cambio, otorgan al acreedor una facultad que no involucra la afectación de un bien determinado, sino que puede hacerse efectiva directamente contra el deudor o un tercero (p. 219).

Ahora bien, las garantías personales a las que nos referiremos en este artículo son la fianza y la carta fianza, sobre todo esta última, cuya característica principal es que, en caso de que el deudor afianzado **no** cumpla con la obligación a su cargo, el acreedor podrá exigir al fiador que responda por la obligación y realice determinada prestación que, en la generalidad de los casos, es pagar una determinada cantidad de dinero.

Una desventaja para el acreedor sin garantías, además de la de tener un crédito al descubierto, es que tendrá que dedicar algún tiempo y recursos para verificar la solvencia y antecedentes crediticios de su potencial deudor. Incluso luego, una vez adquirida la acreencia y mientras esté vi-

gente, deberá mantener cierta vigilancia sobre su contraparte, ya que el patrimonio de esta puede variar, sin mencionar que el mismo deudor puede contraer obligaciones adicionales con terceros que podrían eventualmente comprometer sus bienes. Pretender que un acreedor esté en constante vigilancia del patrimonio de su deudor es excesivo, ya que significa una carga onerosa y una tarea en algunos casos difícil.

Luciano Barchi Velaochaga (2009) describe muy claramente esta circunstancia cuando menciona que:

> La condición del patrimonio del deudor como garantía de la responsabilidad asumida supone entonces que, previo a la constitución de la relación obligatoria, el eventual acreedor requiere obtener información sobre el eventual deudor y, una vez constituida, el acreedor necesita, hasta que se cumpla la obligación, supervisar la solvencia de su deudor. No obstante, el costo de la búsqueda de la información y de supervisión podría ser lo suficientemente alto para desanimar al eventual acreedor acerca del intercambio, han aparecido nuevas formas de garantías personales que permiten reducir los costos de información **en la medida que son otorgadas por entidades de reconocida solvencia y además su ejecución es inmediata** [el énfasis es nuestro] (p. 71).

Dicho esto, cabe indicar que las cartas fianza emitidas por las empresas de seguros, junto con las cartas fianza bancarias, pertenecen a esta clase de garantías.

B. Las cartas fianza

Aunque las cartas fianza, sobre todo las bancarias, están firmemente asentadas y difundidas en nuestra práctica comercial desde hace muchos años y son ampliamente empleadas, lo cierto es que su regulación específica ha sido paulatina y aún puede ser mejorada. Se puede apreciar, además, que la doctrina nacional no es unánime respecto de la naturaleza de las cartas fianza y su relación con el contrato de fianza, y hay diversas posiciones sobre el particular.

Así, para algunos autores las cartas fianzas se tratan de verdaderos contratos de fianza siempre que cuenten con la aceptación, al menos tácita, del acreedor (Arias Schreiber y Cárdenas, 1995). Otros consideran que, dentro del género de las garantías personales, las cartas fianza y las fianzas tradicionales (estas últimas reguladas como contratos nominados en los artículos 1868 y siguientes del Código Civil) son dos especies de un mismo género, con la diferencia de que la carta fianza es una garantía atípica dentro de nuestro ordenamiento jurídico, que tiene determinadas características particulares; también se ha opinado que las cartas fianza son 'contratos de garantía', distintos al Contrato de Fianza, ya que se tratarían de contratos unilaterales en cuanto a las obligaciones que generan (Barchi, 2009; De La Puente, 2004). Por otro lado, algunos estudiosos, por lo que se refiere a su formación, han opinado que el Contrato de Fianza puede ser de formación unilateral, sobre la base de lo establecido en el artículo 1381 del Código Civil que regula la 'aceptación excepcional' del contrato en aquellos casos en los que no se rehúsa la oferta (Cárdenas, 2008).

En la práctica comercial[32], se observa que las cartas fianza son emitidas por las empresas del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros en documentos que tienen el formato de una carta dirigida al beneficiario, firmada sólo por el emisor, donde se consignan los términos y condiciones de la garantía que se emite a su favor. El beneficiario y el deudor garantizado no intervienen en el documento.

Prescindiendo de las diversas opiniones acerca de su naturaleza, lo cierto es que la emisión de garantías personales bajo la modalidad de cartas fianza es una operación permitida a las empresas del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y que, según lo establecido por la SBS, se rige por las disposiciones del Contrato de Fianza contiene el Código Civil, con ciertas particularidades contenidas en la Ley General y en los demás Reglamentos de la SBS.

C. Las garantías personales y las operaciones de las Empresas del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros

Si bien es cierto que el artículo 221 de la Ley General permite a las empresas del Sistema Financiero "otorgar avales, fianzas y **otras garantías**, inclusive en favor de otras empresas del sistema financiero"[33] [el énfasis es nuestro], no sucede lo mismo con las empresas del Sistema de Seguros, las que tienen una doble restricción, contenida en el artículo 318 de la Ley General:

[32] Según el artículo 4 de la Ley General, los usos y las prácticas comerciales son de aplicación supletoria a las empresas de los Sistemas Financiero y de Seguros.

[33] Salvo que sean acreedores, es muy poco frecuente que las empresas del Sistema Financiero celebren contratos de fianza. Cuando, en cambio, son fiadores de sus clientes, emiten exclusivamente cartas fianza.

(i) Solo pueden emitir garantías personales bajo la forma de fianzas[34].

El que las empresas del Sistema de Seguros sólo puedan emitir garantías bajo la forma de fianzas implica que no puedan otorgar otros tipos de garantías personales que, si están permitidas a las empresas del Sistema Financiero, como las cartas de crédito (*standby letter of credit- SBLC)* o las garantías a primera demanda, reguladas por las reglas de la UCP 600 y de la URDG 758 de la Cámara de Comercio Internacional (CCI).

(ii) Una restricción adicional para las empresas de seguros es que, para emitir fianzas, según el artículo 318 de la Ley General, deben previamente ampliar su autorización de funcionamiento, lo que supone recurrir a la SBS e iniciar el trámite correspondiente[35].

Desde el 1 de junio de 2023 se encuentra vigente el Reglamento de seguros de crédito, de caución y de fianzas emitidas por las empresas de seguros, aprobado por la Resolución SBS 00332-2023 (en adelante, Reglamento Fianza), que hace una precisión respecto de los requisitos que deberán cumplir las empresas de seguros para emitir fianzas: (i) en caso se trate de la emisión de fianzas que garantizarán obligaciones crediticias, se debe solicitar autorización previa a la SBS[36]; o (ii) en caso se trate de la emisión de fianzas en garantía de obligaciones distintas a las crediticias, solo se deberá informar en forma previa a la SBS. En ambos casos se deben efectuar las modificaciones estatutarias que resulten necesarias e inscribirlas en la partida registral de la sociedad.

D. Dos normas que han sido emitidas por la SBS sobre esta materia

La SBS ha regulado las cartas fianza emitidas por las empresas de seguros básicamente en las siguientes dos normas:

a) La Circular SBS B-2101-2001/S-0590-2001, de aplicación, entre otras, a las empresas bancarias y a las empresas de seguros y de reaseguros, estableció precisiones para el otorgamiento y pago de avales, fianzas y otras garantías, y contribuyó en su momento a aclarar este panorama hasta entonces algo impreciso. Nos permitimos a este respecto citar la opinión de Jorge María Luzuriaga Chiappe (2008) sobre de la situación de las cartas fianza antes de la emisión de la Circular de la SBS B-2101-2001:

> En nuestro país, sin embargo, la situación de las cartas-fianza emitidas por los bancos comerciales era –hasta antes de la publicación de la Circular de la SBS B-2101-2001, de fecha 19 de Octubre del año 2001– bastante confusa, pues por su indesligable atadura al Contrato de Fianza regulado en los artículos 1868 al 1905 del Código Civil, se hacía necesario para el banco fiador, antes de efectuar el pago, comprobar fehacientemente que la obligación garantida había sido efectivamente incumplida por el deudor, lo que muchas veces daba lugar a engorrosas situaciones que se prolongaban por mucho tiempo y que, eventualmente, terminaban ventilándose a nivel del Poder Judicial (p. 2).

b) Por lo que a las empresas del Sistema de Seguros se refiere, desde el 1 de junio de 2023 se encuentra vigente el Reglamento Fianza.

A pesar de lo mencionado, las cartas fianza emitidas por empresas supervisadas por la SBS gozan de 'buena salud' y son una garantía muy apreciada por los acreedores debido a la seguridad que ofrece el patrimonio del fiador y a la facilidad con que pueden ser ejecutadas. No están libres de dificultades, pero, en general, gozan en la práctica de excelente reputación.

E. Las 'garantías autónomas'

Las llamadas garantías autónomas o independientes, también en ocasiones denominadas garantías abstractas, incondicionales, o a primer requerimiento,

> [...] nacieron a la vida jurídica como réplica a las garantías tradicionales, que precisan de trámites engorrosos y económicamente ineficientes, que frustran, por lo mismo, la posibilidad de llevar a efecto negociaciones financieramente relevantes. El hecho de contar con proveedores de garantía como establecimientos de crédito de reconocidas calidades de solvencia patrimonial, así como el hecho de no tener que entrar

[34] Por cierto, que la SBS ha aclarado en su página web, al publicar la lista de empresas de seguros autorizadas a emitir fianzas, que "[...] el término Fianza refiere indistintamente a Fianzas o Cartas Fianzas".

[35] Véase a Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (s.f.c.).

[36] El trámite es el establecido en el Procedimiento 209 del TUPA de la SBS, "Autorización para que las empresas de seguros emitan fianzas que garanticen obligaciones crediticias (Fianzas GOC)".

> en controversias judiciales para hacer efectivos los derechos, generan climas de confianza y eficiencia que propician el buen ejercicio de las operaciones de intercambio (García Vásquez, 2006, p. 15).

Lo que caracteriza a esta clase de garantías es precisamente que son autónomas respecto de la obligación garantizada y que el compromiso del garante es considerado válido con independencia de su causa. Se ha señalado que:

> La autonomía de la garantía, respecto a la relación garantizada, es el elemento característico y se manifiesta por medio de una cláusula en la cual está inequívocamente expresada la renuncia del garante a deducir cualquier medio de defensa referido a la relación principal (comprendida aquella de la invalidez de su fuente contractual), de manera que se le asegure al beneficiario en cada caso el pago de la suma de dinero contractualmente establecida. En otras palabras, el compromiso asumido por el garante es considerado válido con independencia de su causa, considerándose que la obligación que asume de pagar la garantía constituye una obligación autónoma, lo que explica adecuadamente que la obligación del garante sea una distinta de la del deudor de la relación subyacente (por lo cual la referencia a la «solidaridad» no es precisa) y que el garante no pueda oponer medios de defensa (lo que motiva un pago a primer requerimiento) (Barchi, 2018, p. 85).

En el Perú, aunque no tienen una consagración regulatoria expresa, las cartas fianza que emiten las empresas del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros serán garantías autónomas o independientes (o deberían ser consideradas como tales) en la medida que contengan cláusulas que obliguen a su realización automática, a primer requerimiento o similares, a pesar de que nada impide que se emitan sin estas características.

En cuanto a las empresas de seguros, es importante tener en cuenta lo indicado en el artículo 4 del Reglamento Fianza, en el sentido de que las fianzas emitidas bajo las características de incondicionales, solidarias, irrevocables y de realización automática a solo requerimiento, o con cláusulas similares, no deben tener o condiciones o requisitos previos para el pago, por lo que "deberán ser honradas por la empresa garante sin más trámite, a simple requerimiento del acreedor o beneficiario de la garantía, efectuado por escrito", de acuerdo a lo que disponen los numerales 5.1 y 5.2 de la Circular SBS S-0590-2001.

Es recomendable, por esta razón, examinar detenidamente el texto de cada garantía en particular, ya que la literalidad del documento determinará si nos encontramos frente a una garantía independiente o no.

Acerca de la literalidad, conviene tener presente lo opinado por la SBS en su Oficio 5196-2011, del 27 de enero de 2011, dirigido a la OSCE, en el que indica:

> La carta fianza es una operación eminentemente formal y **se rige por el principio de literalidad**, por el cual la forma como se obliga la entidad emisora se encuentra expresamente establecida en el propio documento del que fluye su obligación (carta Fianza).
>
> [...]
>
> Sobre el particular, la regulación vigente no establece que información deben contener las cartas fianza, sino que su contenido se sujeta al principio de literalidad antes acotado y en ese sentido, dicho documento **debe contener toda la información que se estime relevante para establecer, claramente, el ámbito de aplicación de la garantía y si a ello contribuye la data consultada, deberá hacerse**. A este fin debe queda claro que para que la garantía sea eficaz y no presente dificultades al momento de su ejecución, debe permitir, unívocamente, de su lectura determinar de modo preciso lo que es objeto de cobertura pues de lo contrario, la empresa emisora podría negarse a su ejecución [el énfasis es nuestro].

F. Las fianzas y cartas fianza emitidas por las Empresas del Sistema de Seguros

Como ya lo hemos indicado, de acuerdo con el artículo 318 de la Ley General, las empresas de seguros y/o de reaseguros pueden emitir fianzas (y, se entiende, cartas fianza). La SBS, primero mediante la Resolución SBS 4025-2016 y, posteriormente, a través del Reglamento Fianza, hizo una distinción entre las fianzas que garantizan obligaciones crediticias y las fianzas que respaldan otro tipo de obligaciones, precisando que las fianzas que garantizan obligaciones crediticias solo pueden ser emitidas si la empresa de seguros cuenta con autorización previa de la SBS para este tipo de operaciones y, por su naturaleza, son consideradas como operaciones sujetas a riesgo de crédito y afectas a la constitución de provisiones, requerimientos de patrimonio efectivo y a los límites de concentración propios del Sistema Financiero.

La emisión de fianzas que garantizan otras obligaciones, distintas a las obligaciones crediticias, no requiere de autorización previa por parte de la SBS, pero solo puede ser realizada luego de que la empresa de seguros envíe información que susten-

ta la nueva operación y la forma en que se gestionará sus riesgos.

1. Fianzas que garantizan obligaciones crediticias (Fianzas GOC)

Este tipo de fianzas sólo pueden ser emitidas por las empresas de seguros y/o de reaseguros previa ampliación de su autorización de funcionamiento[37], conforme a lo previsto en el artículo 318 de la Ley General. La autorización permitiría tanto la celebración de contratos de fianza como la emisión de cartas fianza.

Se tratan estas fianzas de aquellas emitidas para garantizar obligaciones de pagar sumas de dinero u 'obligaciones crediticias', como las denomina la SBS, quien las considera operaciones sujetas a riesgo de crédito, sin vinculación con el riesgo de caución[38], por lo que están afectas a la constitución de provisiones, requerimientos de patrimonio efectivo y a los límites de concentración del sistema financiero[39]. Son consideradas por la SBS como una modalidad o tipo de 'financiamiento'[40] y, más exactamente, como un financiamiento concedido bajo la modalidad de 'créditos indirectos o contingentes'[41].

2. Las fianzas que respaldan otro tipo de obligaciones

La emisión de fianzas que garantizan obligaciones distintas a las obligaciones crediticias no requiere de autorización previa de la SBS. Este tipo de fianzas están definidas por exclusión, ya que son todas aquellas fianzas que no garantizan obligaciones crediticias. Involucran 'riesgo de caución', por lo que reciben el tratamiento propio de las operaciones de seguros.

Un caso a tener en cuenta es el de aquella fianza emitida para garantizar 'el fiel cumplimiento' de un contrato complejo, que contiene obligaciones diversas, que involucran prestaciones de distinta naturaleza, incluyendo tanto obligaciones de dar sumas de dinero como también obligaciones de dar otra clase de bienes, además de obligaciones de hacer o de no hacer. Este sería el caso, por ejemplo, de aquellas fianzas que garantizan el fiel cumplimiento de contratos de obra de gran envergadura, en los que el afianzado tiene asumidas múltiples y muy diferentes obligaciones. Se trata de un asunto opinable y discutible el tratar de calificar a la garantía como una fianza GOC o como una fianza GOO, pero importante, ya que determinará el tratamiento que la empresa emisora deberá dar a la fianza o carta fianza para efectos contables y de registro de la operación en general.

G. Las Fianzas y las Pólizas de Caución

El artículo 318 de la Ley General, al señalar las operaciones que pueden realizar las empresas de seguros, indica que también están autorizadas "para emitir pólizas de caución vinculadas a prestaciones de hacer o de no hacer" (1996). Se tratan, estas pólizas, de un producto de seguro, a diferencia de las fianzas o cartas fianza que son emitidas para garantizar obligaciones crediticias.

De la Ley General y de la regulación emitida por la SBS se desprende que las fianzas emitidas por las empresas de seguros pueden cubrir obligaciones de dar (incluyendo obligaciones de dar sumas de dinero), de hacer y de no hacer, mientras que las pólizas de caución, por el contrario, solo pueden cubrir obligaciones de hacer y de no hacer (o de-

[37] El Procedimiento 209 del Texto Único de Procedimientos Administrativos (TUPA) de la Superintendencia, describe el procedimiento y requisitos necesarios para expedir esta autorización complementaria para que una empresa de seguros pueda emitir Cartas Fianza que garanticen obligaciones crediticias.

[38] El numeral 54 de la sección II del Capítulo II 'Riesgos' del Plan de Cuentas para las Empresas del Sistema Asegurador define el riesgo de caución:

> Por el seguro de caución el asegurador se obliga frente al asegurado, dentro de los límites y condiciones establecidas en el contrato y en la ley aplicable, a indemnizarlo en caso de que el contratante o tomador del seguro incumpla sus obligaciones contractuales o legales garantizadas, **distintas a la entrega de dinero**" (2016) [el énfasis es nuestro].

[39] De acuerdo con lo establecido en el numeral 3.3 del artículo 3 del Reglamento de los Requerimientos Patrimoniales de las empresas de Seguros y Reaseguros, aprobado por Resolución 1124-2006-SBS, entre los activos y contingentes sujetos a riesgo de crédito se encuentran "las fianzas otorgadas por las empresas, referidas a aquellas garantías sobre obligaciones crediticias. Para tal efecto, se entiende por obligación crediticia aquella que consista únicamente en el pago de una suma de dinero".

[40] La Circular SBS B-2148-2005 - S-0613-2005 (aplicable a las 'Empresas de Seguros') define a los 'financiamientos' como:

> […] los créditos directos, cuentas por cobrar, arrendamientos financieros, inversiones, exposición crediticia equivalente de las operaciones con derivados y **los créditos contingentes**, a excepción de las líneas de crédito no utilizadas y los créditos aprobados no desembolsados, cuyos compromisos puedan ser terminados o cancelados unilateralmente por la empresa en cualquier momento [el énfasis es nuestro].

[41] La misma Circular SBS B-2148-2005/ S-0613-2005 define a los 'Créditos Indirectos' o a los 'Créditos Contingentes' como los que "representan los avales, **las cartas fianza**, las aceptaciones bancarias, las cartas de crédito, los créditos aprobados no desembolsados y las líneas de crédito no utilizadas" [el énfasis es nuestro].

ben estar vinculadas a 'prestaciones de hacer o no hacer', como lo menciona la Ley General).

En el siguiente cuadro se grafican estas alternativas:

Cuadro 1

Fuente: Elaboración propia

1. Las Fianzas, las Pólizas de Caución, el Seguro de Crédito

Las pólizas de caución y los seguros de crédito tienen una finalidad similar a las cartas fianzas en varios aspectos; sin embargo, los dos primeros productos pertenecen al mundo de los seguros de daños patrimoniales, de acuerdo con la opción que ha tomado nuestro legislador y que ha sido reiterada por la SBS:

> [...] la instrumentalización de los seguros de caución en documentos característicos del seguro, como es la póliza; el hecho de que la contraprestación asumida por el tomador del seguro sea una prima, y que en el contenido de la póliza se puedan pactar cláusulas relativas a la descripción del riesgo, así como a la indisputabilidad de la prima, son circunstancias que impiden atribuir al seguro de caución la naturaleza jurídica de la fianza[42].

Esta afirmación es también perfectamente aplicable al Seguro de Crédito.

A continuación, efectuamos una comparación, muy simplificada, de las Cartas Fianzas, el Seguro de Caución y el Seguro de Crédito sobre la base de las normas existentes, para el cual nos ha resultado muy ilustrativo lo opinado por Erika J. Valdivieso López (2017) en la obra que sobre el Contrato de Seguro tiene publicada la Universidad de Piura [43]:

Tabla 2

Carta Fianza	Póliza de Caución	Seguro de Crédito
El Contratante es el deudor	El Contratante es el deudor	El Contratante es el acreedor
La aseguradora está obligada a pagar la carta fianza ante un incumplimiento del Contratante	La aseguradora está obligada a pagar el seguro ante un incumplimiento del Contratante	La aseguradora está obligada a pagar el seguro ante un incumplimiento de los deudores del contratante
El Contratante es distinto del beneficiario de la fianza.	El Contratante es distinto del Asegurado	El Contratante es el Asegurado
El Beneficiario es un tercero	El Asegurado es un tercero	El Asegurado es el Contratante
Cubre obligaciones de dar sumas de dinero, obligaciones de dar otros bienes, obligaciones de hacer y obligaciones de no hacer.	Cubre obligaciones de hacer o no hacer. No puede cubrir obligaciones de dar sumas de dinero.	Cubre obligaciones de dar sumas de dinero.
La empresa de seguros paga determinada cantidad de dinero al beneficiario si una obligación ajena no es cumplida por el deudor.	La empresa de seguros indemniza al Asegurado en caso de que el contratante o tomador seguro incumpla alguna obligación, distinta a una obligación crediticia.	La empresa de seguros indemniza al Asegurado o Beneficiario en caso se produzca la insolvencia de sus clientes
Cubre operaciones concretas	Cubre operaciones concretas	Cubre el monto de las cuentas por cobrar de una cartera de clientes del Contratante o Asegurado

42 Oficio 28355-2013-SBS, del 9 de julio de 2013, dirigido a la Intendente Nacional de la Sunat.

43 Véase a Valdivieso, E (2017).

Carta Fianza	Póliza de Caución	Seguro de Crédito
Puede emplearse para asegurar créditos otorgados por empresas del sistema financiero.	No aplica (sólo asegura obligaciones de hacer o no hacer)	No puede emplearse para asegurar créditos otorgados por empresas del sistema financiero.
Implica riesgo de crédito.	Implica riesgo de caución.	Implica riesgo de caución.
No interviene 'Ajustador de Seguros' (en principio)	Interviene 'Ajustador de Seguros'	Interviene 'Ajustador de Seguros'.
A las fianzas que garantizan operaciones crediticias se les aplica el tratamiento de operaciones de crédito. A las demás fianzas se les aplica el tratamiento de operaciones de seguros.	Se aplica el tratamiento de operaciones de seguros.	Se aplica el tratamiento de operaciones de seguros.

Fuente: Elaboración propia

Por lo expuesto hasta ahora, puede apreciarse que las cartas fianzas emitidas por las empresas de seguros y/o de reaseguros pueden garantizar un universo de obligaciones muy amplio, más amplio que el universo de obligaciones que pueden garantizarse con pólizas de caución. Inclusive, respecto de las cartas fianza emitidas por las empresas del sistema financiero, no les alcanzaría la prohibición de garantizar operaciones de mutuo dinerario que se celebren entre terceros cuando ninguno de esos terceros sea una empresa del sistema financiero, o un banco o una financiera del exterior.

VI. REGULACIÓN DE LOS CONTRATOS DE REASEGUROS SUJETOS A LA LEGISLACIÓN PERUANA

Para cerrar este artículo, nos parece relevante analizar el régimen legal que resulta aplicable a los contratos de reaseguros en el Perú. Este tipo de acuerdos celebrados entre empresas especializadas (es decir, empresa de seguros y empresa de reaseguros locales o extranjeras) constituyen, en su mayoría, contratos especializados y estandarizados, salvo por alguna estipulación en particular consistente en que las partes discutan y, con base en ello, acuerden modificar. En algunas ocasiones, las empresas de seguros peruanas deciden celebrar contratos de reaseguros con otras empresas de reaseguros domiciliadas en el exterior por diversas causas específicas, entre estas, el riesgo muy especializado que ha sido cubierto por el contrato de seguro base (como, por ejemplo, algún seguro aeronáutico, marítimo, entre otros). En estos casos, es posible que los contratos de reaseguros, según lo pactado entre las partes, se sometan a alguna legislación y jurisdicción extranjera y no a la peruana.

Por otro lado, los contratos de reaseguros también pueden encontrarse sujetos a la legislación y jurisdicción peruana, no habiendo, para ello, ninguna prohibición legal[44]. En estos casos, según nuestra experiencia y siempre que intervenga una empresa reaseguradora extranjera, cuando ocurre algún siniestro cubierto por el seguro base que conlleve a que se active el reaseguro, las partes discuten el marco legal peruano que resulta aplicable al contrato de reaseguro. Con base en ello, mediante el presente artículo, buscamos identificar la naturaleza jurídica de este tipo de acuerdos para, luego, determinar la normativa aplicable a los contratos de reaseguros celebrados bajo la normativa peruana.

A. Contrato de Reaseguro: definición y sus principales características bajo la normativa peruana

El contrato de reaseguro es el acuerdo mediante el cual una empresa de seguros (cedente) transfiere la totalidad (100%) o una parte de los riesgos asumidos por esta en virtud de un contrato de seguro (contrato base) celebrado con un tercero (contratante/asegurado) a una empresa reaseguradora local o extranjera, a cambio de que esta última reciba el pago de una prima (prima del reaseguro). Según lo señala la Asociación Peruana de Empresas de Seguros (en adelante, APESEG), el reaseguro funciona como 'el seguro del seguro'[45]. Sin embargo, es importante tener en cuenta que el reaseguro, en realidad, tiene como propósito principal cubrir el patrimonio de la empresa de seguros ante un siniestro cubierto por un contrato de seguro que esta ha otorgado.

Ahora bien, el artículo 138 de la LCS define al contrato de reaseguro como el acuerdo por el cual el

[44] Debiendo observar las empresas reaseguradoras los requisitos incluidos en la Ley General, el Reglamento para la Contratación y Gestión de Reaseguros y Coaseguros, aprobado mediante Resolución SBS 4706-2017 y demás normativa reglamentaria que sea aplicable.

[45] Véase a Asociación Peruana de Empresas de Seguros (2020)

reasegurador se obliga al pago de la deuda (consecuencias patrimoniales) que se origina del patrimonio reasegurado, derivado de un riesgo asumido, en su calidad de asegurador, en el marco de un contrato de seguro. Por otro lado, de acuerdo con el Reglamento para la Gestión y Contratación de Reaseguros y Coaseguros (en adelante, Reglamento Reaseguro SBS), aprobado mediante Resolución SBS 4706-2017, el reaseguro se puede dividir en:

– **Facultativo:** Contrato de reaseguro vinculado a un riesgo o a una póliza individual, mediante el cual la empresa de seguros y el reasegurador tienen la **facultad** de ceder y aceptar, según sea aplicable, un determinado riesgo. Es decir, la cesión y aceptación queda a discreción de cada una de las partes pertinentes.

– **Automático (obligatorio):** Contrato de reaseguro en el que la empresa de seguros y el reasegurador pactan la transferencia y aceptación **obligatoria** de riesgos. En ese sentido, las partes estarán vinculadas por una relación contractual que implica que el reasegurador asuma obligatoriamente determinados riesgos (según los límites pactados por las partes).

– **Facultativo-obligatorio**: Contrato de reaseguro mediante el cual las partes establecen la cesión facultativa de riesgos por parte de la empresa de seguros y la aceptación obligatoria de dichos riesgos por parte de la empresa reaseguradora. Es decir, es una mezcla entre el reaseguro automático y el facultativo.

Dentro de dicha división, los reaseguros podrán ser proporcionales o no proporcionales, dependiendo de si la empresa de seguros y el reasegurador comparten de forma proporcional la cobertura del riesgo delimitado con base en el contrato de seguro base o si la responsabilidad del reasegurador 'nace' cuando los siniestros ocurridos exceden el límite de retención o si existe una prioridad por parte de la empresa de seguros, según el contrato de seguro base, debiendo intervenir, por tanto, el reasegurador solo en ese escenario.

Por otro lado, un aspecto importante de los reaseguros es que esta figura contractual permite que las empresas de seguros diversifiquen o dispersen los riesgos que asumen con base en su actividad como aseguradoras[46]. Esto permite, entre otros, que las empresas de seguros asuman grandes riesgos sin estar expuestos a pérdidas considerables en caso de siniestros, o que puedan brindar una mayor cobertura a determinados clientes.

Una vez explicada la definición de un reaseguro, consideramos necesario señalar las principales características de esta figura. En ese sentido, el contrato de reaseguro comparte ciertas características con el contrato de seguro, a pesar de ser figuras contractuales distintas. Además de la característica principal que comparten el reaseguro con el seguro que es la **transferencia de riesgo** con base en parámetros de onerosidad, dichas figuras tienen, entre otras, las siguientes similitudes: (i) bilateralidad; (ii) consensualidad; (iii) onerosidad; (iv) continuidad; y (v) aleatoriedad (Rodríguez, 1987).

Sin embargo, el contrato de reaseguro tiene características propias como, por ejemplo, la subordinación, las partes que los suscriben, su cobertura y su regulación (Rodríguez, 1987). En ese sentido, la subordinación implica, principalmente, que el reaseguro requiere necesariamente que exista un contrato de seguro base. No obstante, cabe indicar que el contrato de reaseguro **no** subordina las relaciones derivadas del contrato de seguro (ni el pago del siniestro cubierto por el seguro)[47], pues, como hemos mencionado, el contrato de seguro base cubre un riesgo distinto que el contrato de reaseguro.

Con relación a las partes que suscriben los contratos de reaseguros, si bien estamos ante una relación contractual entre empresas especializadas en la industria aseguradora, siendo el reaseguro un acuerdo muy sofisticado, consideramos que el poder de negociación no es equitativo en algunos casos. Nos explicamos: en algunas ocasiones, las empresas de reaseguradoras, sobre todo extranjeras, tienen un mayor poder de negociación al ser su cliente el que busca contratar una póliza de seguros peruana para el desarrollo de sus actividades comerciales, e incluso el reasegurador puede tener una especialización más profunda respecto del riesgo reasegurado.

Por otro lado, el reaseguro cubre las pérdidas (consecuencias) patrimoniales a las que se verá expuesta la empresa de seguros en caso se materialice un siniestro (riesgo) cubierto por el contrato de seguro base (póliza). Por el contrario, el contrato de seguro cubre un riesgo de forma directa a favor de un asegurado, de acuerdo con lo pactado con el contratante del seguro.

[46] Véase al artículo 3 del Reglamento Reaseguro SBS.

[47] De acuerdo con el artículo 139 de la LCS.

Una vez explicado la definición del contrato de reaseguro regulada en la normativa peruana y las principales características de este tipo de acuerdos, creemos que nos encontramos en una mejor posición para determinar la naturaleza jurídica del contrato de reaseguro para luego delimitar la normativa peruana que le sería aplicable a este tipo contractual.

B. Naturaleza jurídica de los Contratos de Reaseguros en el Perú

Una parte de la doctrina sostiene que los contratos de reaseguros en el Perú son calificados como contratos atípicos. Como definición general, los contratos atípicos son aquellos acuerdos válidos que no pueden ser subsumidos en un tipo contractual que se encuentre regulado expresamente en la normativa. Ahora bien, con base en el artículo 1354 del Código Civil peruano, las partes pueden celebrar este tipo de contratos con base en el ejercicio de su autonomía privada (libertad contractual)[48]. En ese sentido, los contratos atípicos se basan en un esquema contractual específico y particular derivado de la originalidad de las partes que no se puede subsumir en aquellos acuerdos típicos que regulan el tráfico jurídico, económico y comercial. Consideramos que los llamados 'contratos innominados', recogidos por el Código Civil peruano, son, en realidad, los contratos atípicos, es decir, aquellos que no tienen una fuente de integración legal (normativa específica supletoria) y que, por tanto, no están regulados en el ordenamiento jurídico peruano, pero están regidos por los principios generales del derecho, según sea aplicable a cada materia.

Un aspecto adicional que consideramos se debe tener en cuenta es que el contrato de reaseguro inicialmente, y antes de la LCS, fue considerado **atípico en su totalidad**, es decir, no se encontraba expresamente regulado en ninguna norma. No obstante, la LCS cambió dicho escenario e incluyó una sección que regula de forma expresa el contrato de reaseguro. No podemos sostener que dicha regulación es amplia y rigurosa, pero por lo menos nos brinda algunas características sobre el contenido del contrato de reaseguro (incluyendo, como hemos mencionado en la sección anterior, en su artículo 138, una definición general del contrato de reaseguro).

En ese sentido, consideramos que el análisis respecto de la naturaleza jurídica de los contratos de reaseguros debe responder a parámetros de tipicidad. Dicho esto, aunque todavía seguirá existiendo un gran elemento de la autonomía privada para estipular el clausulado, los términos y condiciones del contrato de reaseguro, no podemos negar que es un tipo contractual que, a la fecha, ya se encuentra regulado en la normativa peruana, tanto en la LCS, en el Reglamento Reaseguro SBS, como en la demás normativa reglamentaria emitida por la SBS.

Con relación a las disposiciones reglamentarias de la SBS, consideramos que su regulación permite también argumentar que no se puede concluir que el contrato de reaseguro es un contrato atípico, pues el mismo es, como hemos mencionado, un acuerdo que tiene nombre y regulación propia en el marco normativo peruano, pese a que su regulación no sea integral ni sistemática. En ese sentido, el contrato de reaseguro es más bien una 'contrato típico muy sofisticado', considerando que las partes que lo suscriben son empresas especializadas en la industria y teniendo en cuenta que les resulta aplicable la práctica y costumbres internacionales de la actividad reaseguradora.

C. ¿Qué normativa aplicaba a los Contratos de Reaseguros en Perú?

El artículo I de las Disposiciones Generales de la LCS establece que dicha norma se aplica **a todas las clases de seguros** y tiene carácter imperativo, salvo que admita expresamente lo contrario. Asimismo, es supletoria en los seguros obligatorios y en los que se encuentren regulados por leyes especiales. Con relación al reaseguro, el Título III que regula este tipo contractual únicamente contiene dos artículos (artículos 138 y 139 de la LCS), referidos en los numerales anteriores.

De forma adicional, con relación a la aplicación de la LCS a los contratos reaseguros, consideramos que es importante hacer un análisis de los artículos que sean afines al contrato de reaseguro y su estructura. En ese sentido, Vercher (2017), menciona:

> El artículo 1 de la Ley peruana indica que se caracteriza por su **imperatividad**, salvo que se disponga lo contrario. Los artículos 138 y 139 destinados al reaseguro **no indican nada en contrario, es decir, que se someten a la imperatividad de la Ley,** por lo que la traducción de ello se centra en que **no cabe alterar ni la definición del contrato de reaseguro, ni la imposibilidad de subordinar las relaciones del contrato de seguro al del reaseguro** […] (p. 761) [el énfasis es nuestro].

[48] Siempre que cumplan con los requisitos de validez señalados en el Código Civil.

Coincidimos con que la LCS tiene carácter imperativo y que, con base en ello, se debe aplicar algunas secciones de dicha norma a los contratos de reaseguros, teniendo en cuenta que son contratos típicos regulados expresamente en dicha norma y que comparten ciertas similitudes con los seguros en general.

Ahora bien, no hemos identificado alguna norma que, de forma expresa, señale que aplica la LCS directamente a los reaseguros. No obstante, es importante tener en cuenta la naturaleza y definición de estos acuerdos, indicadas en las secciones anteriores. Así, conforme lo hemos sostenido, un reaseguro implica una distribución de riesgos debido a que un asegurador traslada parte o la totalidad de su responsabilidad al reasegurador. Cabe señalar que al igual que las operaciones de seguros, el reasegurador recibe de la empresa de seguros una prima por el contrato de reaseguro. Además, el seguro y el reaseguro comparten el mismo propósito esencial, **la transferencia del riesgo**.

Incluso, en virtud de ello, algunos autores sostienen que no existe inconveniente en considerar los contratos de reaseguros **como una modalidad de seguro** (aunque no se cubra el riesgo directo del seguro) debido a sus similitudes y naturaleza, aunque tengan ciertas diferencias, de acuerdo con el siguiente detalle:

> En la actualidad, **no existe ninguna controversia en considerar que los contratos de reaseguro son una modalidad del contrato de seguro**, pues se dan las características de este, siendo clasificado, además, como un seguro contra daños, es decir, que se resarce el daño efectivamente causado al asegurado […] (Vercher, 2017, p. 759) [el énfasis es nuestro].

Dicho esto, analizando la estructura de la LCS, su ámbito de aplicación y la naturaleza del reaseguro, se puede sostener que dicha norma aplica a los contratos de reaseguros, **en específico el Título I (Disposiciones Generales) –en lo que sea pertinente– y el Título III (Contratos de Reaseguros)**. Como hemos mencionado, el reaseguro funciona como una modalidad de seguro, con ciertas particularidades entre empresas con un alto conocimiento del sistema de seguros. Además, el artículo I de la LCS señala claramente que dicha norma aplica para 'toda clase de seguro', por tanto, tiene un ámbito de interpretación amplio y, dentro de su regulación, se hace mención expresa a los contratos de reaseguros.

De forma adicional, si bien en los principios recogidos en el artículo II de la LCS se hace referencia al contrato de seguro de forma expresa, es importante tener en cuenta que estos son los que rigen la institución de los seguros en general en el Perú. Por ello, también deberían aplicar, según sea coherente, a los contratos de reaseguros que sean celebrados bajo ley peruana. Cabe indicar que en la normativa reglamentaria de la SBS vinculadas a la contratación de reaseguros en el Perú no se regulan estos principios generales. Por tanto, en caso no se considere aplicable directamente y de forma imperativa la LCS a los reaseguros, ello podría conllevar que la actuación de los reaseguradores en el Perú no esté correctamente delimitada, pudiendo afectar a las empresas de seguros.

No obstante, es importante mencionar que, desde otra perspectiva, podría argumentarse que las empresas de seguros son especializadas en este sistema, por tanto, no le deberían aplicar las garantías y protecciones reguladas en el Título I de la LCS. Sin embargo, bajo nuestra perspectiva, el hecho de que estemos frente a un contratante especializado no implica que se restrinja la aplicación de la LCS, sino que solo ciertas disposiciones aplicables a los asegurados en calidad de consumidores no sean aplicables, debiendo analizar cada caso concreto.

En función de lo mencionado, consideramos que los contratos de reaseguro sujetos a la ley peruana se encuentran regulados, en primer lugar y de manera específica al ser contratos típicos, por la **LCS** (artículos 138 y 139) y por las demás disposiciones de la LCS, en lo que fuese aplicable a su naturaleza y a la calidad/posición de las partes contratantes; luego, por la **Ley General** (y sus normas modificatorias); por las **disposiciones en materia de contratos de reaseguro emitidas por la SBS** (incluyendo el Reglamento Reaseguro SBS); por las disposiciones de **Derecho Mercantil** aplicables a esta materia (artículo 4 de la Ley General) y, finalmente, de manera supletoria y residual, por lo establecido por el Código Civil Peruano (Artículo IX del Título Preliminar del Código Civil).

D. Conclusiones

De acuerdo con lo regulado en la LCS, el contrato de reaseguro se encuentra normado expresamente en dicha norma. Este tipo de acuerdos implica que una empresa de seguros (cedente) transfiere la totalidad o una parte de los riesgos asumidos por esta en virtud de un contrato de seguro (contrato base) a una empresa reaseguradora local o extranjera. Ahora bien, conforme sea pactado por las partes, el contrato de reaseguro puede encontrarse sujeto a la normativa peruana como a la extranjera.

Con relación a los contratos de reaseguros sujetos a la normativa peruana, antes de la LCS, el contrato de reaseguro fue considerado atípico en su totalidad, y, por tanto, regulado exclusivamente por las disposiciones del Código Civil y los usos y costumbres del mercado de seguros. Actualmente, la LCS incluyó una sección que regula el contrato de reaseguro, y, por tanto, el escenario cambió. En sentido, consideramos que el contrato de reaseguro no se puede considerar un tipo contractual innominado ni, a nuestro parecer, tampoco atípico. Por el contrario, el contrato de reaseguro es un contrato típico muy sofisticado que comparte ciertas similitudes con el contrato de seguro en general.

La LCS tiene carácter imperativo y con base en ello, debe aplicar algunas secciones a los contratos de reaseguro. En específico, sostenemos que serían aplicable a este tipo de acuerdos el Título I (disposiciones generales, en lo que sea aplicable según la naturaleza del contrato de reaseguro) y el Título III (regulación específica de los reaseguros) de la LCS, teniendo en cuenta cada relación contractual y las partes involucradas. En segundo lugar, sería aplicable la Ley General; luego las disposiciones reglamentarias de la SBS sobre la materia (incluyendo el Reglamento Reaseguros SBS, entre otros); y las disposiciones mercantiles aplicables. Finalmente, aplicarían las disposiciones del Código Civil de manera residual y supletoria a este tipo contractual.

Luego de haber desarrollado cada una de las materias vinculadas al Derecho de Seguros en el Perú que elegimos para esta 'primera entrega', las cuales, como mencionamos, constituyen asuntos especializados que hemos visto en nuestra práctica profesional y de los que se ha escrito muy poco, esperamos contribuir para que exista una mayor claridad sobre estos temas que son bastante relevantes para el mercado de seguros peruano; y, además, sobre todo, despertar el interés del lector para que se continúe investigando y profundizando sobre esta materia, así como que nuestros 'apuntes prácticos' sean de utilidad para aquellos profesionales que se dedican a la actividad de los seguros y reaseguros (en el mundo del derecho o fuera de este).

Esperamos tener la oportunidad de, en un futuro (no tan lejano), regresar con una 'segunda entrega', con otros apuntes prácticos y que puedan ser de utilidad sobre otras materias del Derecho de Seguros sobre las que creemos sería necesario escribir. Además, también retornaremos con el artículo complementario y aclaratorio sobre los 'grandes riesgos' al que nos hemos referido en la segunda sección de este artículo.

REFERENCIAS

Arias-Schreiber, M (1995). *Exégesis del Código Civil de 1984.* Gaceta Jurídica.

Asociación Peruana de Empresas de Seguros (s.f.). LATAM Primas sobre PBI. *Asociación Peruana de Empresas de Seguros.* https://www.apeseg.org.pe/latam-primas-sobre-pbi/

(03 de diciembre de 2020). ¿Qué son el coaseguro y el reaseguro?. *Asociación Peruana de Empresas de Seguros*. https://www.apeseg.org.pe/2020/12/que-son-el-coaseguro-y-el-reaseguro/

Barchi, L. (8 de mayo de 2018). Aproximación a las mal llamadas cartas fianza bancarias: las garantías autónomas. *Jurídica: Suplemento de Análisis Legal de El Peruano.* https://hdl.handle.net/20.500.12724/6151.

(2009). La Carta Fianza Bancaria: Una Introducción a las garantías autónomas. *Advocatus*, (21), 71-98.

Cárdenas, C. (2001). Las Garantías del Derecho de Crédito y la Reforma del Código Civil del Perú de 1994. *Derecho & Sociedad*, (16), 219-235.

Cárdenas, L. (2008). La fianza como contrato de formación unilateral. Diálogo con la Jurisprudencia*, Gaceta Jurídica*, (121).

De la Puente, M (2004). El Contrato de Garantía. *THĒMIS-Revista De Derecho*, (49), 205-208.

García, D (2006). Garantías Independientes y Cartas de Patrocinio: Las mejores alternativas para el comercio internacional. *Revista Mercatoria*, (5).

Landa, C (2014). La constitucionalización del Derecho Civil: El derecho fundamental a la libertad contractual, sus alcances y sus límites. *THĒMIS-Revista De Derecho*, (66), 309-327.

Luzuriaga, J (2008). *La carta Fianza Bancaria en el Perú (a raíz de una consulta hecha por un banco local en un caso en el que se vio involucrado y que me tocó patrocinar).* https://www.academia.edu/33365122/LA_CARTA_FIANZA_BANCARIA_EN_EL_PERU_A_RAIZ_DE_UNA_CONSULTA_HECHA_POR_UN_BANCO_LOCAL_SOBRE_UN_CASO_EN_EL_QUE_SE_VIO_INVOLUCRADO_Y_QUE_ME_TOC%C3%93_PATROCINAR

Núñez del Prado, A (2017). Grandes riesgos e información tergiversada e incompleta. *Ius et Veritas*, (55), 184-196.

(2020). *Derecho de Seguros y Reaseguros*. Fondo Editorial PUCP.

Rodríguez, C (1987). *Derecho de Seguros y Reaseguros*. Fundación Bustamante De La Fuente.

Roppo, V. (2009). *El contrato como acuerdo: voluntad y libertad contractual.* Gaceta Jurídica.

Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (s.f.a.). *Relación de Seguros Obligatorios*. https://www.apeseg.org.pe/latam-primas-sobre-pbi/

(s.f.b.). *Seguros Obligatorios de Accidentes de Tránsito*. https://www.sbs.gob.pe/usuarios/seguros/seguros-obligatorios/seguros-obligatorios-de-accidentes-de-transito

(s.f.c.). *Empresas autorizadas a emitir cartas fianza*. https://www.sbs.gob.pe/supervisados-y-registros/empresas-supervisadas/informacion-sobre-supervisadas/sistema-financiero-supervisadas/relacion-de-empresas-que-se-encuentran-autorizadas-a-emitir-cartas-fianza

Torres, A (2015). *Tratado de responsabilidad civil contractual y extracontractual. Comentarios a las normas del Código Civil*. Instituto Pacífico

(2016). *Código Civil. Comentarios y Jurisprudencia, Concordancias, Antecedentes, Sumillas, Legislación Complementaria.* IDEMSA.

Valdivieso, E (2017). *Estudios sobre el Contrato de Seguro.* Universidad de Piura.

Varsi, E (2019). *Teoría general de los Derechos de Garantía*. https://repositorio.ulima.edu.pe/handle/20.500.12724/9190

Vercher, J (2017). *Estudios sobre el contrato de seguro*. Instituto Pacifico.

Zegarra, Á (2017). *Estudios sobre el Contrato de Seguro*. Instituto Pacífico.

LEGISLACIÓN, JURISPRUDENCIA Y OTROS DOCUMENTOS

Código Civil [CC], Decreto Legislativo 295, Diario Oficial *El Peruano*, 25 de julio de 1984 (Perú).

Defensoría del Asegurado [DEFASEG], 28 de octubre de 2019, Resolución 129/2019 (Perú).

Ley 26702, Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros, Diario Oficial *El Peruano,* 6 de diciembre de 1996 (Perú).

Ley 27261, Ley de Aeronáutica Civil del Perú, Diario Oficial *El Peruano,* 10 de mayo de 2000 (Perú).

Ley 29946, Ley del Contrato de Seguro, Diario Oficial *El Peruano,* 26 de noviembre de 2012 (Perú).

Resolución SBS 13278-2009, Reglamento de la Gestión Integral de Riesgos para las Cooperativas de Ahorro y Crédito, 22 de septiembre de 2009 (Perú).

10.18800/themis.202302.019

KID CAT BONDS, O EL CASO PARA LA EMISIÓN DE *CAT BONDS* CONTRA PÉRDIDAS POR EL NIÑO

KID CAT BONDS, OR THE CASE FOR ISSUANCE OF CAT BONDS AGAINST LOSSES DUE TO EL NIÑO

Alonso Barreda Ayllón*
Exmiembro de THĒMIS
Kennedys Law

We live in constant exposure to natural catastrophes. Its occurrences have taught us it is necessary to work on prevention of damages and mitigation of potential losses. Although risk management in Peru is still deficient, it is necessary to recognize there are tools that can help us protect our interests.

In this article, the author seeks to explain how catastrophic bonds or CAT Bonds work, presenting them as a hedge or financial alternative to face potential losses from next occurrences of El Niño.

Keywords: El Niño*; insurance; reinsurance; capital market; CAT Bond.*

Vivimos en constante exposición ante riesgos de la naturaleza. El tiempo nos ha enseñado que es necesario trabajar en la prevención de los daños y la mitigación de las pérdidas que se puedan generar. Por ello, es preciso reconocer que, si bien la gestión de riesgos en el Perú es todavía deficiente, existen herramientas que nos pueden ayudar a mantener nuestros intereses protegidos.

En el presente artículo, el autor busca explicar cómo funcionan los bonos catastróficos o CAT Bonds*, y los presenta como una alternativa de cobertura o financiamiento para hacer frente a las pérdidas económicas que puedan traer las siguientes ocurrencias de El Niño.*

Palabras clave: El Niño; seguros; reaseguros; mercado de capitales; CAT Bond.

* Abogado. Magíster en Economía y Finanzas Internacionales por la University of International Business and Economics, de Bejing, China; donde fue becario del programa Youth of Excellence Scheme. Legal Director en Kennedys Law (Lima, Perú), enfocado en derecho de seguros y reaseguros, asuntos societarios, asesoramiento financiero y de inversiones.

Nota del Editor: El presente artículo fue recibido por el Consejo Ejecutivo de THĒMIS-Revista de Derecho el 09 de octubre de 2023, y aceptado por el mismo el 15 de noviembre de 2023.

I. INTRODUCCIÓN

Perú es un país de gran diversidad geográfica y alta exposición a riesgos de la naturaleza: temblores, sequías, huaicos, heladas, terremotos, por nombrar algunos. Según INDECI, Perú ha sufrido más de 69 mil emergencias y desastres naturales[1] entre los años 2003 y 2017[2]. De estos, el Fenómeno del Niño es –quizá– el evento de la naturaleza más catastrófico para nuestro país.

De conformidad con las cifras publicadas por la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP's (en adelante, SBS), El Niño Costero 2016-2017 causó pérdidas materiales en exceso de USD 3 500 millones, y a los seis meses de la ocurrencia sólo se habían reclamado USD 610 millones a pólizas de seguro[3]. Es decir, más del 80% de las pérdidas fuera de cualquier tipo de cobertura de seguro; o cerca de USD 2 900 millones en pérdidas materiales a ser asumidas por las personas afectadas –salvo por alguna o subvención o programa de ayuda estatal–.

II. ¿QUÉ ES UN INSURANCE LINKED SECURITY?

Los *Insurance Linked Securities* o '(en adelante, ILS, por su siglas en inglés)' representan la titulización de riesgos de seguros y su transferencia al mercado de capitales.

Los agentes que soportan un determinado riesgo de ocurrencia (aseguradoras, reaseguradoras, fondos estatales, gobiernos, etc.) lo transfieren al mercado de capitales vía su titulización en un ILS (bonos, *swaps* u otro instrumento), mediante una Sociedad Vehículo de Propósito Especial (en adelante, SPV).

Estos instrumentos ofrecen a los inversionistas una tasa alta de rendimiento[4], así como la posibilidad de diversificar su portafolio en riesgos de seguros (comportamiento de un portafolio de pólizas u ocurrencia de un riesgo), ajenos a riesgos financieros, de mercado o de crédito. Al centralizar la operación en una SPV licenciada para suscribir el riesgo y titulizarlo, se permite a los inversionistas acceder a riesgos de seguro sin necesidad de licencia regulatoria, mediante la suscripción de un *security*. Empero, un ILS lleva implícito el riesgo de *default* total según ocurra el riesgo de seguro suscrito y titulizado.

Con el programa *Kover*, Hannover Re titulizó el primer ILS en 1994 y dio origen a una industria que, a octubre de 2023, alcanzó los USD 104.4 billones. De estos, USD 41 billones son *CAT Bonds*[5].

III. ¿QUÉ ES UN *CAT BOND*?

El huracán Andrew fue uno de clase cinco que azotó a las Bahamas, Florida y la Costa del Golfo, en agosto de 1992. Sólo en Florida causó pérdidas en exceso de USD 27 billones, de las cuales un total de USD 15.5 billones estaban aseguradas[6]. El huracán Andrew llevó a varias aseguradoras del mercado inmobiliario de Florida a la insolvencia, y motivó que los años siguientes fueran de mercado duro para la cobertura de riesgos catastróficos (poca capacidad de reaseguro y altas primas para su contratación).

En ese contexto, se crearon los *Catastrophic Bonds* ('*CAT Bonds')* para levantar fondos del mercado de capitales y así incrementar la cobertura disponible para hacer frente a riesgos catastróficos. El *CAT Bond* es un instrumento financiero que paga al 'originador' por una ocurrencia catastrófica (sea USD 500 millones en pérdidas por un huracán, un terremoto por encima de la escala 7.5 *Richter*, en un lugar específico, u otro), o que retorna el 'principal' al inversionista si no ocurre[7].

Los primeros *CAT Bonds* se emitieron algunos años después del huracán Andrew. Por ejemplo, en 1997 se emitieron[8]:

– USD 477 millones por la Asociación Automotriz de Estados Unidos (USAA), vía Residential Reinsurance Ltd., para financiar una capa de reaseguro contra huracanes clase 3, 4 y 5 en la costa este y costa del Golfo de

---

1 Según las Naciones Unidas, una emergencia se puede atender "mediante el uso de recursos ya disponibles localmente"; mientras que un desastre "requiere de asistencia externa para hacer frente a sus impactos" (Portal de Conocimiento UN-SPIDER, s.f.).

2 Véase a Presidencia del Consejo de Ministros [PCM] (2021, p.19).

3 Véase a Superintendencia de Banca y Seguros [SBS] (2017).

4 Por ejemplo, el Cat Bond Atlas Capital Reinsurance DAC (Series 2022-1) paga un cupón anual de 9.5%, el CAT Bond Hoplon Insurance Ltd. pagó la tasa de rendimiento del *european money market funds* más 12%; la primera serie del CAT Bond Kelvin Ltd. pagó 15.8%; etc.

5 Véase a Artemis (s.f.a). Combined ILS assets under management (AuM).

6 Véase a Polacek (2018).

7 Entiéndase 'principal' como el ticket o capital a pagarse para la adquisición del título de inversión.

8 Véase a Zolkos R. (21 de diciembre de 1997).

USA (Maine a Texas), y bajo un *trigger* de indemnidad.

– USD 137 millones por Swiss Re, vía SR Earthquake Fund Ltd., para la cobertura de pérdidas por un terremoto en California, bajo un *trigger* de pérdidas de la industria.

– USD 100 por millones Tokio Marine & Fire, vía Parametric Re Ltd. en retrocesión de Swiss Re, para el reaseguro de pérdidas por terremoto en la ciudad de Tokio, bajo un *trigger* paramétrico (magnitud, ubicación y profundidad del sismo).

Un *CAT Bond* es símil a una nota estructurada, que ofrece al inversionista el pago intereses periódicos (cupón) y el retorno del 'principal' ante la no-ocurrencia de un evento catastrófico determinado, durante el período de madurez. De lo contrario, si ocurre el evento catastrófico predeterminado en dicho periodo, el inversionista pierde todo o parte del 'principal' pagado.

La transacción se instrumentaliza en un contrato de (rea)seguro entre el 'originador' y la SPV[9], y la titulización del riesgo (re)asegurado en *CAT Bonds* por la SPV para su suscripción por el(los) inversionista(s). A mayor detalle:

– El **originador**: Puede ser una empresa aseguradora o reaseguradora, una compañía privada, un Estado u organismo multilateral, o cualquier otro agente con exposición a un riesgo catastrófico.

  Por ejemplo: Alphabet Inc, la matriz de Google, originó tres emisiones por un total de USD 608 millones de cobertura contra terremotos en California; la FIFA originó una emisión por USD 262 millones de cobertura en caso el Mundial 2006 se postergue más de un año por eventos de terrorismo; AIG originó una emisión por USD 100 millones para cubrir daños por vientos (tormentas y huracanes) en la Costa del Golfo y Costa Este de USA; el Gobierno de Jamaica, con el apoyo del Banco Mundial (International Bank for Reconstruction and Development), originó una emisión por USD 185 millones para la cobertura de daños por tormentas nominadas[10]; entre otros.

– La **SPV** (o SPRV): Es una sociedad de propósito especial con licencias regulatorias, creada específicamente para (re)asegurar el riesgo y titulizarlo en *CAT Bonds.* Por lo general, se constituyen en paraísos fiscales.

  Por ejemplo, Residential Reinsurance Ltd. (SPV de USAA en Islas Caimán) lleva más de cuarenta emisiones de *CAT Bonds* desde 1997; Sanders Re Ltd. (SPV de Allstate Insurance en Bermuda) más de quince emisiones desde 2008; y Everglades Re II Ltd. (SPV de Citizens Property Insurance en Bermuda) más de siete emisiones desde 2015[11].

– Los **inversionistas**: Generalmente sofisticados o institucionales. Los *CAT Bonds* se suelen colocar de manera privada, bajo regímenes excepcionales para inversionistas sofisticados o institucionales, quienes buscan diversificar sus riesgos en instrumentos de inversión ajenos a riesgos de mercado.

  Por ejemplo, Fermat Capital Management LLC maneja inversiones por más de USD 9.8 billones en ILS[12]; RenRe, vía su subsidiaria RenaissanceRe Capital Partner, maneja inversiones de USD 6.85 billones[13]; y SwissRe más de USD 4.3 billones a través de distintas subsidiarias (Swiss Re Insurance-Linked Investment Management Ltd., en Suiza o Swiss Re Insurance-Linked Investment Advisors Corporation, en USA) y *sidecars* (como Sector Re)[14].

Si bien la estructura, documentos y roles de las partes puede variar cuando la operación se origina por Estados u organismos multilaterales, por lo general, el 'originador' celebra un contrato de cesión del riesgo catastrófico en (rea)seguro con la SPV. Este contrato estipula el pago de prima(s) por la cesión del riesgo, así como el criterio para acreditar la ocurrencia catastrófica y el consecuente pago parcial o total de la cobertura -el *trigger.* A su vez, la SPV tituliza el riesgo en notas que incorporan el pago periódico de un cupón (intereses) y el eventual retorno parcial o total (o el *default*) del 'principal'.

9 Special Purpose Vehicle o SPRV (Special Purpose Reinsurance Vehicle).

10 Véase a Artemis (s.f.).

11 Véase a Artemis (s.f.c).

12 Véase a Artemis (s.f.d).

13 Véase a Artemis (s.f.i).

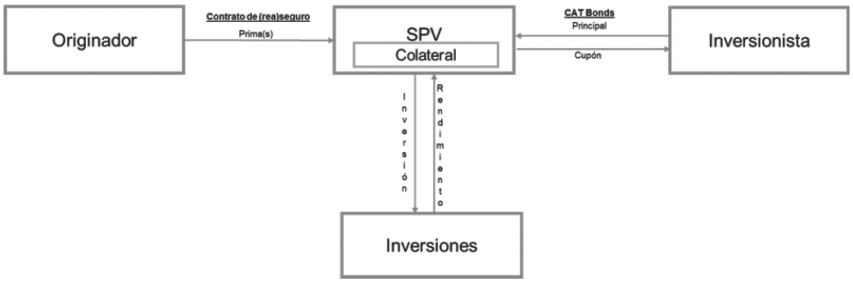
14 Véase a Artemis (s.f.f).

El 'principal' pagado por el inversionista se destina a una cuenta colateral (cuenta *escrow*, fideicomiso de administración y garantía, u otra) para su inversión en instrumentos de bajo riesgo. Las prima(s) pagadas por el 'originador' y el rendimiento de inversión del 'principal' se trasladan al inversionista en la forma de intereses (cupón), mientras que el 'principal' queda 'colateralizado' en garantía contra instrucciones específicas de ejecución (parcial o total) para el pago de la cobertura al 'originador' y/o el retorno al inversionista, si hubiera transcurrido el plazo sin una ocurrencia catastrófica o si aun hubieran fondos disponibles tras la(s) ejecución(es) parcial(es) del colateral.

Por lo general, los *CAT Bonds* se emiten en programas de 3 o 4 años, y durante el mismo periodo se renueva el contrato de (rea)seguro entre el 'originador' y la SPV. De esta manera, se garantizan períodos *back-to-back* entre la cobertura de la ocurrencia catastrófica bajo el (rea)seguro y la madurez de los bonos.

La emisión de un *CAT Bond* y sus flujos durante el periodo de madurez sin ocurrencia catastrófica es como sigue:

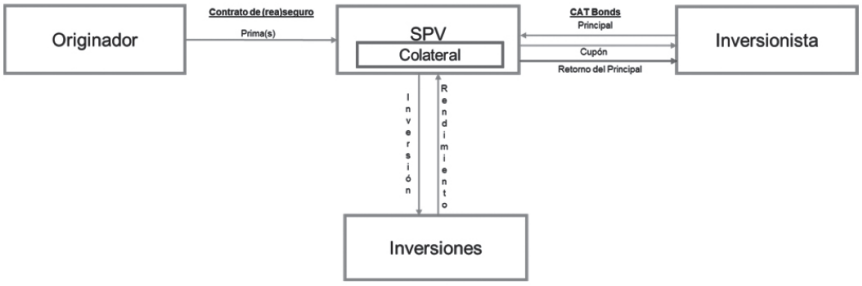
Gráfico 1



Fuente: Elaboración propia.

Si finaliza el período de madurez sin ocurrencia catastrófica se libera el colateral para el retorno del 'principal' al inversionista:

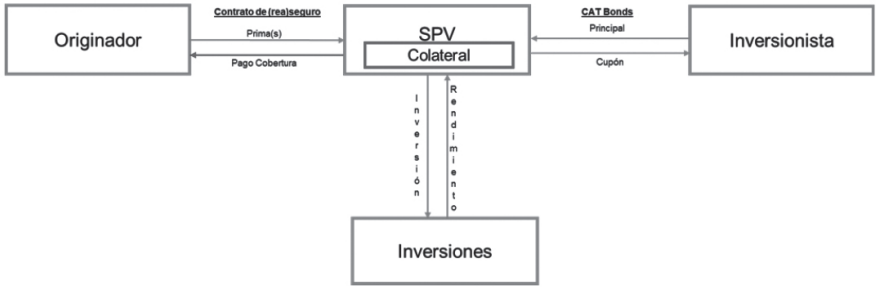
Gráfico 2



Fuente: Elaboración propia.

Por el contrario, si la ocurrencia catastrófica satisface el *trigger* entonces se ejecuta parcial o totalmente el colateral para pagar la cobertura al 'originador' (en la medida y cuantía del *trigger*):

Gráfico 3



Fuente: Elaboración propia.

La elección del *trigger* que determinará si la ocurrencia es catastrófica y amerita pago alguno de cobertura, responde a la ponderación de factores como: riesgo base (posibilidad que la cobertura resulte insuficiente para cubrir las pérdidas), transparencia, disponibilidad y confidencialidad de información para verificar el *trigger*, tiempo entre la ocurrencia y el pago de la cobertura, etc. Los *trigger* más comunes en *CAT Bonds* son los siguientes:

a. **Indemnización**: La SPV indemniza al 'originador' por las pérdidas en que incurra a causa de la ocurrencia catastrófica. El *trigger o* 'gatillo' son las pérdidas indemnizadas por el 'originador'.

Este tipo de *trigger* presenta como principal ventaja la eliminación del riesgo base para el 'originador', y como desventaja la demora en proveer liquidez (el 'originador' debe verificar las pérdidas e indemnizarlas, para satisfacer el *trigger* y poder pedir la cobertura*).*

A manera de ejemplo, en 2023 la aseguradora Beazley originó tres emisiones de *CAT Bonds* (Cairney I, Cairney II, Cairney II) vía la SPV Artex SAC Limited, por un total de USD 81.5 millones, para la cobertura de eventos cibernéticos sistémicos y catastróficos de probabilidad remota; bajo *trigger* indemnizatorio.

La primera serie emitida del Beazley Cyber CAT Bond Cairney I otorga cobertura por USD 45 millones a los eventos cibernéticos sistémicos y catastróficos cuya ocurrencia exceda los USD 300 millones en indemnizaciones bajo pólizas de Beazley. De esta forma, si Beazley paga más de USD 300 millones en indemnizaciones por un evento cibernético, se satisface el *trigger* y ejecuta el *CAT Bond* para reembolsar a Beazley hasta por USD 45 millones de las indemnizaciones pagadas en exceso de los primeros USD 300 millones indemnizados[15].

b. **Pérdida de la industria**: La SPV paga al 'originador' un monto estimado en función de las pérdidas de una determinada industria a causa de la ocurrencia catastrófica, y con independencia de las pérdidas efectivas que pueda sufrir el 'originador'. El *trigger* son las pérdidas en una determinada industria, por encima de un monto mínimo o base.

Este tipo de *trigger* presenta como principal ventaja la transparencia del proceso, pues el *trigger* se verifica con data pública de una industria, y como desventaja principal el riesgo base, en tanto las pérdidas del 'originador' pueden resultar mayores que el cálculo de su proporción en las pérdidas de la industria.

A manera de ejemplo, la aseguradora sin fines de lucro Citizens Property Insurance Corporation originó el CAT Bond Lightning Re Ltd. (Series 2023-1) vía la SPV Lighting Re Ltd.[16] para afrontar las pérdidas del mercado inmobiliario comercial y personal en Florida, a causa de tormentas nominadas (*named storms*). La cobertura disponible bajo el Lighting Re Ltd. (Series 2023-1) *CAT Bond* es de USD 500 millones, y su *trigger* son las pérdidas acumuladas de la industria, según el índice PCS y en exceso de USD 2 billones por ocurrencia, que en el agregado superen los USD 51.5 billones. Los USD 500 millones de cobertura se agotan cuando dicho cálculo, en el agregado, alcance USD 66 billones[17].

c. **Paramétrico**: La SPV paga un monto fijo al 'originador' si las características de la ocurrencia alcanzan o sobrepasan determinados rangos o parámetros pre-establecidos; como la magnitud y ubicación de un terremoto, la clase determinada de un huracán al pasar por un lugar determinado, u otro. El *trigger* es el parámetro de la ocurrencia, por encima de un valor base o mínimo.

El *trigger* paramétrico puro es del tipo binario (dos factores de verificación) y se le conoce como *cat in the box* o *cat in the circle*.

El *trigger* verifica la intensidad o magnitud del evento catastrófico (*cat* o primer factor de verificación) en un lugar o ubicación específica (*box/circle* o segundo factor de verificación). Por ejemplo, si un terremoto de escala 7.0 o más en la escala de Richter ocurre en Perú, como máximo a 25 km de sus costas y a una profundidad no mayor de de 75 km.

Bajo este *trigger* se puede estructurar el pago de la cobertura, de manera que sea

[15] Véase a Artemis (s.f.b).

[16] Véase a Gallin, L. (16 de marzo de 2023).

[17] Véase a Artemis (s.f.g).

total o escalonada en función a la severidad y/o ubicación de la ocurrencia. Por ejemplo, para que se pague el 30% de la cobertura disponible por un terremoto de 7.0 a 8.0 en Loreto, Madre Dios o Amazonas; el 70% de la cobertura por un terremoto de 8.0 a 9.0 en Tumbes, Junín o Puno; o el 100% por un terremoto de 9.0 a más en Lima, Piura o Arequipa.

La principal ventaja de este tipo de *trigger* es la rapidez, transparencia y facilidad para verificar su satisfacción y pagar al 'originador'. La desventaja principal es el riesgo base, pues la cuantificación de la cobertura se determina previo a la ocurrencia –y con independencia de los daños actuales.

A manera de ejemplo, la Autoridad Metropolitana de Transporte (MTA) de Nueva York emitió los MetroCat Re Ltd. (Series 2023-1) vía la SPV MetroCat Re Ltd., para la cobertura de marejadas ciclónicas (*storm surge)* inducidas por una tormenta nominada (*named storm*). La cobertura disponible es de USD 100 millones y será desembolsada por la SPV cuando se acredite el *trigger*: marejadas ciclónicas superiores a 8 pies en The Battery, Sandy Hook y Rockaway o a 12 pies en Kings Point y East Creek[18].

d. **Modelado paramétrico**: La SPV paga al 'originador' la pérdida estimada a sufrir, según un modelado con datos objetivos de la ocurrencia, y siempre que la pérdida estimada resulte superior a un valor mínimo o base[19]. El *trigger* es la pérdida estimada según un modelado con los parámetros del evento, por encima de un valor mínimo.

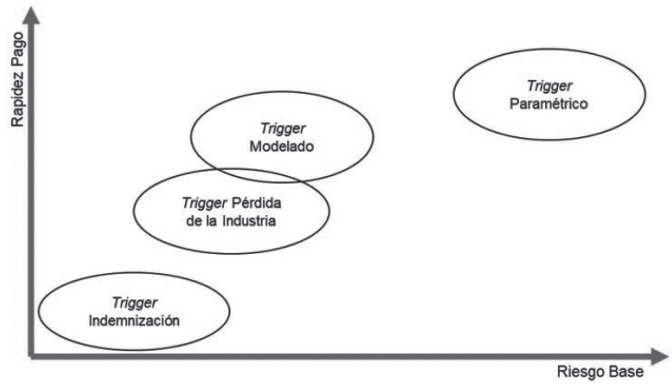
Con el *trigger* modelado-paramétrico se tabulan los parámetros de la ocurrencia en las diversas áreas geográficas afectadas por la ocurrencia y se otorga un peso relativo a cada una, para modelar el evento y liquidar la cuantía de la cobertura disponible.

A manera de ejemplo, la aseguradora japonesa Mitsui Sumitomo Insurance Co Ltd., vía la SPV Abikare II Ltd. en retrocesión de Swiss Re, originó el Abikare II Ltd., por USD 130 millones para la cobertura de pérdidas a causa de tifones en Japón.

Bajo los términos del programa, AIR Worldwide modelaría las pérdidas con data oficial de la precipitación, ubicación y presión central del tifón, disponible en la Japan Meteorological Agency, la Regional and Mesoscale Meteorology Branch de la NOA/NESDIS y la Tropical Rainfall Measuring Mission; y la SPV pagaría si el modelado arroja pérdidas superiores a un valor de modelación base o mínimo 1180, y la cobertura se agotará cuando el valor de modelación alcance un tope de 1830.

A manera de comparación: un *trigger* de pérdida de la industria procesará más rápido el cálculo y pago de cobertura que un *trigger* indemnizatorio, mientras que uno paramétrico será más rápido aún. Por el contrario, el paramétrico presenta mayor riesgo base que el modelado, y este, a su vez, más que el indemnizatorio. A manera de ilustración:

Gráfico 4



Fuente: Elaboración propia.

[18] Véase a Finacial Industry Regulatory Authority (09 de julio de 2021).

[19] Véase a Artemis (s.f.h).

IV. CAT BONDS VS. REASEGURO

Algunas diferencias entre la cesión del riesgo vía *CAT Bonds* y un programa de (rea)seguro radican en:

1. Procedimiento de liquidación: El seguro y reaseguro presentan una serie de principios y clausulados que podrían ser materia de controversia entre asegurado y (re)asegurador de cara a la cobertura del siniestro, liquidación de pérdidas o pago de la indemnización. La estructura de *CAT Bonds* está pensada para eliminar este riesgo mediante instrucciones claras de pago, a ser ejecutadas por un tercero ante la verificación de data objetiva, como puede ser la intensidad o magnitud del evento publicada por una agencia o entidad oficial y/o su modelado por computadora.

2. Riesgo de contraparte: Los contratos de (rea) seguro, como todo contrato, llevan implícito el riesgo crediticio de quien suscribe el riesgo y se encuentra obligado al pago de la indemnización. Podría ser que el asegurador directo entre en insolvencia y el asegurado resulte sin contraparte contractual a quien reclamar; o que el reasegurador entre en *run-off* y liquide indemnizaciones por 'centavos sobre el dólar', u otro supuesto.

   Si bien existen medidas de protección para mitigar este tipo de riesgo, como la cláusula *cut through* (que permite al asegurado reclamar directamente al reasegurador en caso de insolvencia de la aseguradora) o los requisitos regulatorios mínimos para contratar reaseguros (licencia en el país o rating crediticio mínimo del reasegurador); este riesgo es parte de todo esquema contractual de (rea)seguro; y de hecho, la propia ocurrencia catastrófica podría provocar la insolvencia de la aseguradora o el reasegurador, tal cual ocurrió con el huracán Andrew.

   A diferencia de ello, la estructura bajo la que se emiten los *CAT Bonds* elimina el riesgo de contraparte pues los fondos se 'colateralizan' en un patrimonio autónomo ajeno a los riesgos asociados a cualquiera de las partes de la operación (originador, inversionistas, SPV, etc.), como, por ejemplo, una cuenta *escrow*, comisión de confianza o un fideicomiso de administración y garantía.

3. Pago de prima: El reaseguro de un portafolio de riesgos o línea de negocio suele hacerse vía tratados de vigencia anual, donde la aseguradora cedente cotiza la prima previa a la celebración del reaseguro y antes de cada renovación. En este escenario, la prima está sujeta a variación cada año en función de las características del mercado.

   Por el contrario, en los *CAT Bonds*, la prima que paga el 'originador' para (re)asegurar su riesgo es un monto fijo durante toda la operación (sea un solo pago adelantado o una prima fija a pagarse año a año).

4. Restitución de suma asegurada vs. liberación de colateral: Las cláusulas de restitución en un contrato de (rea)seguro proveen que el total de la suma asegurada esté siempre disponible para la cobertura de un siniestro, aun cuando se haya pagado la indemnización de un siniestro bajo la misma vigencia. De esta manera, por mérito de esta cláusula, todo y cada siniestro ocurrido dentro de la misma vigencia podrá acceder a cobertura por el total de la suma asegurada.

   Por el contrario, en el caso de los *CAT Bonds*, los fondos liberados del colateral no se restituyen –salvo por una nueva emisión. Según se pacte y verifique el *trigger*, la ejecución del colateral podrá ser total o parcial. De ser total, se libera el colateral para el pago de la cobertura al 'originador'; mientras que, de ser parcial, se paga la cobertura al originar en la medida del *trigger* y el remanente de fondos permanece sujeto a los mismos términos y condiciones.

A manera de resumen, los *CAT Bonds* ofrecen estabilidad en el precio de la prima, así como una alta capacidad de cobertura a un riesgo crediticio mínimo o nulo. No obstante, conllevan altos costos de estructuración, la imposibilidad de variar o re-negociar los términos de la cobertura, y la posibilidad de riesgo base según el tipo de *trigger* utilizado.

Si bien podrá ser más atractivo reasegurar el riesgo mediante la emisión de *CAT Bonds* en años de mercado duro y hacerlo vía contratos de reaseguros en años de mercado suave[20], por lo general, las (re) aseguradoras utilizan *CAT Bonds* para la cobertura de capas altas o de exceso en un programa de reaseguro de riesgos catastróficos.

[20] Véase a Swiss Re (2011).

V. LATAM ILS

A nivel latinoamericano, la mayoría de las emisiones de ILS o *CAT Bonds* se originaron por Estados junto con alianzas multilaterales, a continuación, algunos ejemplos.

A. *Cat bond* de la alianza del pacífico (banco mundial)

En 2018, México, Colombia, Chile y Perú, acordaron con el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF) del Banco Mundial, la emisión de cinco series de *CAT Bonds* por USD 1 360 millones, para financiar pérdidas ocasionados por terremotos en estos países.Cada país accedió a la cobertura en cuantías y condiciones distintas[21].

Por ejemplo, para Perú esta fue la primera y única vez que participó en la emisión de un programa de *CAT Bonds*[22]. Lo hizo por USD 200 millones, bajo un *trigger* paramétrico y cobertura por ocurrencia, por un período de tres años[23].

El *trigger* paramétrico para Perú fue la ocurrencia de sismos de 7.0 a más en la escala de Richter, según la data oficial del Servicio Geológico de Estados Unidos (USGS). El pago de la cobertura sería de la orden del 30%, 70% y 100%, según la magnitud y ubicación del terremoto[24].

De hecho, Perú accedió a USD 60 millones (30% de la cobertura) cuando activó este *CAT Bond* a raíz en terremoto de Loreto, Alto Amazonas, el 26 de mayo de 2019. En este caso, la USGS registró 8.0 en la escala Richter y gatilló la cobertura por USD 60 millones en favor del Fondo para Intervenciones ante la Ocurrencia de Desastres Naturales (en adelante, FONDES)[25].

B. Chile

En marzo de 2023, el Gobierno de Chile, junto al BIRF, del Banco Mundial, originaron la transacción más grande a la fecha en Insurance Linked Securities por el Banco Mundial: USD 630 millones, de los cuales USD 350 millones fueron *CAT Bonds* y USD 280 millones *CAT Swaps*[26].

El propósito de este programa es el financiamiento de pérdidas ocasionadas por terremotos y tsunamis en Chile, por un período de tres años. Los *CAT Bonds* sujetos a un *trigger* paramétrico en la base a la severidad y lugar de ocurrencia, para gatillar un desembolso del 30%, 70% o 100% de la cobertura.

En este programa participaron, además del gobierno de Chile y el Banco Mundial, Swiss Re Capital Markets Ltd., AON Securities, GC Securities, Mercer Investments HK Ltd., y AIR Worldwide. Este CAT Bond es el primero que cotiza en la Bolsa de Hong Kong[27].

C. FONDEN de México

En marzo del 2020, El Fideicomiso Fondo de Desastres Naturales (en adelante, FONDEN) de México originó cuatro series del programa *CAT Bond* IBRD/FONDEN 2020, para la protección contra terremotos, huracanes y tormentas nominadas en México.

En este programa FONDEN actúa como asegurado de una póliza emitida por Agroasamex SA (aseguradora estatal mexicana), reasegurada por Swiss Re y retrocedida al BIRF del Banco Mundial, quien emitió las notas. El principal recaudado y la cobertura total disponible bajo este programa es de USD 485 Millones, conforme al siguiente detalle[28]:

i. Serie A: US 175 millones para terremotos de baja probabilidad de ocurrencia (alta severidad).

ii. Serie B: USD 60 millones para terremotos de alta probabilidad de ocurrencia (baja severidad).

iii. Serie C: USD 125 millones para huracanes y tormentas nominadas en la Costa Atlántica de México.

iv. Serie D: USD 125 millones para huracanes y tormentas nominadas en la Costa Pacífico de México.

El *trigger* es del tipo paramétrico, y la cobertura es por ocurrencia para un período de cuatro años.

---

21 Véase a Artemis (s.f.j).

22 Véase a El Comercio (07 de febrero de 2018).

23 México USD 260 millones, Colombia USD 400 millones, y Chile, USD 500 millones (Artemis, s.f.k).

24 Véase a Secretaría de Estado para Asuntos Económicos de Suiza [SECO] (29 de mayo de 2019).

25 Véase a Ministerio de Economía y Finanzas [MEF] (06 de julio de 2019).

26 Véase a Banco Mundial (17 de marzo de 2023).

27 Véase a Hurtado, J. (28 de marzo de 2023).

28 Véase a Banco Mundial (s.f.).

En el caso de terremotos: según la magnitud y ubicación del epicentro, hasta por el 25%, 50%, 75% o 100% de la cobertura disponible bajo la serie respectiva. En el caso de huracanes y tormentas nominadas: según la presión central mínima y el lugar donde pase el ojo del huracán, hasta por el 25%, 50% o 100% de la cobertura disponible bajo la serie respectiva.

Este programa tiene como particularidad que las Notas son las primeras en incorporar elementos de un bono de sostenibilidad: el BIRF podrá utilizar el 'principal' para financiar proyectos de desarrollo sostenible en sus países miembro. De esta manera, las Notas del FONDEN presentan una oportunidad de inversión para inversionistas con apetito ESG.

D. *Caribbean Catastrophe Risk Insurance Facility* (CCRIF)

En 2007 se creó el *Caribbean Catastrophe Risk Insurance Facility* como el fondo multilateral para ofrecer cobertura colateralizada a sus países miembros, para la protección contra eventos catastróficos regionales.

Este fondo utiliza soluciones paramétricas y a septiembre de 2023, ha desembolsado cobertura en 60 oportunidades por un total de USD 261.8 millones. El *trigger* que utiliza suele ser del tipo paramétrico-modelado, con base en los parámetros del evento y la exposición de cada país miembro, con el propósito de estimar una pérdida por ocurrencia para cada país miembro afectado.

El CCRIF suele desembolsar el pago de la cobertura dentro de los 14 días siguientes de la ocurrencia catastrófica, como hizo en 2022 al pagar USD 5.84 millones a Trinidad y Tobago para la cobertura de intensas lluvias e inundaciones, y USD 8.9 millones a Nicaragua para la cobertura del Huracán Julia[29].

VI. LAS PÉRDIDAS POR 'EL NIÑO'

El término 'El Niño' se utiliza en referencia a un fenómeno climatológico que se expresa en anomalías climáticas en la Temperatura Superficial del Mar (TSM), que pueden ser cálidas (El Niño) o frías (La Niña).

A su vez, según la zona de registro, puede ser global (Región Niño 3.4: Pacífico Central) o costero (Región Niño 1+2: Costa Norte Perú y Ecuador)[30]. Las anomalías en la Región Niño 3.4 las registra el NOAA[31] y las anomalías en la Región Niño 1+2 las registra el ENFEN[32].

Las consecuencias climáticas son distintas según el tipo de ocurrencia y el lugar afectado. Por ejemplo, en Perú, El Niño Global provoca sequías en la sierra y selva sur, mientras que El Niño Costero provoca mayores lluvias en la costa norte. Por su parte, La Niña Global provoca mayores lluvias en la sierra y selva sur, mientras que La Niña Costera provoca sequías en la costa norte. A mayor detalle:

Tabla 1

Variación en Lluvias	El Niño Costero	La Niña Costera
El Niño en el Pacífico Central	Aumento en la Costa Norte	Descenso en la Costa Norte
	Descenso en la Sierra y Selva Sur	Descenso en la Sierra y Selva Sur
La Niña en el Pacífico Central	Aumento en la Costa Norte	Descenso en la Costa Norte
	Aumento en la Sierra y Selva Sur	Aumento en la Sierra y Selva Sur

Fuente: Elaboración propia.

Históricamente, El Niño ha generado pérdidas catastróficas al país: El Niño de 1982-1983 nos costó el 11.6% del Producto Bruto Interno, (en adelante, PBI), (USD 3 283 millones), mientras que El Niño de 1997-1998 nos costó el 6.2% del PBI (USD 3 500 millones)[33]. Luego, El Niño Costero 2016-2017 registró alrededor de 280 mil damnificados, 1.6 millones de afectados y pérdidas por más de USD 3 500 millones (alrededor de 1.6% del PBI); en su mayoría en Piura, Tumbes, La Libertad, Ancash, Lambayeque y Lima[34].

29 Véase a Caribbean Catastrophe Risk Insurance Facility (28 de octubre de 2022).

30 Véase a L'Heureux, M. (05 de mayo de 2014).

31 Véase a National Oceanic and Atmospheric Administration, de USA. https://www.noaa.gov/

32 Véase a Estudio Nacional del Fenómeno El Niño [ENFEN] (Perú).

33 Véase a Servicio Nacional de Meteorología e Hidrología del Perú - Senamhi (2014, p.22).

34 Véase a Defensoría del Pueblo (2018, p.8).

Los pronósticos disponibles a la fecha de redacción de este artículo prevén la ocurrencia de El Niño Global y El Niño Costero para la temporada de lluvias 2023-2024. De hecho, el comunicado oficial ENFEN 14-2023 de septiembre de 2023 indicó que:

> Para el verano de 2024, bajo el escenario de El Niño Costero, es probable la ocurrencia de lluvias por encima de lo normal en la costa y la sierra norte, sin descartar lluvias intensas especialmente en la costa norte[35].

Para el Niño 2023-2024, el BCR ha estimado una pérdida aproximada del 0.6% del PBI, bajo la asunción que el evento sería de una categoría débil-moderado[36]. Por su parte, el Ministerio de Economía y Finanzas ha estimado pérdidas de S/18 600 (o alrededor de USD 5 000 millones), con la zona costa norte (Tumbes, Piura, Lambayeque, La Libertad y Ancash) como zona principalmente afectada. Se estima también un impacto severo en sector agropecuario y pesquero, así como daños a la infraestructura y repercusiones en diversos sectores de la economía del país (por ejemplo, la gran industria se ve afectada por lluvias recurrentes y huaicos en sus instalaciones o por falta de agua para sus operaciones)[37].

VII. *¿KID CAT BOND?*

Perú es un país con baja penetración de seguros. Solo el 5% de la infraestructura en Perú está asegurada, las primas en 2022 alcanzaron el 2.05% del PBI[38] (un total de S/ 18 746 millones)[39] y, podría decirse que únicamente las grandes empresas o grupos corporativos cuentan con un programa adecuado de seguros patrimoniales[40].

De hecho, la Política Nacional de Gestión de Riesgos de Desastres al 2050, aprobada por la Presidencia del Consejo de Ministros, reconoce que existe un problema público por la "debilidad en la incorporación e integración de la gestión de riesgo de desastres en las inversiones públicas y privadas" (PCM, 2021); y que hay una débil implementación de mecanismos de transferencia de riesgos –o contratación de seguros[41]. A mayor detalle, en esta Política se reconoce que el único mecanismo de transferencia de riesgo del Perú ha sido el *CAT Bond* emitido en 2018 para protección contra terremotos, y que en nuestro país no existe cultura de seguros a nivel del sector público.

En este orden de ideas, considerando la data de El Niño Costero 2016-2017 y el pronóstico de ocurrencia de El Niño Global y El Niño Costero para la temporada de lluvias 2023-2024; a la fecha de redacción de este artículo podrían advertirse miles de millones de dólares en pérdidas fuera de cualquier tipo de cobertura de seguro. En tal escenario, nos encontramos a merced de las iniciativas de ayuda del Gobierno, que, por lo general llegan mañana, tarde y nunca.

Para contrarrestar este escenario, este artículo propone que el Gobierno del Perú tome un rol activo en titulizar el riesgo de ocurrencia de El Niño en *Insurance Linked Securities,* para su transferencia al mercado de capitales con el objetivo de provisionar un fondo de emergencia para afrontar las pérdidas. De hecho, se podría realizar mediante *CAT Bonds* sujetos a un *trigger* paramétrico, que permite un rápido cálculo y provisión de fondos de cobertura en momentos de urgencia; así como el pago de costos que podrían estar excluidos en un seguro de tipo indemnizatorio (dádivas o asignaciones de tipo social, disminución en recaudación tributaria por reducción en la actividad económica a causa de El Niño, etc.).

Más aún, se podría asignar el beneficio de la cobertura a una entidad u organismo internacional especializado en la gestión de desastres naturales y respuesta rápida a emergencias, de manera que los fondos se gestionen de manera a-politizada por agentes técnicos experimentados; evitando ineficiencias e influencias políticas en la administración de fondos de respuesta al desastre.

VIII. CONCLUSIÓN

Perú es un país con alta exposición a riesgos de la naturaleza que pueden generar pérdidas catastróficas. Sin embargo, nuestra gestión de riesgos es deficiente y no contamos con suficientes mecanismos de transferencia de riesgos a nivel público.

---

35 Véase a ENFEN (14 de septiembre de 2023).

36 Véase a Gamboa, G. (16 de junio de 2023).

37 Véase a Gamboa, G. (12 de junio de 2023).

38 Véase a Asociación Peruana de Empresas de Seguros (21 de febrero de 2023).

39 Véase a Lozano, I. (22 de febrero de 2023).

40 Véase a Redacción Gestión (30 de octubre de 2017).

41 Véase a Presidencia del Consejo de Ministros [PCM] (2021).

En este escenario, los *CAT Bonds* se presentan como una alternativa atractiva para recaudar fondos del mercado de capitales y tenerlos a disposición de una manera rápida y segura en caso de ocurrencia. La experiencia previa de Perú en estos programas ha sido positiva. Con base en ello, Perú podría originar un programa de bonos catastróficos con emisiones contra El Niño en el Pacífico Central y El Niño Costero, a efectos de acceder a fondos que permitan hacer frente a las pérdidas de una ocurrencia catastrófica en nuestro país.

REFERENCIAS

Artemis (s.f.a). *Combined ILS assets under management (AuM)*. https://www.artemis.bm/ils-fund-managers/

(s.f.b). *Beazley Cyber Cat Bond (Cairney).* https://www.artemis.bm/deal-directory/beazley-cyber-cat-bond-cairney/

(s.f.c). *Catastrophe bonds & ILS outstanding by sponsor.* https://www.artemis.bm/dashboard/catastrophe-bonds-ils-outstanding-by-sponsor/

(s.f.d). *Fermat Capital Management, LLC*. https://www.artemis.bm/ils-fund-managers/fermat-capital-management-llc/

(s.f.e). *IBRD CAR 130*. https://www.artemis.bm/deal-directory/ibrd-car-130-jamaica/

(s.f.g) *Lightning Re Ltd. (Series 2023-1)*. https://www.artemis.bm/deal-directory/lightning-re-ltd-series-2023-1/.

(s.f.h) *MetroCat Re Ltd. (Series 2023-1)*. https://www.artemis.bm/deal-directory/metrocat-re-ltd-series-2023-1/

(s.f.i). *RenaissanceRe Capital Partners*. https://www.artemis.bm/ils-fund-managers/renaissancere-capital-partners/

(s.f.j). *Swiss Re*. https://www.artemis.bm/ils-fund-managers/swiss-re/

(s.f.k). *World Bank hails investor appetite for "historic" $1.36bn cat bond*. https://www.artemis.bm/news/world-bank-hails-investor-appetite-for-historic-1-36bn-cat-bond/

Asociación Peruana de Empresas de Seguros [APESEG] (21 de febrero de 2023). *Sector asegurador crece menos de lo esperado en 2022.* https://www.apeseg.org.pe/2023/02/sector-asegurador-crece-menos-de-lo-esperado-en-el-2022/

Banco Mundial (17 de marzo de 2023). *World Bank Executes its Largest Single Country Catastrophe Bond and Swap Transaction to Provide Chile $630 Million in Financial Protection Against Earthquakes*. https://www.worldbank.org/en/news/press-release/2023/03/17/world-bank-executes-its-largest-single-country-catastrophe-bond-and-swap-transaction-to-provide-chile-630-million-in-fin

(s.f.). *Case Study: Insuring Mexico against Natural Disasters*. https://pubdocs.worldbank.org/en/737151585254940284/FONDEN-Mexico-Cat-Bond-Case-Study-3-4-2020-final.pdf

Caribbean Catastrophe Risk Insurance Facility (28 de octubre de 2022). CCRIF Makes Four Payouts Totalling US$15.2 Million During October For 2022 Hurricane Season Events. *Reliefweb.* https://reliefweb.int/report/nicaragua/ccrif-makes-four-payouts-totalling-us152-million-during-october-2022-hurricane-season-events

Defensoría del Pueblo [DP] (2018). *Seguimiento a las intervenciones del Estado post Fenómeno El Niño Costero 2017, en el marco de los procesos de rehabilitación y Reconstrucción*. https://www.defensoria.gob.pe/wp-content/uploads/2018/07/Informe-de-Adjuntia-005-2018-DP-AAE.pdf

Estudio Nacional del Fenómeno El Niño [ENFEN] (14 de septiembre de 2023). *Comunicado Oficial ENFEN 14-2023*. https://www.senamhi.gob.pe/load/file/02204SENA-169.pdf

Finacial Industry Reuglatory Authority [FINRA] (09 de julio de 2021). Insurance-Linked Securities. *FINRA*. https://www.finra.org/investors/insights/insurance-linked-securities#:~:text=Insurance%2Dlinked%20securities%20(ILS),developed%20in%20the%20mid%2D1990s

Gallin, L. (16 de marzo de 2023). Florida Citizens using introductory-loss cat bond coverage as it prepares for merging of accounts. *Reinsurance News.* https://www.reinsurancene.ws/florida-citizens-using-industry-loss-cat-bond-coverage-as-it-prepares-for-merging-of-accounts/

Gamboa, G. (12 de junio del 2023). Fenómeno El Niño: ¿cuál sería el impacto económico? *RPP*. https://rpp.pe/economia/economia/fenomeno-el-nino-cual-seria-el-impacto-economico-noticia-1489270?ref=rpp

(16 de junio del 2023). BCR: ¿Qué impacto tendría el Fenómeno El Niño? *RPP.* https://rpp.pe/economia/economia/bcr-que-im-

pacto-tendria-el-fenomeno-el-nino-noticia-1490700?ref=rpp

Hurtado, J. (28 de marzo de 2023). Banco Mundial emite bonos catastróficos a favor de Chile por USD 350 millones. *LexLatin.* https://lexlatin.com/noticias/banco-mundial-bonos-catastroficos-chile

L'Heureux, M. (05 de mayo del 2014). What is the El Niño-Southern Oscillation (ENSO) in a nutshell?. *Climate.gov.* https://www.climate.gov/news-features/blogs/enso/what-el-ni%C3%B1o%E2%80%93southern-oscillation-enso-nutshell

Lozano, I. (22 de febrero de 2023). Primas de seguros alcanzaron los S/ 18.746 millones en 2022, pero crecimiento fue débil: ¿se mantendrá la tendencia? *El Comercio*. https://elcomercio.pe/economia/peru/primas-de-seguros-alcanzaron-los-s18746-millones-en-el-2022-pero-crecimiento-fue-debil-noticia/#:~:text=Observado%20por%20producto%2C%20las%20primas,alza%20de%206%2C2%25.

Ministerio de Economía y Finanzas [MEF] (06 de julio de 2019). *Perú recibirá US$ 60 millones del seguro catastrófico contratado en el marco de la Alianza del Pacífico*. https://www.mef.gob.pe/es/?option=com_content&language=es-ES&Itemid=102598&view=article&catid=100&id=6071&lang=es-ES

Polacek, A. (2018). *Catastrophe Bonds: A Primer Retrospective*. Chicago Fed Letter, (405). https://doi.org/10.21033/cfl-2018-405

Portal de conocimiento UN-Spider (s.f.). *Gestión de Desastres y Emergencias*. https://www.unspider.org/es/riesgos-y-desastres/gestion-de-desastres-y-emergencias#no-back.

Presidencia del Consejo de Ministros [PCM] (2021). *Política Nacional de Gestión del Riesgo de Desastres al 2050*. https://www.gob.pe/institucion/pcm/informes-publicaciones/1892252-politica-nacional-de-gestion-del-riesgo-de-desastres-al-2050

Redacción El Comercio (07 de febrero de 2018). Perú contrató seguro catastrófico contra terremotos: ¿En qué consiste? *El Comercio.* https://elcomercio.pe/peru/peru-contrato-seguro-catastrofico-terremotos-consiste-noticia-495103-noticia/

Redacción Gestión (30 de octubre de 2017). Rímac Seguros: Por cada dólar gastado en gestión del riesgo, se ahorran US$ 12.5 en pérdidas. *Diario Gestión.* https://gestion.pe/tu-dinero/rimac-seguros-dolar-gastado-gestion-riesgo-ahorran-us-12-5-perdidas-221654-noticia/?ref=gesr

Secretaría de Estado para Asuntos Económicos de Suiza [SECO] (29 de mayo de 2019). *¿Perú cuenta con un seguro ante desastres?* https://www.cooperacionsuiza.pe/peru-cuenta-con-un-seguro-ante-desastres/#:~:text=El%20bono%20catastr%C3%B3fico%20contra%20terremotos,mayores%20p%C3%A9rdidas%20econ%C3%B3micas%20y%20sociales

Servicio Nacional de Meteorología e Hidrología del Perú [Senamhi] (2014). *El fenómeno EL NIÑO en el Perú*. https://www.minam.gob.pe/wp-content/uploads/2014/07/Dossier-El-Ni%C3%B1o-Final_web.pdf

Superintendencia de Banca y Seguros [SBS] (octubre de 2017). El paso del Niño Costero por la Industria de Seguros. *SBS Informa Boletín Semanal 10*. https://www.sbs.gob.pe/Portals/0/jer/BOLETIN-SEMANAL/Boletin_Semanal_N10.pdf

Swiss Re (2011). *The fundamentals of insurance-linked securities*. https://www.swissre.com/our-business/alternative-capital-partners/ils-the-fundamentals-of-insurance-linked-securities.html

Zolkos R. (21 de diciembre del1997). 1997 Risk Management: Catastrophe Bonds take risk financing by storm. *Business Insurance*. https://www.businessinsurance.com/article/19971221/story/100010830/1997-risk-management-catastrophe-bonds-take-risk-financing-by-storm

10.18800/themis.202302.020

CRIMINAL COMPLIANCE EN EL PERÚ: LA NECESIDAD DE UNA REFORMA URGENTE Y PARCIAL AL RÉGIMEN DE RESPONSABILIDAD PENAL CORPORATIVA

CRIMINAL COMPLIANCE IN PERU: THE NEED FOR AN URGENT AND PARTIAL REFORM OF THE CORPORATE CRIMINAL LIABILITY REGIME

José Leandro Reaño Peschiera*
Rodrigo, Elías & Medrano

José Luis Medina Frisancho**
Rodrigo, Elías & Medrano

Criminal Compliance is an emerging issue in Peru, since its development and implementation in Law 30424 in 2016. And it is due to such premature condition that after years of its enactment, certain deficiencies can be observed in the results obtained.

That is why the author, in this article is responsible for analyzing the regulation, along with the development and implementation of the same in this period. It raises the different theoretical points that affect the usefulness of the regulations, and that represent the need for a reform that provides the necessary tools to legal entities for a correct implementation of criminal compliance.

Keywords: Criminal law; criminal compliance; juridical person; reform.

El Criminal Compliance *resulta ser materia emergente en el Perú, desde su desarrollo e implementación en la Ley 30424 en 2016. Y es debido a dicha condición prematura que tras años de su promulgación se pueden observar en los resultados obtenidos ciertas deficiencias.*

Es por ello que el autor, en el presente artículo se encarga de analizar la normativa, junto al desarrollo e implementación de la misma en este periodo. Planteando los diferentes puntos teóricos que afectan la utilidad de la normativa, y que representa la necesidad de una reforma que brinde las herramientas necesarias a las personas jurídicas para una correcta implementación del criminal compliance.

Palabras clave: Derecho penal; criminal compliance; persona jurídica; reforma.

* Abogado. Egresado del Programa de Doctorado en Derecho Penal y Ciencias Penales por la Universidad Pompeu Fabra. Socio de Rodrigo, Elías & Medrano Abogados (Lima, Perú). Contacto: jreano@estudiorodrigo.com

** Abogado. Magíster en Derecho Penal por la Pontificia Universidad Católica del Perú y Estudios de Doctorado en Derecho Penal en la Universidad de Sevilla. Asociado Senior de Rodrigo, Elías & Medrano Abogados (Lima, Perú). Contacto: jmedina@estudiorodrigo.com

Nota del Editor: El presente artículo fue recibido por el Consejo Ejecutivo de THĒMIS-Revista de Derecho el 2 de octubre de 2023, y aceptado el 8 de diciembre de 2023.

I. INTRODUCCIÓN

En el marco del debate suscitado en torno al proyecto normativo que precedió a la Ley 30424, destacábamos la toma de consciencia que a partir de la crisis financiera de 2007 se generó en el mundo corporativo respecto a la necesidad de gestionar y prevenir riesgos penales, lo que –ya en ese entonces– venía incentivándose desde las diversas legislaciones de los ordenamientos jurídicos de cuño romano-germánico con la incorporación de regímenes de atribución de responsabilidad autónoma a las personas jurídicas por delitos cometidos en el marco de la actividad empresarial, cuyo rasgo característico era mantener indemnes a las organizaciones que implementaban eficazmente modelos de prevención de delitos (*Criminal Compliance Programs)* (Reaño, 2016, pp. 141-152).

Han transcurrido 8 años desde la publicación de dicho trabajo y, a pesar de la nula aplicación judicial de la Ley 30424, puede constarse que una cantidad significativa de empresas ha realizado importantes esfuerzos para implementar modelos de prevención de delitos acordes a las mejores prácticas internacionales y estándares exigidos por la normativa local, incluyendo el Reglamento de la Ley 30424, los Lineamientos publicados por la Superintendencia del Mercado de Valores y las Normas Técnicas aprobadas a tal efecto por el Instituto Nacional de Calidad. En buena medida, la instauración de un modelo local de atribución responsabilidad a las personas jurídicas por la comisión de infracciones penales, autónomo e independiente al régimen de culpabilidad individual de sus representantes, ha estimulado la adopción de programas de *Criminal Compliance* robustos, lo que con anterioridad a la entrada en vigor de la Ley 30424 solo se veía en el Perú cuando se trataba de compañías sujetas a jurisdicciones con férrea regulación anticorrupción transfronteriza.

A pesar de estos significativos avances, la situación legislativa en materia de responsabilidad penal corporativa solo podrá calificarse de óptima si es que se superan algunos –pocos, pero muy críticos– defectos tanto en plano de la regulación legal sustantiva como procesal. Así, bajo un enfoque crítico que aspira ser constructivo, en el presente trabajo exponemos las razones por las que –a nuestro juicio– urge corregir y precisar tres cuestiones esenciales para el correcto funcionamiento de un sistema de atribución de responsabilidad penal corporativa, a saber: (i) revertir la restricción impuesta por la Ley 31740 a los efectos eximentes de los modelos de prevención de delitos, volviendo en esta materia a la regulación original de la Ley 30424; (ii) introducir mecanismos procesales que permitan a las empresas evitar la instauración de investigaciones penales o salir prontamente de ellas; y (iii) contemplar en materia de 'consecuencias accesorias a la pena', la peligrosidad objetiva actual de la estructura organizativa de la persona jurídica, como requisito para su incorporación al proceso penal.

II. EL OCASO DEL EFECTO EXIMENTE DE LOS PROGRAMAS DE *CRIMINAL COMPLIANCE*

La más reciente modificación a la Ley 30424 impide apreciar los efectos eximentes del modelo de prevención de delitos cuando en la práctica indebida hayan intervenido socios, accionistas, directores, administradores de hecho o derecho, representantes legales o apoderados de la persona jurídica, con 'capacidad de control', entendida como poder de decisión sobre el concreto ámbito de gestión en el que tuviera lugar la infracción penal.

Así, la Ley 31740, publicada el 13 de mayo de 2023, ha introducido una modificación que desfigura el régimen de atribución de responsabilidad corporativa por la comisión de delitos, al punto de volverlo irreconocible para el legislador que en 2016 instauró en el Perú el novedoso modelo de responsabilidad autónoma de personas jurídicas al promulgarse la Ley 30424, el cual –si bien sufrió prontamente modificaciones, incluso antes de que entrara en vigencia el 1 de enero de 2018, primero a través del Decreto Legislativo 1352, publicado el 7 de enero de 2017, y luego por *mor* de la Ley 30835, del 2 de agosto de 2018– se mantuvo en general respetuoso de los principios desarrollados por la ciencia penal en materia de atribución de responsabilidad autónoma por la comisión de delitos.

La Ley 31740, promulgada por insistencia conforme al mecanismo previsto en el artículo 108 de la Constitución, termina consagrando un sistema bifronte de responsabilidad para personas jurídicas; a saber: (i) mantiene un genuino modelo de 'autorresponsabilidad' para los supuestos contemplados en el artículo 3 literal c) de la Ley 30424, referidos a la comisión de delitos por parte de quienes se encuentran sometidos a la autoridad y control de los órganos dirección y/o administración de la persona jurídica, en cuyo caso la atribución de responsabilidad 'autónoma' a la persona jurídica requiere acreditar que la comisión del tipo penal de la parte especial fue posible gracias al incumplimiento de deberes de supervisión y vigilancia sobre la actividad delegada; y (ii) un sistema de responsabilidad 'vicarial' o 'accesoria' para los supuestos contemplados en los literales a) y b) del artículo 3 de la Ley 30424, referidos a la intervención de los socios, directores, administradores de

hecho o derecho, representantes legales o apoderados de la persona jurídica en la comisión de la infracción penal, sea a título comisivo u omisivo, ejecutando directamente u ordenando o autorizando la conducta subsumible en el tipo penal de la parte especial del Código Penal.

Se trata de un proceso legislativo inverso al ocurrido en España. Así, conforme destacó en su día la doctrina especializada, la más relevante de las reformas introducidas al régimen español de responsabilidad penal de personas jurídicas fue el otorgamiento de efectos eximentes a las entidades legales que previamente a la comisión del delito hubiesen adoptado un modelo de organización y gestión idóneo para prevenir su comisión o reducir de forma significativa el riesgo de su perpetración, en sustitución de los efectos atenuantes de responsabilidad inicialmente previstos en la reforma del año 2010 (Feijoo, 2016, pp. 2-3). A partir de la modificación operada por la reforma de 2015, se ha llegado a afirmar que la opción legislativa a favor de un modelo de responsabilidad penal propia, autónoma e independiente de la persona jurídica es clara[1].

Y es que la opción legislativa que confiere efectos eximentes de responsabilidad a las personas jurídicas que cuenten con modelos de prevención de delitos adecuadamente implementados, resulta del todo congruente con el modelo de 'autorresponsabilidad', en el que el hecho propio que fundamenta el reproche a la persona jurídica viene dado por su falta de cultura de cumplimiento de la legalidad[2]. En este sistema, el injusto típico del 'delito corporativo' se asimila a la infracción de las concretas medidas de control establecidas por la persona jurídica para prevenir los riesgos que provocaron la comisión del delito específicamente imputado[3], mientras que la culpabilidad de la persona jurídica se identifica con un estado general de ausencia de una cultura de cumplimiento de la legalidad penal en la organización corporativa, expresado en la falta de implementación de medidas de control y vigilancia genéricas para prevenir riesgos de similar naturaleza a los que provocaron la comisión del delito (Gómez, 2019, pp. 103-104).

Por su parte, la caracterización legislativa de los programas de prevención de delitos como circunstancia atenuante de responsabilidad penal se corresponde más bien con los modelos de atribución de responsabilidad de corte vicarial (modelos de 'heterorresponsabilidad'), en los que no se reconoce la existencia de 'algo' exclusivamente 'propio' de la persona jurídica que fundamente su sanción, sino más bien –expresado en términos generales– se postula una transferencia de responsabilidad por el 'defecto organizativo' de la

---

1 Concluyendo que a partir de la reforma de 2015 la posición expresada en la Circular de la Fiscalía General del Estado 1/2011, en el sentido que el régimen de responsabilidad penal de las personas jurídicas introducido con la reforma de 2010 se correspondía con el sistema vicarial, resulta insostenible (Gómez, 2019, p. 19).

En este sentido, Cigüela afirma:

> La Jurisprudencia parece asumir la tesis expresada por Gómez-Jara, según la cual de la misma manera que las personas físicas que no han alcanzado un mínimo de complejidad mental no se consideran imputables penalmente, las personas jurídicas que no tengan un mínimo de complejidad organizativa no se consideran imputables penalmente (2021, p. 646).

2 Se trata fundamentalmente de una construcción dogmática propia de la tradición principialista europea, en el que el principio de culpabilidad –expresado como 'culpabilidad de organización'– constituye la esencia irrenunciable de la sanción a las personas jurídicas por la comisión de ilícitos penales. Entre los precursores del sistema de 'autorresponsabilidad' de las personas jurídicas en el ámbito alemán. Destacando que:

> En la vida y en el lenguaje de la sociedad, la culpabilidad de la empresa es ampliamente reconocida. Culpabilidad que no está completamente exenta de una impronta ética o moral, aun cuando la coloración moral sea de un contenido particularmente diverso (Tiedemann, 1997, p. 118).

En la doctrina española Gómez-Jara, cuyos aportes a la construcción del sistema de autorresponsabilidad vienen teniendo importante influencia en la doctrina jurisprudencial del Tribunal Supremo (Gómez, 2005).

3 A nivel jurisprudencial, la expresión 'delito corporativo' fue acuñada en la STS 221/2016, de 16 de marzo (Ponente: excelentísimo doctor Manuel Marchena Gómez), precisando que:

> La responsabilidad de la persona jurídica ha de hacerse descansar en un delito corporativo construido a partir de la comisión de un previo delito por la persona física, pero que exige algo más, la proclamación de un hecho propio con arreglo a criterios de imputación diferenciados y adaptados a la especificidad de la persona colectiva. De lo que se trata, en fin, es de aceptar que sólo a partir de una indagación por el Juez instructor de la efectiva operatividad de los elementos estructurales y organizativos asociados a los modelos de prevención, podrá construirse un sistema respetuoso con el principio de culpabilidad (STS 966/2016).

A nivel de doctrina especializada, la expresión 'delito corporativo' (*Corporate Crime*) busca enfatizar en qué consiste materialmente el hecho propio que comete la persona jurídica, a partir de cual se fundamenta su responsabilidad de modo autónomo a la que corresponde atribuir a la persona individual que comete el hecho en representación de la persona jurídica (Feijoo, 2016, p. 13).

persona física hacia la persona jurídica[4], con base en razones de eficiencia económica orientadas a desincentivar la comisión de delitos en el desarrollo de las actividades de las organizaciones empresariales[5]. En los modelos de 'heterorresponsabilidad' no se acomete la construcción teórica de una pretendida 'culpabilidad' de la persona jurídica, por lo que no resultaría en lo absoluto incoherente con dicho modelo la falta de reconocimiento de efectos eximentes o inclusive atenuantes al modelo de prevención de delitos[6], pues se trata de una responsabilidad de inclinación objetiva, proveniente del Derecho Civil de daños, donde el factor de atribución viene dado por la existencia de una relación de dependencia o subordinación respecto del sujeto generador del hecho dañoso.

Lo que sí resulta absolutamente inconsistente es la pervivencia de ambos modelos de atribución de responsabilidad en un mismo sistema legislativo, como ocurre actualmente en el ordenamiento peruano por *mor* de la Ley 31740, lo cual debería ser urgentemente corregido por el legislador. Ciertamente, la versión primigenia de la Ley 30424 otorgó carta de naturaleza 'penal' al régimen de atribución de responsabilidad de autónoma de personas jurídicas, aun cuando se haya calificado de responsabilidad 'administrativa', quizás para contrarrestar el efecto reputacional asociado al estigma de lo penal[7], puesto que –a fin de cuentas– se trata de responsabilidad por la comisión de un tipo de la parte especial del Código Penal, que se determina bajo la aplicación de las reglas de imputación penal, en el marco de un proceso de naturaleza criminal con intervención del Ministerio Público como órgano de persecución y de un órgano judicial de especialidad penal como decisor, rodeado de todas la garantías aplicables a los sujetos sometidos a una imputación de tipo criminal[8].

Así las cosas, resulta jurídico-penalmente insostenible que un pretendido régimen de atribución de responsabilidad autónoma por comisión de delitos, sancione a los sujetos imputables –sean personas naturales o personas jurídicas– exclusivamente por hechos de terceros, por lo que –bien mirado– la restricción de los efectos eximentes del modelo de prevención introducida por la Ley 31740, destruye los cimientos sobre los que se edifica el sistema de atribución de responsabilidad por la comisión de delitos; a saber, el principio de 'autorresponsabilidad'.

Efectivamente, a diferencia del modelo de responsabilidad vicarial, propio de la tradición anglosajona en la que históricamente se ha responsabilizado autónomamente a las personas jurídicas por la comisión de los delitos de sus representantes o subordinados[9], los sistemas de autorresponsa-

---

4 Robles destacando que:

> Una mirada a las propuestas dogmáticas recientes sobre la responsabilidad penal de las personas jurídicas arroja como conclusión que en la práctica totalidad de ellas no se pretende negar ni ocultar que, en efecto, estamos ante una imputación de hechos ajenos incompatible con el principio de culpabilidad porque la persona jurídica en sí es incapaz de realizar y asumir hechos propios (2009, p. 5).

5 Silva destacando el fundamento utilitarista de los sistemas de responsabilidad penal o administrativa de las personas jurídicas, y a la vez criticando los sistemas que postulan la culpabilidad corporativa como fundamento de la sanción a las empresas, por considerar que se sostienen en una falacia normativista (2021, pp. 6-7).

6 Así, por ejemplo, la paradigmática *Foreing Corrupt Practices Act* (FCPA)–que sanciona casos de corrupción transfronteriza– no contempla exención ni atenuación alguna de responsabilidad a las personas jurídicas que previamente a la comisión de la práctica punible hayan implementado adecuadamente programas de *Compliance.* Por su parte, la *US Sentencing Guidelines* confiere solo efectos atenuantes a las entidades que al tiempo de la comisión de la ofensa cuenten con un programa de cumplimiento efectivo (*Effective Compliance and Ethics Program*), previéndose en tales supuestos un descuento en el puntaje de culpabilidad (*culpability score*), Cfr. Sección §8C2.5 (f)(1) (US Sentencing Comission, s.f.).

7 Expresado contundentemente por Silva:

> Así pues, los efectos reputaciones de un sistema de responsabilidad penal para las personas jurídicas derivan del contenido implícito de lo "penal". Por su parte, este contenido implícito vergonzoso procede de la asociación del sujeto responsable con otros que, a su vez, han realizado las conductas más graves en términos ético-sociales –el homicidio, la tortura, la violación–. Es decir, tiene que ver sencillamente con el valor expreso de la adjetivización como "penal" del sistema de responsabilidad en el que se incluye al sujeto en cuestión (2023, pp. 5-6).

8 Esto es expresamente reconocido en la Tercera Disposición Complementaria Final de la Ley 30424:

> La investigación, procesamiento y sanción de las personas jurídicas, de conformidad con lo establecido en el presente Decreto Legislativo, se tramitan en el marco del proceso penal, al amparo de las normas y disposiciones del Decreto Legislativo 957, gozando la persona jurídica de todos los derechos y garantías que la Constitución Política del Perú y la normatividad vigente reconoce a favor del imputado.

9 Interesantes observaciones sobre el sistema estadounidense de responsabilidad autónoma de personas jurídicas por Silva, destacando que en la práctica forense norteamericana el recurso a los acuerdos de no persecución (*Non-Prosecution Agreements* o *Deferred Prosecution Agreements*) termina generando en los hechos un efecto de exención de responsabilidad para las personas jurídicas que cuentan con un programa de prevención de delitos adecuadamente implementado (2018, 235-236).

bilidad se cimientan sobre razones retributivas ancladas en el concepto de 'culpabilidad por organización' de la persona jurídica, en el que el injusto culpable –como expresión de sentido de una cultura de no cumplimiento de la legalidad– no termina de perfeccionarse si se constata la adecuada implantación en la organización empresarial de los componentes que integran el modelo de organización y gestión de delitos (Bacigalupo, 2011, pp. 103-105)[10].

En tal sentido, el desconocimiento de los efectos eximentes del modelo de prevención de delitos no resulta admisible en un sistema jurídico en el que, como el peruano, el legislador optó por en régimen de 'autorresponsabilidad estricta' de la persona jurídica, según puede inferirse del mandato contenido en la Tercera Disposición Complementaria Final de la Ley 30424, en cuya virtud se reconoce expresamente que –para efectos de la investigación, procesamiento y sanción– las personas jurídicas gozan de todos los derechos y garantías que la Constitución Política y la normatividad vigente reconoce a favor del imputado persona natural[11].

III. RESPONSABILIDAD PENAL CORPORATIVA Y NECESIDAD DE MECANISMOS DE SIMPLIFICACIÓN PROCESAL

A. Situación actual

Si bien la Ley 30424 rompió con una férrea tradición legislativa anclada en el principio *societas delinquere non potest*, sumándose a una inexorable tendencia regional y global de institucionalizar normativamente mecanismos de persecución autónoma de los entes colectivos, es evidente también que este marco normativo, enfocado en aspectos sustantivos de la imputación penal contra la persona jurídica, adolece aún de una regulación de orden procesal que fije reglas para instrumentar dicho esquema de imputación del delito corporativo y que proporcione procedimientos de abreviación o simplificación procesal.

En buena cuenta, la única regla de carácter procesal de la Ley 30424 se encuentra en su Tercera Disposición Complementaria Final, la cual, tras la modificación introducida mediante el Decreto Legislativo 1352, además de precisar que la investigación y procesamiento de la persona jurídica tiene lugar conforme a las normas del Código Procesal Penal, adelantó la vigencia de ciertos preceptos de este cuerpo normativo referidos a la incorporación de la persona jurídica al proceso penal, la conclusión anticipada del juicio oral y la terminación anticipada. El propósito de esta regulación fue claramente hacer extensivos a las personas jurídicas los mecanismos de abreviación y negociación penal que la ley procesal confiere al imputado-persona natural, en un contexto en el que el Código Procesal Penal aún no estaba vigente a nivel nacional[12]. Sin embargo, ni esta disposición normativa ni las ulteriores reformas de la Ley 30424 se preocuparon por formular reglas procedimentales específicamente aplicables a las personas jurídicas[13], sino que se limitaron, como es evidente, a habilitar la aplicación de institucionales procesales ya existentes –y previstas para las personas naturales– a las personas jurídicas.

Es posible, por tanto, advertir en la Ley 30424 un vacío normativo en lo que toca a disposiciones procesales específicas para la persona jurídica y el delito corporativo, que será necesario cubrir más temprano que tarde si se pretende una vigencia

---

[10] Bacigalupo con anterioridad a la reforma de 2015, destacando que: "Parece claro que si el programa preventivo puede ser considerado para atenuar o agravar la sanción media imponible por el delito imputable a la persona jurídica, la comprobada ausencia de culpabilidad de organización debería excluir la pena o sanción" (2011, p. 104), y concluyendo: "Es claro que si la implantación de programas preventivos para el futuro puede atenuar la pena de la persona jurídica, su existencia antes de la comisión del delito puede excluir la culpabilidad de la organización" (2011, p. 105).

Para una crítica sobre la viabilidad dogmática de los modelos puros de autorresponsabilidad Cigüela y Ortiz (2020, pp. 77-78).

[11] En este sentido, la Sentencia del Tribunal Supremo 154/2016, de 29 de febrero (Ponente: excelentísimo doctor José Manuel Maza Martín), en el Fundamento Jurídico Octavo:

> De lo que se colige que el análisis de la responsabilidad propia de la persona jurídica, manifestada en la existencia de instrumentos adecuados y eficaces de prevención del delito, es esencial para concluir en su condena y, por ende, si la acusación se ha de ver lógicamente obligada, para sentar los requisitos fácticos necesarios en orden a calificar a la persona jurídica como responsable, a afirmar la inexistencia de tales controles, no tendría sentido dispensarla de la acreditación de semejante extremo esencial para la prosperidad de su pretensión.

[12] Como lo anota la Exposición de Motivos del Decreto Legislativo 1352, el Código Procesal Penal aún no había entrado en vigor en Lima y Callao.

[13] Cabe destacar que la Ley 20393, que regula la responsabilidad penal de la persona jurídica en Chile, en su Título III "Procedimiento", contempla reglas procesales específicamente orientadas a la investigación y procesamiento de las personas jurídicas, en etapas como la formalización de investigación preparatoria y la acusación.

material y no meramente simbólica de este nuevo sistema de imputación penal corporativa[14].

Así las cosas, actualmente, la persona jurídica no cuenta más que con la terminación anticipada del proceso y la conclusión anticipada del juicio como mecanismos de justicia penal negociada, los que –como bien es sabido– son expresiones del principio de consenso que persiguen la eficiencia del sistema y la descongestión de la carga procesal (San Martín, 2020, p. 1142). Reconociendo que estos mecanismos fueron pensados para individuos y no para entes jurídicos, resulta inevitable reflexionar sobre fórmulas procesales que atiendan específicamente a la naturaleza del delito corporativo y a los esquemas de imputación penal de la persona jurídica. Las siguientes líneas buscan ofrecer tan solo unas consideraciones generales, sin pretensión de exhaustividad, acerca de las posibilidades y alternativas que pueden explorarse en la búsqueda de una respuesta racional y eficiente al fenómeno del delito corporativo.

B. Algunas bases para la discusión y el planteamiento de una propuesta enfocada en las personas jurídicas

Es evidente que cualquier planteamiento de simplificación procesal enfocado en las personas jurídicas, debe partir de premisas básicas como –por un lado– la cooperación del ente colectivo con la investigación y –por otro lado– una consecuencia jurídica (material y procesal) beneficiosa para la persona jurídica, como una manifestación del llamado Derecho premial. Sin negar la relevancia del aporte y grado de cooperación de la persona jurídica que busca acogerse a un mecanismo de justicia negociada, es sin duda este último aspecto, el del beneficio o premio procesal, el que requiere un análisis mucho más fino y prolijo al momento de formular alternativas procesales que generen incentivos idóneos y razonables, sin sacrificar los principios de obligatoriedad, legalidad y, en general, los fines del proceso penal.

Parece claro, en este contexto, que las reglas de la terminación anticipada –que, conforme a su diseño normativo, tienen como destinatario a la persona física– no se adaptan a la naturaleza, estructura, intereses y particularidades de los entes colectivos como nuevos sujetos del Derecho Penal. Es comprensible que el beneficio premial para la persona física, sobre quien recae tradicionalmente la norma primaria y, por ende, la amenaza penal asociada a la afectación de su libertad se encuentre referido unívocamente a la reducción del '*quantum*' de la pena privativa de libertad. El enfoque que se ha de adoptar para las personas jurídicas, desde luego, no puede ser el mismo, pues éstas, como actores económicos o 'ciudadanos corporativos', se guían y operan sobre la base de pautas propias, ostentando derechos y obligaciones inherentemente disímiles, que son consustanciales a su rol en la sociedad actual[15].

Así las cosas, lo más razonable es que un esquema de simplificación procesal eficaz y coherente para las personas jurídicas no adopte una perspectiva incompleta sobre el complejo ámbito de la criminalidad corporativa, sino que, por el contrario, atienda a todos los intereses en juego cuando el sistema de justicia penal acomete la persecución del delito corporativo. En términos prácticos, el beneficio premial de un mecanismo de justicia penal dirigido a las empresas no puede limitarse únicamente a reducir el impacto en términos puramente económicos de la sanción penal (por ejemplo, a través de la rebaja de la multa aplicable)[16], sino que también debe considerar necesariamente el impacto reputacional que conlleva ya no solo la imposición de la pena, sino el simple tránsito del ente empresarial por el sistema de justicia penal.

En efecto, la reputación empresarial se ha erigido en un tópico relevante de la discusión sobre la responsabilidad penal de las personas jurídicas y los programas de cumplimiento, particularmente cuando se pretende sustentar las bondades y beneficios de la implementación de estos últimos, así como cuando se aborda los efectos negativos de las consecuencias jurídicas aplicables al delito corporativo. La reputación, en tanto resultado de un proceso de legitimación social, además de ser in-

---

[14] Sobre todo, considerando el seguimiento que la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), a través del Grupo de Trabajo Antisoborno, viene efectuando a la Ley 30424 y su aplicación práctica. De hecho, en el Reporte Fase 2 elaborado por este Grupo de Trabajo de la OCDE, entre otras numerosas observaciones, tras revisar los mecanismos de abreviación procesal regulados en el Perú (*non-trial resolutions*), observó la falta de data sobre su aplicación por nuestros tribunales y enfatizó la importancia de transparentarlos haciéndolos accesibles a la ciudadanía, así como de establecer guías con lineamientos para las autoridades del sistema de justicia penal. Véase a OECD (2021).

[15] Véase sobre la 'ciudadanía empresarial' y las vertientes formal y material del concepto de 'ciudadano corporativo fiel al Derecho', el interesante planteamiento de Heine, Laufer y Strudler (2012, p. 170).

[16] Que es el enfoque que la reciente reforma de la Ley 30424 (mediante la Ley 31740) ha adoptado al limitar los efectos eximentes del modelo de prevención frente a delitos cometidos por el *top management*, ofreciendo el 'beneficio' de imponer una sanción de multa significativamente reducida.

Sobre la importancia de la multa como sanción del delito corporativo, Feijoo (2016, p. 175).

discutiblemente un derecho fundamental reconocido no solo a las personas físicas[17], es uno de los principales activos de las organizaciones empresariales y es entendida en los círculos especializados como la representación colectiva vinculada a sus acciones presentes y pasadas, que dan cuenta de su capacidad para alcanzar resultados valiosos (De Castro & López, 2006, p. 30). Bien se afirma que la reputación, a diferencia de otros activos o recursos empresariales, no se deprecia con tanta facilidad, pero, como contrapartida, su vigencia o permanencia no está sujeta enteramente a la voluntad de la propia empresa y depende de muchos factores que escapan de su control[18].

Ciertamente, pocas cosas pueden socavar o amenazar tan seriamente la reputación de una empresa como su vinculación con una actividad criminal o, peor aún, su incriminación formal por parte de las autoridades del sistema de justicia penal. En este contexto, cobra crucial relevancia que los mecanismos de negociación penal corporativa incorporen el valor de la reputación empresarial como uno de sus criterios rectores. No es casualidad, pues, que el sistema anglosajón ofrezca un abanico de alternativas procesales en su sistema de responsabilidad penal corporativa, los cuales no persiguen primariamente una condena o estigmatización penal de la persona jurídica, sino más bien compromisos de esta última de cara a reformas estructurales en clave de cumplimiento normativo y buen gobierno corporativo.

Dos expresiones de este enfoque procesal son los llamados acuerdos diferidos (en adelante, DPA) y de no persecución (en adelante, NPA) (*deferred/non-prosecution agreements*)[19], de creciente relevancia e incidencia práctica en el sistema de justicia de los Estados Unidos[20]. Ambos, manifestaciones paradigmáticas de la justicia penal negociada, consisten básicamente en la celebración de acuerdos con la Fiscalía a fin de evitar la condena del imputado a cambio de que este evidencie un comportamiento adecuado a Derecho y se comprometa a efectuar cambios o mejoras estructurales[21].

Si bien el reconocimiento de la responsabilidad penal de las personas jurídicas fue históricamente una cuestión que marcó la separación ideológico-conceptual entre los ordenamientos jurídicos de tradición continental y los del *common law*, en vista del establecimiento progresivo de los sistemas de responsabilidad penal corporativa en nuestra región, resulta innegable que son los sistemas jurídicos europeo-continentales los que se están aproximando decididamente al modelo anglosajón (Ortiz, 2014, p. 37). Esta constatación nos debe llevar a prestar atención no solo a los problemas con los que el sistema norteamericano ha tenido que lidiar a lo largo de la evolución de la responsabilidad penal corporativa, sino con particular énfasis a las soluciones que ha planteado para hacerles frente.

Una de estas fórmulas son claramente los mencionados acuerdos diferidos y de no persecución, que, más allá de las críticas de las que no han estado exentos, son considerados, con todo, herramientas útiles en la persecución del delito corporativo que hacen más eficiente la administración de justicia y conducen a un ahorro significativo en términos de tiempo, esfuerzo y gastos de litigación, permitiendo concentrar y distribuir racionalmente los limitados recursos de las autoridades, a fin de evitar espacios de impunidad derivados de la no persecución penal o de una persecución penal deficiente (*under-enforcement*)[22].

---

17 Sobre el reconocimiento del honor y reputación en el ordenamiento y jurisprudencia españoles, véase a Vidal:

> Por tanto, ningún obstáculo de entidad parece existir a la hora de extender el derecho al honor entendido como reputación a las personas jurídicas de Derecho Privado, deviniendo el mismo como esencial en orden a la propia existencia o identidad de tales entes morales así como para el libre desarrollo de sus actuaciones, independientemente del fin perseguido por aquellas (fin de interés general o fin de interés particular) (2007, p. 8).

18 *Ibídem*, p. 31.

19 Ampliamente conocidos con los acrónimos DPA (*deferred prosecution agreements*) y NPA (*non-prosecution agreements*), respectivamente.

20 Si bien estos mecanismos fueron concebidos inicialmente como medidas alternativas de castigo para delincuentes juveniles y el tráfico ilegal de drogas, son considerados actualmente como el "método estándar" para resolver importantes investigaciones de delitos corporativos. Véase a Yangmin (2013, p. 235); asimismo, destacando como uno de los rasgos esenciales del sistema de justicia penal norteamericano el uso frecuente por parte de fiscales de los DPA y NPA véase a Arlen (2012, p. 146).

21 Si bien ambos mecanismos son muy similares, en el DPA el Departamento de Justicia (DOJ) presenta cargos ante el tribunal, pero al mismo tiempo solicita que el procesamiento se posponga con miras a permitir que la empresa demuestre su buen comportamiento, mientras que, en el NPA, el DOJ mantiene la facultad de presentar cargos, pero se abstiene de hacerlo para permitir que la empresa demuestre su buena conducta durante la vigencia del NPA. La principal diferencia entre ambos, por lo tanto, es que, a diferencia del DPA, el NPA no se presenta ante un tribunal, sino que se mantiene en la esfera de la negociación entre las partes. Véase a Criminal Division of the U.S. Department of Justice and the Enforcement Division of the U.S. Securities and Exchange Commission (2022).

22 Véase a Yangmin (2013, p. 242).

No cabe duda de que los mecanismos de simplificación previstos en el Código Procesal Penal descansan sobre estos mismos pilares en busca de una resolución más célere y eficaz del caso concreto[23]. No obstante, nuestro sistema de responsabilidad penal corporativa carece de mecanismos de negociación orientados a sortear la condena penal, regulando –de forma enunciativa, sin desarrollo normativo– solamente la terminación y conclusión anticipadas del juzgamiento. Ambas instituciones, cuya aplicación requiere el reconocimiento de los cargos imputados, conllevan únicamente la reducción de la pena, pero manteniendo los efectos adversos asociados a la condena (por ejemplo, antecedentes penales y, en el caso de las personas jurídicas, la anotación en el registro creado por la Ley 30424)[24].

Este escenario, como es fácil colegir, no produce ningún incentivo real para los entes corporativos en tanto destinatarios de la norma primaria, limitando seriamente las posibilidades de aplicación material de los referidos mecanismos de simplificación procesal. Por consiguiente, una propuesta de *lege ferenda*, con vocación de solvencia y eficiencia, debe apuntar necesariamente a la formulación de mecanismos de abreviación que conlleven la no imposición de una condena contra la persona jurídica o que, cuando menos, la condicionen al cumplimiento de determinadas reglas de conducta. Una propuesta de esta naturaleza nos lleva a pensar inevitablemente en el principio de oportunidad, puesto que esta institución, aunque implícitamente supone la admisión de los cargos, no determina la imposición de una condena ni todos los efectos jurídicos negativos que esta implica para el condenado.

Una previsible objeción a esta propuesta podría venir dada por el alcance meramente residual del principio de oportunidad, esto es, como mecanismo aplicable a delitos de escasa gravedad y mínima culpabilidad cuya persecución carece de interés público, lo que contrasta con la entidad de los delitos comprendidos en la Ley 30424 (señaladamente, corrupción de funcionarios públicos, lavado de activos, delitos tributarios y financiamiento del terrorismo, entre otros). Más allá de que el principio de oportunidad en nuestra legislación procesal dejó de ser hace varios años un mecanismo de abreviación aplicable solo a delitos de escasa lesividad[25], a aquel cuestionamiento cabría responder en el sentido de que una propuesta como la aquí planteada, según lo ya indicado, no se limita simplemente a extender el ámbito de aplicación de una institución procesal preexistente con el fin de incluir dentro de su cobertura a las personas jurídicas. Hacerlo supondría incurrir en el mismo estado deficitario de cosas denunciado en líneas precedentes, a propósito de la situación actual de la Ley 30424 y su superficial referencia a la terminación anticipada y la conclusión anticipada del juicio (Tercera Disposición Complementaria Final).

C. Consideraciones más concretas para una reforma urgente y parcial

En línea con lo expuesto, una eventual reforma debería enfocarse en plantear un mecanismo específicamente diseñado para las personas jurídicas y el delito corporativo, de modo que en su diseño normativo se inserten fórmulas de negociación que permitan la abstención del ejercicio formal de la acción penal o de su sujeción a determinadas condiciones cuya intensidad y alcance pueden variar en función de cada persona jurídica imputada y las circunstancias del caso concreto. De hecho, en este punto pueden ser muy útiles los diversos presupuestos y criterios en los que descansa la aplicación práctica de los DPA y NPA de la justicia norteamericana. Así, teniendo en cuenta esta experiencia comparada, los mecanismos de simplificación de la persona jurídica deberían considerar al menos dos niveles de evaluación: por un lado, los requisitos básicos para la activación del mecanismo y, por otro, las condiciones para decidir o no la persecución penal de la persona jurídica.

---

[23] Relevante es a este respecto la Casación 437-2017/San Martín, en la que, respecto de los acuerdos reparatorios, se señala lo siguiente:

> La naturaleza jurídica de estos tipos de Acuerdos es que son convenios de carácter consensual, bilateral, que se encuadra bajo los principios de celeridad y economía procesal, en donde prevalece la auto-disposición de las partes y existe una mínima intervención del Estado. […] el propósito del acuerdo reparatorio radica en el interés entre la víctima y el imputado en celebrar el acuerdo reparatorio, cuyo objeto es la resolución alternativa del conflicto surgido, indemnizándose a la víctima con una justa reparación, además de lograrse la extinción de la acción penal, que, por razones de economía procesal, constituye una solución para evitar un proceso largo y costoso.

Véase a San Martín (2020, p. 337).

[24] Se trata del Registro de Personas Jurídicas Sancionadas que, conforme a la Quinta Disposición Complementaria Final de la Ley 30424 (tras la modificación efectuada mediante el Decreto Legislativo 1352), es administrado por el Poder Judicial, entidad que puede compartir la información con la oficina de Registros Públicos (SUNARP) y el Organismo Supervisor de las Contrataciones del Estado (OSCE).

[25] Cabe recordar que mediante la Ley 30076, publicada el 19 de agosto de 2013, se habilitó legalmente la posibilidad de aplicar el principio de oportunidad a diversos delitos de minería ilegal, sancionados con penas que alcanzan los doce años de prisión.

Respecto a lo primero, parece clara la necesidad de que toda persona jurídica que pretenda activar el mecanismo de simplificación asuma determinados compromisos, tales como el de cooperar proactiva y diligentemente con el Ministerio Público, implementar mejoras de *compliance* y en general medidas correctivas y de remediación en su programa de cumplimiento o el pago de una sanción monetaria.

En lo que toca a lo segundo, como una forma razonable de delimitar la aplicabilidad de los mecanismos de no persecución penal de la persona jurídica, podría otorgarse un margen de análisis a los fiscales en el que ponderen factores objetivos como la gravedad del delito y de sus efectos para la empresa, sus miembros y terceros; la extensión de las prácticas delictivas en múltiples áreas o procesos de la compañía; el involucramiento de ejecutivos de la alta dirección; antecedentes o historial de prácticas ilícitas en la organización; el nivel y calidad de la colaboración efectivamente aportada a la investigación; las medidas de mejora, corrección y remediación efectivamente ejecutadas (por ejemplo, implementación de sistemas de gestión eficaces o de controles idóneos y focalizados en los riesgos que dieron lugar al delito; cambios de órganos de gestión y administración, medidas disciplinarias o desvinculación de empleados o directivos involucrados, etc.) o la existencia de consecuencias perjudiciales graves para los accionistas o empleados de la compañía derivadas del delito[26]. Desde luego, cualquier esfuerzo por regular estos mecanismos de negociación debe procurar la fijación de límites a la discrecionalidad de los fiscales, sin darles poderes absolutos para decidir si se abstiene o no de perseguir penalmente a los entes colectivos, en coherencia con el modelo de procedimientos de negociación reglados ya previstos en el Código Procesal Penal[27].

En suma, sobre la base de lo señalado, puede afirmarse que los mecanismos de negociación penal corporativa deben partir de premisas divergentes a las instituciones procesales diseñadas para personas físicas. Antes bien, deben estar orientados a alcanzar objetivos de eficiencia y celeridad, pero respetando principios esenciales como el de legalidad y proporcionalidad. Asimismo, su finalidad procesal debe orientarse no a la búsqueda a toda costa de condenas penales, sino más bien a lograr el consenso para materializar la cooperación y entrega voluntaria de información a las autoridades (*disclosure*/*self-reporting*)[28].

Un esquema de simplificación, basado en compromisos reglados tanto de una como de otra parte (Ministerio Público y empresa), enfocados en la cooperación debidamente comprobada, debería llevar necesariamente a la abstención de la persecución penal de la persona jurídica. Este planteamiento se muestra razonable sobre todo considerando el contexto normativo actual de la Ley 30424 a partir de su reciente modificación mediante la Ley 31740, en virtud de la cual, en uno de sus más controversiales cambios, se elimina los efectos eximentes de responsabilidad penal corporativa cuando el delito es cometido por miembros de la alta dirección de la persona jurídica 'con capacidad de control', de suerte que, en estos supuestos, la implementación de un modelo de prevención eficaz –esto es, que cumple los estándares legales y constituye materialmente un sistema de gestión con efectos preventivos reales– solo puede desplegar un efecto de atenuación de la sanción aplicable[29]. Resulta proporcional pues que una restricción tan significativa de los efectos jurídicos de los modelos de prevención venga acompañada de alternativas de negociación penal regladas que permitan la abstención del ejercicio de la acción penal contra las personas jurídicas.

IV. ALGUNOS PROBLEMAS PRÁCTICOS EN LA APLICACIÓN DE LAS 'CONSECUENCIAS ACCESORIAS': PELIGROSIDAD OBJETIVA Y RELEVANCIA DE LOS PROGRAMAS DE CUMPLIMIENTO

A. Consideraciones introductorias sobre el fundamento y finalidad de las 'consecuencias accesorias'

En el contexto de las sanciones aplicables directamente a las personas jurídicas, las consecuen-

[26] Este último criterio es similar al supuesto de aplicación del principio de oportunidad previsto en el artículo 2.1.a) del Código Procesal Penal: "Cuando el agente haya sido afectado gravemente por las consecuencias de su delito, culposo o doloso, siempre que este último sea reprimido con pena privativa de libertad no mayor de cuatro años, y la pena resulte innecesaria".

[27] Como recalca San Martín, en referencia al principio de oportunidad, nuestra ley procesal ha optado por un modelo reglado (a través de un catálogo cerrado) y no discrecional (2020, p. 339).

[28] Sobre la importancia de enfocarse en los compromisos de *self-reporting*, cooperación y monitoreo, con amplias referencias (Arlen, 2012, p. 172).

[29] De conformidad con el nuevo texto del artículo 12, segundo párrafo, de la Ley 30424, en estos casos, el juez solo podrá imponer sanción de multa que podrá ser reducida hasta en un 90%.

cias accesorias han cobrado de un tiempo a esta parte, para sorpresa de sus críticos o detractores, una inusitada importancia práctica a raíz fundamentalmente de casos de corrupción y lavado de activos de alto perfil, muchos de ellos objeto de significativa atención mediática. En efecto, en varias de estas investigaciones y procesos penales que involucran a compañías del sector privado y diversos entes jurídicos –probablemente ante la imposibilidad de aplicar la Ley 30424 por razones de aplicación temporal de la ley penal–, se puede constatar que el Ministerio Público ha echado mano de las consecuencias accesorias y de los mecanismos procesales para su imposición a las personas jurídicas, dando lugar a audiencias y pronunciamientos judiciales que no se muestran siempre consistentes con la naturaleza jurídica y fundamento de estas medidas.

Este particular escenario, que contrasta con la escasa relevancia práctica denunciada por la doctrina nacional[30], ha traído consigo sugestivos debates en torno a cuestiones de carácter sustantivo y procesal que antes, precisamente por la falta de interés práctico en estas consecuencias jurídicas, no recibieron la atención ni el desarrollo dogmático o jurisprudencial que merecían. Una de estas cuestiones es sin duda la denominada 'peligrosidad objetiva' de la persona jurídica.

De entrada, conviene dejar claro que, como lo entiende la doctrina especializada, la peligrosidad objetiva no es un mero criterio para la imposición de consecuencias accesorias a la persona jurídica, sino que constituye la razón de ser, el fundamento de esta forma de reacción específica del *ius puniendi* contra las personas jurídicas[31]. No cabe duda de que, en atención a su fundamento, las consecuencias accesorias tienen una finalidad eminentemente preventiva, enfocada de modo prospectivo en la peligrosidad futura de la persona jurídica y no –como ocurre con las penas– de modo retrospectivo en la gravedad de la conducta cometida en el pasado y, por ende, en la culpabilidad por dicho comportamiento delictivo[32].

Sobre esta base, es posible definir a la peligrosidad objetiva como un estado de desorganización u organización estructural defectuosa de la persona jurídica que favorece, permite o propicia objetivamente la comisión de delitos en el futuro por parte de sus miembros individuales. Es evidente que las penas aplicables a estos últimos por el delito perpetrado no afectan ni inciden en modo alguno en este estado organizativo peligroso de cosas, ni mucho menos tienen por finalidad hacerle frente, lo que justifica dogmática y también político-criminalmente la imposición directa de consecuencias de corte preventivo a la persona jurídica, con miras a neutralizar o cuando menos limitar la peligrosidad organizativa de esta última, en tanto instrumento jurídico-económico que puede seguir siendo utilizado por determinados individuos para fines delictivos (García, 2014, p. 802).

La determinación de la peligrosidad objetiva de la estructura corporativa o social, por consiguiente, supone un ejercicio valorativo a futuro, pero desde una perspectiva estrictamente objetiva, esto es, despojado de toda percepción sin sustento objetivamente verificable o basada en la mera sospecha derivada solamente, por ejemplo, de las condiciones personales de los autores o partícipes del delito cometido o del delito concretamente cometido. Por el contrario, debe tratarse de un juicio fundado en evidencias objetivas que revelen que la estructura, recursos o activos de la persona jurídica son idóneos para la comisión futura de hechos delictivos.

Este fundamento inequívoco de las consecuencias accesorias conlleva importantes derivaciones

[30] Véase, por ejemplo, a Prado (2011, p. 287). En este sentido, Prado afirma que "la posibilidad de criminalización y sanción penal de las personas jurídicas permanece estancado en el escenario híbrido, confuso y socialmente desconocido de las consecuencias accesorias" (2011, p. 287). Similar panorama es advertido en España por Feijoo, para quien el artículo 129 del Código Penal español (que contempla las consecuencias accesorias) ha tenido una "relevancia práctica marginal" y un "papel residual" en el sistema jurídico-penal español, lo cual se ha visto agudizado a partir de la reforma del 2010, con la introducción legislativa de la responsabilidad penal de las personas jurídicas (2016, p. 302).

[31] En la doctrina nacional: Alva (2021, p. 276); Castillo (2001, p. 276); García (2022, pp. 801 y ss.); García (2023, pp. 232 y ss.); Prado (2019, p. 462), señalando no obstante que la doctrina nacional no ha alcanzado un esclarecimiento dogmático suficiente sobre la naturaleza jurídica de las consecuencias accesorias; Villavicencio (2019, p. 271), sosteniendo la naturaleza preventiva y no punitiva de las consecuencias accesorias, aplicables a organizaciones "incapaces de delinquir" pero "peligrosas porque favorecen la comisión de delitos a personas físicas que los utilizan". En la doctrina española, por todos: Silva (1995, p. 364), quien sostiene que el fundamento es de orden pragmático-preventivo; Feijóo (2016, pp. 301 y ss.), distinguiendo entre peligrosidad instrumental (como medio instrumental para la comisión de delitos) y organizativa (debido a sus defectos organizativo-estructurales); Aguilera (2018, p. 123).

[32] De ahí que resulte problemático concebir las consecuencias accesorias como "sanciones penales especiales", como lo entienden Hurtado y Prado (2011, p. 456), y como lo ha establecido el Acuerdo Plenario 7-2009/CJ-116 (párrafo 11), puesto que un tal entendimiento puede llevar a pensar que las consecuencias accesorias son asimilables a las penas, con todo lo que eso implica en términos dogmáticos en cuanto a su fundamento y finalidad.

prácticas. Por ejemplo, para la imposición racional de las consecuencias accesorias, no basta verificar la peligrosidad de un solo individuo vinculado a la persona jurídica (por ejemplo, un empleado o un gerente de la compañía), pues esto no sólo se apartaría de la finalidad dogmática y político-criminal de estas sanciones, sino que también quebraría toda lógica de proporcionalidad, siendo este un presupuesto material al que los jueces deben ceñirse al elegir la consecuencia accesoria a imponer en cada caso concreto, así como determinar su medida o *quantum*[33].

Antes bien, el propio fundamento de las consecuencias accesorias exige identificar la verdadera fuente de la peligrosidad. Es decir, la imposición de consecuencias accesorias presupone identificar a la propia persona jurídica como el foco de riesgo para la comisión de futuros actos delictivos, por lo que, consecuentemente, si la fuente de peligro no radica en la forma cómo está organizada específicamente la persona jurídica (déficit organizativo relevante en su cultura de legalidad y cumplimiento), sino más bien en un individuo, entonces decae el fundamento para la atribución de responsabilidad a la persona jurídica[34].

Por consiguiente, si el foco de riesgo esté radicado en la persona natural, como lo sostiene Silva Sánchez, a quienes debe dirigirse primariamente la intervención del Derecho penal es al o los individuos que ejecutaron el delito (por ejemplo, a través de penas privativas de libertad eficaces)[35]. Esto pone de manifiesto, una vez más, la relevancia de los programas de cumplimiento o modelos de prevención en la empresa, los cuales, diseñados y ejecutados de conformidad con los estándares legales y mejores prácticas de gobierno corporativo, tienen la idoneidad para acreditar una cultura de respeto a la legalidad y, por ende, la inexistencia de peligrosidad objetiva al no poder ser considerado el ente colectivo como un instrumento riesgoso en manos de potenciales delincuentes económicos.

B. Breve referencia al estado de la cuestión a nivel doctrinal, jurisprudencial y legislativo

Pese a la exigua regulación de las consecuencias accesorias, reformas posteriores del Código Penal –concretamente, a partir de la promulgación de la Ley contra el crimen organizado, Ley 30077– procuraron dotar a los operadores de herramientas que faciliten en la práctica judicial la aplicación de las consecuencias accesorias. De este modo, se incorporó al Código Penal el artículo 105-A, que, entre otros aspectos, estableció como 'criterio de fundamentación' para la aplicación de consecuencias accesorias la "prevención de la continuidad de la utilización de la persona jurídica en actividades delictivas" (numeral 1), siguiendo la propuesta del Anteproyecto de Reforma de la Parte General del Código Penal 2008/2010[36], recogida luego por el Acuerdo Plenario 7-2009/CJ-116 del 13 de noviembre de 2009.

Posteriores pronunciamientos de la Corte Suprema han profundizado en el contenido conceptual de la peligrosidad objetiva de las personas jurídicas con miras a la aplicación de consecuencias accesorias. Por ejemplo, la Casación 864-2017/Nacional incide sobre la organización defectuosa de la persona jurídica y, lo que es más relevante, la conecta con la ausencia de procedimientos y controles preventivos y de cumplimiento corporativo:

> El fundamento de las medidas contra las personas jurídicas (artículo 105 del Código Penal y fijadas en el rubro de las 'consecuencias accesorias del delito', que no de la pena) es tal estado de desorganización que ha propiciado y favorecido la comisión del hecho por la persona física relacionada con aquella, y la relación existente entre ambas personas, y finalidad es la de neutralizar o disminuir en lo posible tal peligrosidad objetiva como medio de prevención de la comisión futura de nuevos hechos punible[37].

[33] Véase a Zúñiga (2003, p. 489); García (2014, p. 812). El Acuerdo Plenario 7-2009/CJ-116 de la Corte Suprema de Justicia (párrafo 17) reconoce la importancia del principio de proporcionalidad, en virtud del cual los jueces deben evaluar la necesidad de aplicar la consecuencia accesoria, pudiendo incluso abstenerse de imponerla en supuestos de intrascendencia del nivel de involucramiento de la persona jurídica.

[34] Castillo indica:

> No se trata de la peligrosidad aislada de una persona física, ya que de ser así bastaría una sanción tradicional del Derecho penal [medida de seguridad, por ejemplo], sino de la peligrosidad de un instrumento jurídico-económico, como es una empresa, que puede seguir siendo utilizada por individuos (…) en la realización de actividades ilícitas (2001, p. 276).

[35] Véase a Silva:

> [L]as alusiones a una supuesta voluntad colectiva no hacen sino esconder que, en realidad, es la voluntad de concretas personas individuales –las que realmente controlan– la que rige los destinos de la sociedad y, eventualmente, da lugar a la comisión de delitos (1995, p. 365).

[36] Elaborado por la Comisión Especial Revisora creada por Ley 29153.

[37] Ver fundamento noveno.

Esta misma Resolución Casatoria, que abordó un caso de lavado de activos en el que se discutía la adquisición de un inmueble de presunto origen delictivo, estimó como cuestión relevante a determinar si a las empresas involucradas les era posible conocer dicho origen ilegal o no por la falta de "mecanismos internos de control, protocolos de seguridad en el ámbito de sus negocios con terceros o modelos de prevención adecuados e idóneos".

A su turno, el II Pleno Jurisdiccional de 2021 realizado por la Corte Superior Nacional de Justicia Penal Especializada (Acuerdo Plenario 02-2021), concibiendo asimismo que la peligrosidad objetiva constituye el fundamento de las consecuencias accesorias[38], entendió que el análisis de este riesgo futuro "dependerá de que la persona jurídica haya operado como instrumento a cargo de los sujetos involucrados (sean directivos, representantes u otros)[39] con fines criminales", precisando que la finalidad de las consecuencias accesorias apunta tanto a las personas jurídicas dedicadas a actividades ilícitas (por ejemplo, las 'empresas fachada' o *shell companies*) como a las empresas constituidas con fines lícitos pero que por defectos organizativos comporten un peligro para bienes jurídicos.

A partir de este panorama –que, como se ha visto, discurre por el plano doctrinal, jurisprudencial y legislativo–, se muestra patente la trascendencia de la peligrosidad objetiva ya no solo como fundamento de las consecuencias accesorias, sino como elemento que define la finalidad que estas medidas persiguen, en coherencia con los principios que informan el sistema jurídico-penal peruano.

Sin embargo, pese a esta aparente claridad en torno a la relevancia y funcionalidad de la peligrosidad objetiva, la operatividad procesal de las consecuencias accesorias no solo adolece de reglas procedimentales expresas y depuradas, sino que se ha visto seriamente mermada con posiciones como la adoptada en el referido Pleno Jurisdiccional de 2021 de la Corte Superior Nacional de Justicia Penal Especializada, como se desarrolla a continuación.

V. LA 'PELIGROSIDAD OBJETIVA' COMO OBJETO DE DEBATE PARA LA INCORPORACIÓN DE LA PERSONA JURÍDICA AL PROCESO PENAL

A pesar del manifiesto reconocimiento de la 'peligrosidad objetiva' como criterio para la aplicación judicial de consecuencias accesorias a la persona jurídica, la decisión plenaria adoptada por la Corte Superior Nacional de Justicia Penal Especializada en 2021, tras ponderar las diversas posturas y enfoques plasmados en pronunciamientos de los tribunales de este sub-sistema judicial[40], ha optado por prescindir completamente de este fundamento en la evaluación judicial que ha de tener lugar para incorporar a una persona jurídica al proceso penal, limitándose a exigir solo la verificación del presupuesto referido a la vinculación de la persona jurídica con el delito (la llamada 'cadena de atribución').

El razonamiento para llegar a esta conclusión ha tenido un carácter marcadamente legalista-positivista, pues se ha enfocado meramente en el contenido del artículo 91 del Código Procesal Penal que, como es sabido, se limita a señalar los requisitos formales que debe cumplir la solicitud del Ministerio Público para incorporar a la persona jurídica en el proceso penal. Como se puede constatar, este precepto, que ofrece pautas básicas sobre la oportunidad de la referida solicitud y su trámite, así como la ausencia de reglas procedimentales adicionales y específicas para la incorporación de la persona jurídica han servido de único sustento para adoptar una decisión plenaria sobre una cuestión tan crucial y relevante para la instrumentación procesal del delito económico-empresarial.

De entrada, es evidente que un análisis aislado y centrado únicamente en un precepto procesal –que, por lo demás, está referido a aspectos meramente formales y de trámite– ya presagiaba

[38] "Por lo tanto, la peligrosidad objetiva es la fundamentación para la imposición de medidas coercitivas y de la consecuencia jurídico-penal, siendo que en ellas subyace el análisis del riesgo futuro" (párrafo 22).

[39] Para Prado, la persona natural que cometió el delito (que debe ser condenada previamente para la imposición de consecuencias accesorias) debe tener la condición de órgano de gestión u operativo de la persona jurídica (2011, p. 287).

[40] En efecto, este Plenario respondió a la confluencia de posiciones encontradas en el propio sub-sistema nacional, que propugnaban o prescindían de la verificación de la peligrosidad objetiva como elemento a considerar en la audiencia preliminar de incorporación de la persona jurídica. Por ejemplo, la Resolución11 del 13 de marzo de 2019 (Exp. 00249-2015-39-5001-JR-PE-01) emitida por la Primera Sala Penal de Apelaciones de Crimen Organizado, que se decantó por reconocer a la peligrosidad objetiva como cuestión a debatir en la audiencia de incorporación de la persona jurídica; o, por otra parte, la Resolución 05 del 18 de febrero de 2020 (Exp. 00046-2017-93-5002-JR-PE-01) emitida por la Primera Sala Penal de Apelaciones Nacional Permanente Especializada en Delitos de Corrupción de Funcionarios, según la cual la peligrosidad objetiva "no forma parte de los requisitos para la incorporación de una persona jurídica, conforme al artículo 91 del CPP y el Acuerdo Plenario 7-2009/CJ-116".

un resultado poco alentador e inconsecuente con el fundamento dogmático de las consecuencias accesorias –que curiosamente el propio Acuerdo Plenario 02-2021 reconoce– y con las garantías procesales de las que innegablemente goza la persona jurídica[41]. En efecto, la decisión plenaria en cuestión, pese a destacar a la 'peligrosidad objetiva' como fundamento de las consecuencias accesorias, consideró que ella solo debe ser evaluada y verificada para imponer judicialmente la consecuencia accesoria, mas no al momento de decidir la incorporación de la persona jurídica al proceso penal.

En contraposición a este parecer de nuestros tribunales, un sector de la doctrina nacional sostiene que la peligrosidad objetiva es un elemento que debe ser cuando menos postulado por el Ministerio Público en su requerimiento de incorporación de la persona jurídica al proceso penal, esto es, que sea insertado en su hipótesis incriminatoria o, como comúnmente se le conoce, en su 'teoría del caso'[42]. En efecto, si bien no parece lógico que la fiscalía acredite sólidamente la peligrosidad objetiva para solicitar la incorporación de la persona jurídica, no resulta tampoco razonable situarse en el otro extremo de la discusión y soslayar absolutamente este elemento esencial del debate, por las restricciones de distinta índole que ese solo acto procesal conlleva para el ente colectivo y sus miembros individuales o incluso terceros (acreedores, inversionistas, etc.).

Paradójicamente, el Acuerdo Plenario 02-2021 de la Corte Superior Nacional de Justicia Penal Especializada se apoya en el Acuerdo Plenario 7-2009/CJ-116 de la Corte Suprema de Justicia para argumentar que la exigencia de requisitos adicionales a los previstos en el artículo 91 del Código Procesal Penal configuraría una violación del principio de legalidad. Sin embargo, lo paradójico de este razonamiento radica precisamente en que el citado el Acuerdo Plenario 7-2009/CJ-116, si bien no profundizó en la 'peligrosidad objetiva' ni en su relevancia para el procedimiento de incorporación de la persona jurídica, sí proporcionó algunas consideraciones que permiten colegir la necesidad de verificar dicha peligrosidad y no desecharla sin más como presupuesto esencial para el procedimiento de incorporación del ente colectivo:

> El artículo 90 NCPP identifica a las personas jurídicas que pueden ser partes procesales y objeto de emplazamiento por la autoridad judicial. En él se fijan los presupuestos necesarios para el emplazamiento y **la incorporación formal de una persona jurídica** en un proceso penal. **Al respecto**, **el presupuesto esencial que exige dicha norma se refiere a la aplicación potencial sobre el ente colectivo de alguna de las consecuencias accesorias** que contemplan los artículos 104 y 105 CP (Acuerdo Plenario 7-2009).

Como se aprecia con nitidez, este Acuerdo Plenario consagra como 'presupuesto esencial' para la incorporación de la persona jurídica 'la aplicación potencial' de las consecuencias accesorias. Nótese a este respecto que el contexto del párrafo citado se refiere expresa e inequívocamente a la incorporación de la persona jurídica, no a la imposición de consecuencias accesorias. Por lo tanto, *contrario sensu*, si no es posible la aplicación potencial de consecuencias accesorias –esto es, no concurren desde un inicio los requisitos para su imposición al final del proceso–, no resulta jurídicamente viable la incorporación de la persona jurídica al proceso. Esto lleva inexorablemente a la conclusión de que la aplicación potencial de las consecuencias accesorias –que es, según este Acuerdo Plenario de la Corte Suprema, el 'presupuesto esencial' para la incorporación de la persona jurídica al proceso penal– exige no solamente establecer la 'cadena de atribución', sino también la peligrosidad objetiva de la persona jurídica, puesto que sin esta sencillamente resulta impensable sancionar a la persona jurídica. Sería absurdo, pues, sostener que, para la aplicación potencial de consecuencias accesorias, basta solo verificar la cadena de atribución.

En esta línea de entendimiento, es posible identificar tres premisas en el razonamiento argumentativo del Acuerdo Plenario 7-2009/CJ-116 respecto de la peligrosidad objetiva como presupuesto a verificar para la incorporación de la persona jurídica, a partir de las cuales se puede llegar a una conclusión:

[41] Como lo señala el artículo 93 del Código Procesal Penal, la persona jurídica tiene los mismos derechos y garantías que la ley le otorga al imputado-persona natural. Véase a García, dejando de lado solamente a aquellos derechos que no se ajustan a la propia naturaleza de la persona jurídica (2023, p. 207).

[42] Véase a Caro & Fernández (2018, p. 3), para quienes la hipótesis fiscal de peligrosidad podrá ser perfeccionada durante la investigación y demás etapas del proceso, conforme al principio de progresividad o mutabilidad, es así que García señala que:

> [...] es obvio que en la solicitud de incorporación el Ministerio Público no debe probar la peligrosidad, pero sí postularla, de manera tal que la defensa de la persona jurídica pueda ejercer su derecho de defensa a lo largo de la investigación para negar tal peligrosidad. En consecuencia, el pedido de incorporación de la persona jurídica, como parte pasiva, debe identificar una situación de peligrosidad de la organización, la cual se tendrá que probar a lo largo de la investigación preparatoria (2023, p. 816).

(i) **Premisa 1**: El Código Procesal Penal fija los presupuestos para la incorporación de la persona jurídica al proceso penal;

(ii) **Premisa 2**: Para la incorporación de la persona jurídica, es un 'presupuesto esencial' la aplicación potencial de consecuencias accesorias;

(iii) **Premisa 3**: La aplicación (potencial) de consecuencias accesorias exige necesariamente acreditar la llamada cadena de atribución y también la peligrosidad objetiva;

(iv) **Conclusión**: Sin peligrosidad objetiva (al menos como hipótesis planteada bajo el estándar probatorio de sospecha reveladora) no es viable jurídicamente incorporar a la persona jurídica al proceso penal.

Ratificando esta posición jurisprudencial, el reciente pronunciamiento de la Sala Penal Permanente de la Corte Suprema de Justicia, a través de un auto de calificación (Casación 2353-2021/Ayacucho), de fecha 27 de enero de 2023, estableció acertadamente que la incorporación de las personas jurídicas al proceso debe cumplir no solo los requisitos de los artículos 90 y 91 del Código Procesal Penal, sino también los presupuestos del Acuerdo Plenario 7-2009/CJ-116, los cuales no se limitan a aspectos meramente formales (como los datos de identificación de la persona jurídica o un relato de los hechos), sino que exigen plantear la peligrosidad objetiva como hipótesis de la fiscalía[43].

No cabe duda de que este planteamiento es el más consistente con las garantías constitucionales del proceso penal y, en particular, con la garantía de defensa procesal, puesto que la prescindencia absoluta del presupuesto de peligrosidad objetiva en el procedimiento de incorporación de la persona jurídica al proceso penal propiciaría un injustificado estado de indefensión de esta última. En efecto, al ser la peligrosidad objetiva un presupuesto imprescindible para la aplicación de consecuencias accesorias –respecto de lo que no hay discrepancias a nivel doctrinal ni jurisprudencial–, no sería posible para la persona jurídica conocer, al menos remotamente siquiera, cuál es la hipótesis de la fiscalía en lo concerniente al contenido y alcances de la peligrosidad objetiva, es decir, qué áreas, departamentos o procesos de la compañía son a juicio de la fiscalía los que presentan un déficit organizativo idóneo y suficiente para la creación de riesgos de comisión o encubrimiento de delitos en el futuro.

Es importante considerar que, siendo el requerimiento de incorporación de la persona jurídica al proceso el acto procesal mediante el que la fiscalía pretende emplazar y lograr que la persona jurídica sea considerada como parte imputada, es aquí justamente cuando el Ministerio Público debe plantear su hipótesis de peligrosidad objetiva, a fin de que, corrido el traslado de esta pretensión fiscal, la persona jurídica puede ejercer su defensa y contradecir tal pretensión. Relegar el debate y contradicción en torno a la peligrosidad objetiva a etapas procesales posteriores (investigación preparatoria, etapa intermedia o juicio oral), no es sino una forma de minar la defensa procesal de la persona jurídica y de postergar sus posibilidades de defensa para contrarrestar la pretensión incriminatoria del Ministerio Público de forma oportuna, generando una inaceptable situación de desigualdad procesal.

En efecto, la no inclusión de la hipótesis de peligrosidad objetiva en el requerimiento de incorporación de la persona jurídica propiciaría irracionalmente en la práctica el absoluto silencio sobre dicha cuestión durante gran parte del proceso, cuando menos hasta la etapa intermedia –si es que la fiscalía decide plantearla en su acusación– o, eventualmente, en el juicio oral. Es decir, la garantía de defensa procesal quedaría enteramente a merced de la discrecionalidad del Ministerio Público y a su absoluta libertad de decidir cuándo plantea y sustenta la peligrosidad objetiva de la persona jurídica. De hecho, la posición del Acuerdo Plenario 02-2021 abre espacios extremadamente peligrosos en este sentido, pues al prescindir del debate sobre la peligrosidad objetiva para incorporar a la persona jurídica y considerar que este ele-

[43] Concretamente, se establece en el fundamento octavo:

> […] por supuesto que cuando la fiscalía decida formalizar o continuar la investigación preparatoria contra las citadas personas jurídicas […], tendrá que cumplir a cabalidad los requisitos que las recurrentes exigen (artículos 90 y 91 del Código Procesal Penal) así como el Acuerdo Plenario 07-2009/CJ-116, del ocho de enero de dos mil diez que son: i) la identificación de la persona jurídica y su domicilio; ii) la explicación circunstanciada de los hechos que relacionan a la persona jurídica con el delito investigado, con lo cual debe desarrollarse la cadena de atribución que la conecta con acciones de facilitación, favorecimiento o encubrimiento del hecho punible; iii) fundamentación legal; y iv) la **peligrosidad potencial de la persona jurídica a modo de hipótesis de imputación, de acuerdo con los parámetros del principio de imputación necesaria** [requisito contenido en los fundamentos 11 y 21-A del antes mencionado Acuerdo Plenario], es decir una hipótesis de no compliance o no prevención de la comisión de delitos por parte de la corporación [el énfasis es nuestro] (Acuerdo Plenario 07-2009/CJ-116).

mento solo es relevante para la imposición judicial de la consecuencia accesoria, genera un incentivo pernicioso para que los fiscales presenten su hipótesis de peligrosidad objetiva en etapas tardías del proceso penal.

En cualquier caso, si bien podría alegarse frente a este cuestionamiento –como suelen hacer algunos tribunales– que la persona jurídica tiene expeditos todos los mecanismos para refutar la peligrosidad objetiva durante la investigación preparatoria, es evidente que tal ejercicio del derecho de defensa se vería forzado a ser absolutamente genérico, inespecífico y no focalizado, pues la persona jurídica, compelida a caminar 'a ciegas' en este terreno, no tendría una hipótesis o alegación fiscal de peligrosidad objetiva que refutar o desvirtuar (¡!). En suma, una defensa en bloque, obligada a presumir intuitivamente los contornos y alcances de la hipótesis del Ministerio Público.

Si trasladamos esta postura al ámbito de la persona natural, el resultado sería inconcebible, pues renunciar a debatir al inicio del proceso penal sobre el fundamento mismo de la sanción potencial a aplicar sería tanto como continuar con un proceso de seguridad contra un individuo prescindiendo completamente del debate sobre su inimputabilidad, no solo generando un patente estado de indefensión del procesado sino, además, dificultando seriamente conocer las razones que determinan su peligrosidad como fundamento de la imposición de medidas de seguridad.

En síntesis, la posición adoptada en el Acuerdo Plenario 02-2021 respecto a la absoluta prescindencia del presupuesto de la 'peligrosidad objetiva' al momento de determinar la incorporación de la persona jurídica al proceso penal, es arbitraria por las siguientes razones:

(i) Desconoce el fundamento mismo de las consecuencias accesorias, en una etapa en la que la Fiscalía está obligada a presentar cargos concretos en respeto del principio de imputación necesaria, sobre la base de un estándar probatorio de sospecha reveladora[44];

(ii) Reduce el procedimiento de incorporación a un acto de mero trámite y tergiversa su verdadera finalidad en nuestro modelo procesal, condenándolo a ser un acto procesal simbólico destinado básicamente a verificar datos formales, tales como la identificación de la persona jurídica y el relato fáctico incriminatorio, despojándolo de todo sentido práctico y jurídico en tanto herramienta fundamental para la toma de decisiones judiciales;

(iii) Promueve la indefensión de la persona jurídica y, al tiempo, las imputaciones sorpresivas contra la persona jurídica, la cual solo podría tener conocimiento de los alcances y contornos de su supuesta peligrosidad objetiva en la etapa intermedia (requerimiento acusatorio) o juicio oral y, en el peor de los casos, en la sentencia.

VI. PROPUESTA SOBRE EL CONTENIDO DE LA HIPÓTESIS DE PELIGROSIDAD OBJETIVA

Como se ha indicado, la hipótesis del Ministerio Público sobre la 'peligrosidad objetiva' debe contener un planteamiento de no cumplimiento (*non-compliance*) de la persona jurídica, referido a un déficit de organización interna que genera riesgos futuros de carácter penal. En concreto, esto implica que la fiscalía, si pretende que la persona jurídica sea considerada parte pasiva y eventualmente sancionada con una o más consecuencias accesorias, ha de postular una hipótesis sobre la ausencia, deficiencia o insuficiencia de procedimientos y controles destinados a prevenir la comisión de delitos y/o mitigar razonablemente los riesgos de su comisión en el seno de su organización.

Sin embargo, considerando que la incorporación de la persona jurídica tiene lugar necesariamente en sede de investigación preparatoria (en la que, según la doctrina jurisprudencial vinculante, se exige un estándar de sospecha reveladora)[45], no basta con una simple afirmación de que la empresa presenta un déficit de procedimientos o controles preventivos o mitigantes, pues esto

[44] Resalta este estándar probatorio para la incorporación de la persona jurídica al proceso penal (García, 2023, p. 275).

[45] Esto es, indicios razonables que revelen la intervención del imputado (en este caso, la persona jurídica) en la comisión del delito. Sobre el estándar de lo que debe ser considerado como sospecha reveladora para la disposición de formalización preparatoria, resulta pertinente hacer referencia a la Sentencia Plenaria Casatoria 1-2017/CIJ-433:

> La sospecha reveladora para la disposición de formalización de investigación preparatoria –el grado intermedio de sospecha-, en cuanto imputación formal de carácter provisional, consiste en la existencia de hechos o datos básicos que sirvan racionalmente de indicios […] Para esta inculpación formal, propia de la disposición de formalización, se requiere probabilidad de intervención del imputado en un hecho punible. Los elementos de convicción han de ser racionales, descartándose por ello de vagas indicaciones o livianas sospechas, de suerte que la aludida disposición debe apoyarse en datos de valor fáctico que, representando más que una posibilidad y menos que una certeza, supongan una probabilidad de la existencia de un delito […].

sería claramente insuficiente y no permitiría a la persona jurídica desplegar actos de defensa específicamente orientados a desvirtuar la hipótesis concreta de peligrosidad objetiva atribuida a ella. Antes bien, se requiere que la Fiscalía identifique, cuando menos:

(i) Las áreas, departamentos o procesos de la persona jurídica –como hipótesis inicial, no acabada, y por ende sujeta a modulaciones durante el proceso penal– que estarían defectuosamente organizados en términos de cumplimiento normativo y que, por consiguiente, están expuestos a riesgos de comisión o encubrimiento de futuros delitos, en atención a los hechos materia de investigación;

(ii) Identificación –al menos genérica– de los delitos o actividades delictivas que la persona jurídica, debido a su estado de desorganización en términos de cumplimiento corporativo, es propensa a cometer en el futuro (no tendría sentido argüir, por ejemplo, que una empresa a la que se imputa un vertimiento contaminante en una de sus operaciones, es toda ella peligrosa o proclive a cometer cualquier tipo de delitos); y

(iii) Las razones mínimas que fundamentan este déficit de *compliance* y los elementos de convicción que lo soporten, las cuales permitan comprender por qué para la Fiscalía determinadas actividades o procesos de la compañía presentan una prognosis objetiva de comisión de delitos en el futuro.

En relación con los puntos (i) y (ii) cabe precisar que resultan plenamente coherentes con la garantía de defensa procesal e imputación necesaria, pues le permiten a la persona jurídica conocer mínimamente en qué ámbito de la estructura societaria radica el déficit organizativo que sustenta su peligrosidad objetiva según la tesis de la fiscalía[46]. Al tiempo, le permite a la persona jurídica focalizar su defensa, poner en marcha y, en su debida oportunidad, evidenciar los procedimientos, controles y mecanismos de *compliance* que le permitan mitigar los riesgos penales identificados por el Ministerio Público. Aquí radica como es obvio la importancia de los modelos de prevención, cuya eficacia en términos de mitigación de riesgos y cultura de legalidad no solo tiene repercusiones favorables para la persona jurídica en el contexto de los delitos de la Ley 30424, sino también de cara a neutralizar o disminuir efectivamente la peligrosidad objetiva y, con ello, poner de relieve la ausencia de necesidad de imponer consecuencias accesorias[47].

REFERENCIAS

Arlen, J. (2012). *Corporate criminal liability: theory and evidence*. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1890733

Bacigalupo, E. (2011). *Compliance y Derecho penal*. Editorial Aranzadi.

Bosch, J. M. (1995). *Fundamentos de un sistema europeo del Derecho Penal*. J.M. Bosch Editor.

Caro, D., & Fernandez, M. (23 de julio de 2018). Las personas jurídicas. El no compliance y los presupuestos para la incorporación al proceso. *World Compliance Organization*. https://www.worldcomplianceassociation.com/1479/

[46] En relación con estos aspectos propuestos, cabe considerar que el Reglamento de la Ley 30424 (Decreto Supremo 002-2019-JUS) establece que la evaluación técnica que debe efectuar la Superintendencia de Mercado de Valores (SMV) respecto de la eficacia del modelo de prevención de la persona jurídica debe circunscribirse al delito que es materia de investigación, en atención a la imputación formulada contra la persona jurídica. Por lo tanto, deviene en una exigencia lógica que la hipótesis de no-cumplimiento de la Fiscalía esté más o menos delimitada, aunque sea de modo preliminar.

[47] Como lo puso de manifiesto la STS español 35/2020 del 6 de febrero (ponente: excelentísimo doctor Magro Servet), los programas de cumplimiento despliegan sus efectos tanto respecto de delitos *ad intra* (hacia la propia empresa) como *ad extra* (hacia terceros, siendo aquí aplicables las reglas de la responsabilidad penal corporativa). Incluso para la delincuencia *ad intra* (como fue el caso resuelto, una estafa perpetrada por empleados de la propia compañía), el Tribunal Supremo resalta su relevancia frente a riesgos penales:

> De haber existido un adecuado programa de cumplimiento normativo, casos como el aquí ocurrido se darían con mayor dificultad, ya que en la mayoría de los supuestos, el conocimiento de actividades, como las aquí declaradas probadas de estafa por los propios empleados a su empresa, cobrando comisiones de terceros, pese perjudicar a su propia empresa, y para beneficiarse ellos, no se hubieran dado.

Añadiendo:

> [...] de ahí, la importancia de que en las sociedades mercantiles se implanten estos programas de cumplimiento normativo, no solo para evitar la derivación de la responsabilidad penal a la empresa en los casos de delitos cometidos por directivos y empleados, que serían los casos de ilícitos penales ad extra […] , sino, también, y en lo que afecta al supuesto ahora analizado, para evitar la comisión de los delitos de estafa, apropiación indebida y administración desleal, es decir, ad intra.

articulo-el-no-compliance-como-presupuesto-para-la-incorporacin-de-la-persona-jurdica-al-proceso-penal.html

Castillo, J. (2001). *Las consecuencias jurídico-económicas del delito*. Idemsa.

Cigüela, J., & Ortiz, I. (2020) La responsabilidad penal de las personas jurídicas: fundamentos y sistema de atribución. En R. Robles (coord.), *Lecciones de derecho penal económico y de la empresa: Parte general y especial* (pp. 73-96). Atelier.

Cigüela, J. (2021). La inimputabilidad de las personas jurídicas en la Jurisprudencia del Tribunal Supremo: Comentario a la Sentencia del Tribunal Supremo 2330/2020, de 22 de noviembre. *Revista Crítica de Jurisprudencia Penal*, (4), 638-649.

Criminal Division of the U.S. Department of Justice and the Enforcement Division of the U.S. Securities and Exchange Commission (2022). *A Resource Guide to the U.S. Foreign Corrupt Practices Act: Second Edition*. https://www.justice.gov/criminal-fraud/file/1292051/download

De Castro, M., & López, N. (2006). La importancia de la reputación empresarial en la obtención de ventajas competitivas sostenibles. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa, 12*(3), 29-39.

Feijoo, B. (2016a). *Réplica a Javier Cigüela. Algunas consideraciones sobre las últimas novedades en materia de responsabilidad penal de las personas jurídicas: Circular de la Fiscalía General del Estado 1/2016 y Sentencias del Tribunal Supremo 154/2016, de 29 de febrero y 221/2016, de 16 de marzo.* https://indret.com/replica-a-javier-ciguela/

(2016b). *El delito corporativo en el Código Penal español*. Civitas.

(2016c). *El art. 129 como complemento de la responsabilidad penal de las personas jurídicas. Tratado de responsabilidad penal de las personas jurídicas*. Civitas.

García, P. (2014). *Derecho penal económico: Parte General*. Jurista Editores.

(2023). *Derecho penal de las personas jurídicas*. Instituto Pacífico.

Gómez, C. (2005). *La culpabilidad penal de la empresa*. Marcial Pons.

(2019). *El Tribunal Supremo ante la Responsabilidad Penal de las Personas Jurídicas: El inicio de una larga andadura*. Editorial Aranzadi.

Heine, G., Laufer, W., & Strudler, A. (2012). *Modelos de responsabilidad penal de las personas jurídicas: Propuestas globales contemporáneas*. Ara Editores.

Hurtado, J., & Prado, V. (2011). *Manual de Derecho penal: Parte general*. Idemsa.

Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico [OECD] (2021). *Implementing the OECD Anti-Bribery Convention - Phase 2 Report: Peru*. https://www.oecd.org/daf/anti-bribery/peru-phase-2-report.pdf

Ortiz, I. (2014). Responsabilidad penal de las personas jurídicas: the American way. En J. Hortal (coord.), *Responsabilidad de la empresa y compliance: programas de prevención, detección y reacción penal* (pp. 35-88). Edisofer.

Reaño, J. (2016). La utilidad de los Programas de Criminal Compliance para las empresas que operan en Perú. *THĒMIS-Revista de Derecho*, (68), 141-152.

Robles, R. (2009). *El "hecho propio" de las personas jurídicas y el Informe del Consejo General del Poder Judicial al Anteproyecto de Reforma del Código Penal de 2008*. https://indret.com/el-hecho-propio-de-las-personas-juridicas-y-el-informe-del-consejo-general-del-poder-judicial-al-anteproyecto-de-reforma-del-codigo-penal-de-2008/

San Martín, C. (2020). *Derecho Procesal Penal: Lecciones – Conforme el Código Procesal Penal de 2004*. Cenales.

Silva, J. (1995). *Responsabilidad penal de las empresas y órganos en Derecho Español*. J.M. Bosch Editor.

(2018). La eximente de "modelos de prevención de delitos". Fundamento y bases para una dogmática. *Anuario mexicano de derecho penal económico* (pp. 439-468). Ubijus.

(2021). *¿"Quia peccatum est" o "ne peccetur"? Una modesta llamada de atención al Tribunal Supremo sobre la "pena" corporativa*. https://www.raco.cat/index.php/InDret/article/view/383785/476780

(2023). Lo real y lo ficticio en la responsabilidad "penal" de las personas jurídicas. *Revista*

de Responsabilidad Penal de Personas Jurídicas y Compliance, (1), 2-23.

Tiedemann, K. (1997). Responsabilidad penal de las personas jurídicas. Responsabilidad penal de las personas jurídicas. En J. Hurtado, *Responsabilidad penal de las personas jurídicas* (pp. 97-126). Griljey.

United States Sentencing Comission (s.f.). *Culpability Score*. https://guidelines.ussc.gov/gl/%C2%A78C2.5#:~:text=If%20the%20organization%20willfully%20obstructed,prevent%20such%20obstruction%20or%20impedance

Vidal, T. (2007). *Derecho al honor, personas jurídicas y Tribunal Constitucional*. https://indret.com/wp-content/themes/indret/pdf/397_es.pdf

Villaviciencio, F. (2019). *Derecho penal: Parte general*. Grijley.

Yangming, M. (2013). Deferred/non prosecution agreements: effective tools to combat corporate crime. *Cornell Journal of Law and Public Policy, 23*(1), 233-253.

Zuñiga, L. (2003). *Las consecuencias accesorias aplicables a las personas jurídicas del art. 105 CP: Principales problemas de aplicación*. Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú.

LEGISLACIÓN, JURISPRUDENCIA Y OTROS DOCUMENTOS LEGALES

Acuerdo Plenario de la Corte Suprema de Justicia de la República 7-2009/CJ-116, 13 de noviembre de 2009 (Perú).

Acuerdo Plenario de la Corte Suprema de Justicia de la República 02-2021-CSN, 22 de octubre de 2021 (Perú).

Código Penal [C.P.], Decreto Legislativo 635, Diario Oficial *El Peruano*, 8 de abril de 1991 (Perú).

Constitución Política del Perú [Const.] (1993).

Corte Suprema de Justicia de la República, 11 de octubre de 2017, Casación 1-2017/CIJ-433 (Perú).

Corte Suprema de Justicia de la República, 21 de mayo de 2018, Casación 864-2017 (Perú).

Corte Suprema de Justicia de la República, 23 de agosto de 2022, Casación 437-2017/San Martín (Perú).

Corte Suprema de Justicia de la República, 23 de agosto de 2022, Casación 437-2017/San Martín (Perú).

Corte Suprema de Justicia de la República, 23 de agosto de 2022, Casación 437-2017/San Martín (Perú).

Corte Suprema de Justicia de la República, 23 de agosto de 2022, Casación 437-2017/San Martín (Perú).

Corte Suprema de Justicia de la República, 27 de enero de 2023, Casación 2353-2021/Ayacucho (Perú).

Decreto Legislativo 1352, Decreto Legislativo que amplía la responsabilidad administrativa de las personas jurídicas, Diario Oficial *El Peruano*, 7 de enero de 2017 (Perú).

Decreto Legislativo 638, Código Procesal Penal, Diario Oficial *El Peruano*, 27 de abril de 1991 (Perú).

Decreto Supremo 002-2019-JUS, Reglamento de la Ley 30424, Diario Oficial *El Peruano*, 9 de enero de 2019 (Perú).

Ley 20393, Establece la responsabilidad penal de las personas jurídicas en los delitos que indica, Diario Oficial [D.O.], 02 de diciembre de 2009 (Chile).

Ley 30076, Ley que modifica el Código Penal, Código Procesal Penal, Código de Ejecución Penal y el Código de los Niños y Adolescentes y Crea Registros y Protocolos con la finalidad de combatir la inseguridad ciudadana, Diario Oficial *El Peruano*, 19 de agosto de 2013 (Perú).

Ley 30077, Ley contra el crimen organizado, Diario Oficial *El Peruano*, 20 de agosto de 2013 (Perú).

Ley 30424, Ley que regula la responsabilidad administrativa de las personas jurídicas por el delito de cohecho activo transnacional, Diario Oficial *El Peruano*, 21 de abril de 2016 (Perú).

Ley 30835, Ley que modifica la denominación y los artículos 1, 9 y 10 de la Ley 30424, Diario Oficial *El Peruano*, 2 de agosto de 2018 (Perú).

Ley 31740, Ley que modifica la Ley 30424, Diario Oficial *El Peruano*, 13 de mayo de 2023 (Perú).

Resolución 11, Expediente 00249-2015-39-5001-JR-PE-01 de la Corte Superior de Justicia Especializada en Delitos de Crimen Organizado y Corrupción de Funcionarios, de 13 de marzo de 2019 (Perú).

Resolución 4, Expediente 00046-2017-93-5002-JR-PE-01 de la Primera Sala Penal de Apelaciones Nacional Permanente Especializada en Delitos de Corrupción de Funcionarios, de 07 de septiembre de 2020 (Perú).

Sentencia del Tribunal Supremo, feb. 29, 2016 (154/2016) (Esp.).

Sentencia del Tribunal Supremo, feb. 6, 2020 (35/2020) (Esp.).

Sentencia del Tribunal Supremo, mar. 16, 2016 (221/2016) (Esp.).

Tribunal Supremo Sala de lo Penal, 16 de marzo de 2016. STS 966/2016, Resolución SAP CC 312/2015 (Esp.).

MIGUEL MUR

TU SOLUCIÓN LEGAL DE CONFIANZA

Tributario | Corporativo | Compliance | Laboral | Litigios

Consumidor | Inmobiliario | Relaciones Sociales y Gubernamentales

---

www.miguelmur.com +51 (1) 4219197 mmur@mur.pe evalderrama@mur.pe

10.18800/themis.202302.021

LA RESPONSABILIDAD PENAL DE LAS PERSONAS JURÍDICAS EN LAS OPERACIONES DE M&A: ¿SE PUEDE EXIMIR DE RESPONSABILIDAD PENAL A TRAVÉS DE UN ADECUADO *DUE DILIGENCE* DE *COMPLIANCE* PENAL?

CRIMINAL LIABILITY OF LEGAL PERSONS IN M&A TRANSACTIONS: CAN CRIMINAL LIABILITY BE EXEMPTED THROUGH AN ADEQUATE CRIMINAL COMPLIANCE DUE DILIGENCE?

Erick Palao Vizcardo*
Payet, Rey, Cauvi, Pérez Abogados

This work focuses on analyzing how a legal entity can be criminally liable within the framework of an M&A operation, specifically in a merger or spin-off, due to an illicit act committed by the absorbed legal entity (target). However, the absorbing legal entity may be exempt from criminal liability if it conducts an adequate due diligence procedure before the M&A operation is finalized.

Our regulations do not establish how appropriate due diligence should be carried out in the context of an M&A operation. Therefore, based on professional experience, we will propose a series of actions that the absorbing legal entity should take to demonstrate the completion of proper due diligence on issues of Criminal Compliance.

Keywords: Criminal liability; legal entities; criminal compliance; Law 30424.

*El presente trabajo se centra en analizar de qué manera una persona jurídica puede tener responsabilidad penal en el marco de una operación de M&A, específicamente en una fusión o escisión, por un acto ilícito cometido por la persona jurídica absorbida (*target*). Sin embargo, la persona jurídica absorbente puede quedar exenta de responsabilidad penal si es que realiza un adecuado procedimiento de debida diligencia (*due diligence*) antes de que se concrete la operación de M&A.*

Nuestra normativa no establece cómo es que se debe realizar una adecuada debida diligencia en el marco de una operación de M&A. Por ello, con base en la experiencia profesional, se procederá a proponer una serie de acciones que debería realizar la persona jurídica absorbente para evidenciar la realización de una adecuada debida diligencia sobre temas de Compliance *Penal.*

Palabras clave: Responsabilidad penal; personas jurídicas; compliance penal; Ley 30424.

* Abogado. Magíster en Derecho Penal por la Universidad de Sevilla y de Cumplimiento Normativo en Derecho Penal por la Universidad de Castilla-La Mancha. Asociado Senior de las áreas de Compliance y Derecho Penal Empresarial del Estudio Payet, Rey, Cauvi, Pérez Abogados (PRCP). Contacto: epv@prcp.com.pe

Nota del Editor: El presente artículo fue recibido por el Consejo Ejecutivo de THĒMIS-Revista de Derecho el 10 de octubre de 2023, y aceptado por el mismo el 19 de diciembre de 2023.

I. INTRODUCCIÓN

Desde el año 2016, a través de la promulgación de la Ley 30424, el Perú cuenta con un régimen de responsabilidad penal para las personas jurídicas. Como veremos, la Ley 30424 se decanta por un modelo de atribución de responsabilidad penal autónoma de la persona jurídica (modelo de autorresponsabilidad), debido a que la culpabilidad de la persona jurídica no se centrará en la acción delictiva cometida por la persona física vinculada a la persona jurídica, sino por el defecto de organización de esta última. En ese sentido, los *criminal compliance programs* toman relevancia en la referida ley, ya que, de realizarse una adecuada implementación de los mismos antes de cometido el delito, podría tener un efecto eximente o atenuante de responsabilidad penal para las personas jurídicas.

Sin embargo, un tema relevante que prevé la Ley 30424 es el referido a la transferencia de responsabilidad penal a la persona jurídica absorbente en el marco de una operación de fusión o escisión. Dicha atribución de responsabilidad será analizada a efectos de evaluar si se contrapone o no con el modelo de autorresponsabilidad que recoge la Ley 30424, ya que como veremos, la persona jurídica absorbente asumiría responsabilidad penal por hechos ilícitos cometidos por la persona jurídica fusionada o escindida.

Asimismo, procederemos a analizar la importancia que tiene realizar un adecuado *due diligence* de *compliance* penal antes de llevar a cabo la operación de fusión o escisión, ya que, de realizarlo correctamente, la Ley 30424 prevé qué persona jurídica absorbente quedaría exenta de responsabilidad penal. No obstante, no se señala en dicha ley cuáles son las acciones de debida diligencia que debería adoptar la persona jurídica absorbente para quedar exenta de responsabilidad penal.

Por ello, desde nuestra experiencia, vamos a proponer determinadas acciones de *due diligence* que deberían adoptar las personas jurídicas absorbentes antes de realizar la fusión o escisión. Consideramos que, a través de estas acciones, la persona jurídica absorbente va a poder demostrar que actuó de manera diligente antes de realizar la fusión o escisión en aras de poder identificar si la persona jurídica fusionada o escindida, sus socios, directores, administradores, representantes, apoderados o colaboradores han incurrido en la comisión de algún delito previsto en la Ley 30424. De igual modo, podrán identificar si la persona jurídica fusionada o escindida no contaba o tenía indebidamente implementado un Sistema de Prevención de Lavado de Activos y Financiamiento del Terrorismo (en adelante, SPLAFT) o un Modelo de Prevención.

II. SISTEMAS DE IMPUTACIÓN DE RESPONSABILIDAD PENAL A LAS PERSONAS JURÍDICAS

A nivel dogmático existen dos modelos de imputación de responsabilidad penal a las personas jurídicas: un modelo de heterorresponsabilidad o responsabilidad vicarial y un modelo de autorresponsabilidad o responsabilidad propia. Como veremos a continuación, la Ley 30424 (Ley que regula la responsabilidad administrativa de las personas jurídicas en el proceso penal) ha adoptado un modelo de autorresponsabilidad, ya que se establece que la persona jurídica responderá penalmente de manera autónoma por su defecto de organización (*non criminal compliance*).

A. Modelo de heterorresponsabilidad (vicarial)

El modelo de heterorresponsabilidad parte de un planteamiento histórico y tradicional de la dogmática penal, el cual se basa en que solo las personas físicas pueden cometer delitos y, por tanto, responder penalmente. Así, dicho modelo prevé que será necesario determinar la responsabilidad penal de una persona física para poder atribuir responsabilidad penal a una persona jurídica.

Este modelo de atribución establece una imputación penal a la persona jurídica por el hecho ilícito cometido por una persona física que actúa en nombre o por cuenta de la persona jurídica y en provecho o beneficio de esta. Las personas físicas que cometen el delito pueden ser los socios, directores, gerentes, administradores de hecho o derecho, colaboradores, representantes legales o apoderados.

De esta manera, bajo este modelo de atribución de responsabilidad, si alguna de las personas físicas en mención cometiera alguno de los delitos previstos en la Ley 30424, en nombre o por cuenta de la persona jurídica y en beneficio o provecho de esta, automáticamente la persona jurídica asumiría responsabilidad penal por el hecho ilícito cometido por la persona física. Asimismo, desde el ámbito subjetivo, se imputará a la persona jurídica el delito cometido por dolo o culpa (negligencia) basado en el análisis subjetivo que se realice a la conducta efectuada por la persona física en la comisión del delito.

La lógica que sigue este modelo de atribución es que el delito cometido por la persona física lo comete la propia empresa (Robles Planas, 2006), debido a que la persona física que comete el delito tiene vinculación con la persona jurídica y, además, porque el delito es cometido en nombre y beneficio de la persona jurídica. En Estados Uni-

dos, a través de las *US Federal Sentencing Guidelines,* se establece un modelo de responsabilidad derivada o vicarial que tiene como finalidad evitar que las empresas se vean beneficiadas de los delitos cometidos por sus colaboradores o terceros que los representen (apoderados o representantes legales).

Sin embargo, ello implica atribuir responsabilidad penal a la persona jurídica por hechos ajenos, ya que se le atribuye responsabilidad por el delito cometido por una persona física por el simple hecho de que actúa en su nombre. Así, este modelo de atribución establece una responsabilidad penal objetiva hacia la persona jurídica, lo cual está proscrito en nuestro ordenamiento penal (artículo VII del Título Preliminar del Código Penal).

Asimismo, es importante tener en cuenta que no siempre el delito cometido por la persona física, pese a ser cometido en beneficio directo o indirecto de la persona jurídica, reflejará los intereses o conductas de la persona jurídica, ya que muchas veces, por ejemplo, un colaborador puede sobornar a un funcionario público para que la empresa obtenga una licencia de funcionamiento, pero no porque la empresa le haya pedido, sino porque de esta manera buscaba obtener un reconocimiento dentro de la organización.

Además, un problema que presenta este modelo de atribución es que resulta necesario individualizar a una persona física, lo cual muchas veces podría ser una tarea complicada debido a que muchas personas jurídicas tienen estructuras complejas en las que podría resultar difícil individualizar específicamente a la persona física que cometió el delito o incluso podría suscitarse el caso de que la persona física que cometió el delito haya fallecido y por tanto no sea posible procesarla penalmente.

También, un aspecto a tener en cuenta es que esta forma de atribución de responsabilidad penal desincentivaría a las personas jurídicas a adoptar programas de cumplimiento penal (Modelo de Prevención), debido a que siempre responderían penalmente por hechos cometidos por sus socios, directores, gerentes, administradores de hecho o derecho, colaboradores, representantes legales o apoderados, pese a tener un programa de cumplimiento penal que sea eficaz en la prevención de los riesgos penales vinculados a la persona jurídica. Por ello, a la fecha, se viene cuestionando la modificación incorporada a la Ley 30424 a través de la Ley 31740, en la que se establece que la persona jurídica siempre tendrá responsabilidad penal si un alto ejecutivo comete alguno de los delitos de la Ley 30424, incluso teniendo un programa de cumplimiento penal eficaz.

B. Modelo de autorresponsabilidad

El modelo de autorresponsabilidad trae consigo que, al igual que en el modelo de heterorresponsabilidad, una persona física sea la que cometa el delito en beneficio de una persona jurídica. Sin embargo, la diferencia es que la conducta realizada por la persona física no será imputada directamente a la persona jurídica. De este modo, la conducta de la persona física es necesaria pero no suficiente para imputar responsabilidad penal a la persona jurídica, ya que, en adición a ello, se deberá evaluar si la conducta realizada por la persona física se dio porque la persona jurídica estaba defectuosamente organizada (Ortiz de Urbina, 2013). En ese sentido, la atribución de responsabilidad penal a la persona jurídica se da por su propia autoorganización que ha sido defectuosa.

Este modelo de autorresponsabilidad empresarial ha sido criticado históricamente por un sector de la doctrina que considera que las personas jurídicas no tienen capacidad de acción ni de culpabilidad penal (Gracia, 2008). No obstante, se debe tener en cuenta que hoy en día el hecho delictivo debe ser evaluado en términos de imputación objetiva y no en términos causalísticos o naturalísticos; razón por la cual, son merecedores de pena todos aquellos sujetos que crean un riesgo por encima de lo permitido (riesgo prohibido) respecto a bienes jurídicos que son protegidos por la norma penal o si directamente los lesionan.

Siendo ello así, la persona jurídica tendrá responsabilidad penal si mediante alguna de las actividades que realiza ha creado un riesgo prohibido que ha afectado o lesionado un bien jurídico protegido. Cabe precisar que, el riesgo prohibido de la persona jurídica se da por un defecto de organización.

A nivel doctrinario algunos autores desarrollan el concepto de 'culpabilidad empresarial' (Gómez, 2016), del que se desprenden los siguientes tres fundamentos: (i) la fidelidad al derecho de una empresa, la cual se da a través de una cultura empresarial de cumplimiento con el Derecho; (ii) igualdad entre las personas físicas y personas jurídicas porque ambas son destinatarias de las normas jurídicas; y (iii) la posibilidad de la persona jurídica de cuestionar jurídicamente la norma. Por otro lado, hay autores que desarrollan el concepto de 'culpabilidad de organización' (Tiedemann, 1976), el cual se caracteriza porque se establece una culpabilidad de la persona jurídica por no haber adoptado o por no haber dispuesto las medidas necesarias para organizarse conforme a derecho. Por su parte, a nivel local, el profesor García Cavero sostiene que la responsabilidad penal de las personas jurídicas solo puede fundamentarse

mediante el desarrollo de una culpabilidad propia que se corresponda con sus particularidades y que a la persona jurídica se le puede atribuir el estatus de ciudades en sentido jurídico penal. De esta manera, estarían en plena capacidad de realizar culpablemente hechos delictivos (2018).

En este modelo de atribución de responsabilidad, lo importante no es la conducta ilícita realizada por una persona física en beneficio de la persona jurídica, sino el resultado que trae dicha conducta, la cual crea una situación de riesgo para determinado bien jurídico penalmente protegido que pudo ser evitado si es que la persona jurídica no hubiera generado un riesgo prohibido producto de un defecto de organización. Por ello, frente a este escenario, la persona jurídica debe responder penalmente por ser el sujeto que, en última instancia, creó dicha situación de riesgo (Bacigalupo, 2011).

Asimismo, para que pueda hablarse de una responsabilidad autónoma de la persona jurídica por defecto de organización, debe partirse de una estructura defectuosa de funcionamiento que, a través de sus normas y procedimientos internos, han permitido la materialización del hecho ilícito cometido por una persona física vinculada a la persona jurídica. En atención a ello, se hace necesario que una persona jurídica adopte un *criminal compliance program* con la finalidad de establecer procedimientos, políticas, lineamientos, normas internas que permitan mitigar adecuadamente los riesgos penales vinculados a las actividades que realizan las personas jurídicas y así disminuir el riesgo de incurrir en un defecto de organización que podría generar responsabilidad penal a la persona jurídica.

Por ello, en Estados Unidos, pese a que siguen un modelo de heterorresponsabilidad, se toma en cuenta si una empresa cuenta con un *criminal compliance program* eficaz (denominado '*Compliance and ethics program*') para evaluar la culpabilidad de la empresa, así como otros criterios adicionales que detallo a continuación: (i) los antecedentes de la persona jurídica; (ii) si la persona jurídica está involucrada en alguna actividad delictiva o si tolera este tipo de actividades; (iii) la violación de alguna disposición legal; (iv) la obstrucción de la justicia; y (v) auto-denuncia, cooperación o reconocimiento de responsabilidad.

También resulta importante precisar que, en Sudamérica, el primer país que reguló la responsabilidad penal autónoma de las personas jurídicas fue Chile a través de la promulgación de la Ley 20.393 en el año 2009. En dicha normativa se establece, de manera expresa, que la persona jurídica es quien debe implementar los controles y cumplir con sus deberes de vigilancia.

En el Perú se promulgó, en el año 2016, la Ley 30424 (Ley que regula la responsabilidad administrativa de las personas jurídicas en el proceso penal), la cual entró en vigor el 1 de enero de 2018. De esta manera, nuestro país realizó un cambio importante en materia penal, ya que se dejó de lado el aforema '*societas delinquere non potest'* (las sociedades no pueden delinquir) para dar paso a una atribución de responsabilidad penal a la persona jurídica, pese a que la denominación de la ley señala que es una responsabilidad administrativa debido a que la determinación de responsabilidad no se dará en sede administrativa, sino en sede penal, ya que será el juez penal, con base en la normativa prevista en nuestro Código Penal y Código Procesal Penal, quien determine la responsabilidad de la persona jurídica (Caro, 2019).

La Ley 30424 nació por una necesidad que tiene nuestro país de ingresar a la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (en adelante, OCDE) y, en su origen, solo preveía una responsabilidad penal de las personas jurídicas por el delito de cohecho activo transnacional. Sin embargo, desde el 2016 a la fecha, la ley ha sido modificada en tres oportunidades, siendo la última a través de la Ley 31740, promulgada el 13 de mayo de 2023, en la cual se dispuso la inclusión de nuevos delitos, por lo que en la actualidad una persona jurídica nacional o extranjera puede responder penalmente bajo los alcances de la ley si es que un socio, director, administrador de hecho o de derecho, apoderado, representante o colaborador comete por cuenta y en beneficio de la persona jurídica alguno de los siguientes delitos: (i) delitos de corrupción a funcionarios públicos (colusión simple y agravada, cohecho activo genérico, cohecho activo transnacional, cohecho activo específico, tráfico de influencias); (ii) delitos de lavado de activos; (iii) delitos de terrorismo; (iv) delitos tributarios; (v) delitos aduaneros; (vi) delitos contra los bienes culturales; y (viii) delito de contabilidad paralela.

Nuestro país ha adoptado un modelo de autorresponsabilidad debido a que, en el artículo 4 de la Ley 30424, se establece expresamente que "la responsabilidad administrativa de la persona jurídica es autónoma de la responsabilidad penal de la persona natural", por lo que es imposible sostener que la sanción a imponerse a una persona jurídica es consecuencia del delito cometido por una persona natural, ya que el propio artículo en mención señala que "las causas que extinguen la acción penal contra la persona natural no enervan la responsabilidad administrativa de las personas jurídicas". Asimismo, este modelo de imputación

encuentra fundamento en el artículo 12 de la Ley 30424 porque establece que la persona jurídica quedará exenta de responsabilidad si es que tenía debidamente implementado un *criminal compliance program* (modelo de prevención) antes de cometido el delito por algún colaborador que no sea un alto ejecutivo, ya que la citada norma, en el fondo, señala que no se podrá sancionar a una persona jurídica si acredita que no está incurriendo en un defecto de organización (*non criminal compliance program)*.

Finalmente, cabe precisar que, respecto a los delitos que no se encuentran previstos en la Ley 30424, las personas jurídicas responderán penalmente bajo la imposición de consecuencias accesorias que están previstas en el artículo 105 del Código Penal. Dichas consecuencias accesorias solo podrán ser impuestas si es que la persona jurídica es incorporada al proceso penal y si se dicta una sentencia condenatoria contra una persona física que tenga o haya tenido algún tipo de vinculación con la persona jurídica.

III. TRANSFERENCIA DE RESPONSABILIDAD PENAL EN LAS OPERACIONES DE M&A

La Ley General de Sociedades del Perú (Ley 26887), específicamente en los artículos 344 a 395, regula las operaciones de fusiones y adquisiciones (*Merger and Acquisition*, M&A) que se pueden realizar en nuestro país. A través de estas operaciones las personas jurídicas pueden reorganizarse y cambiar la personalidad jurídica de la sociedad.

Por ello, el artículo 2 de la Ley 30424, previendo ello, ha establecido que "el cambio de nombre, denominación o razón social, reorganización societaria, transformación, escisión, fusión, disolución, liquidación o cualquier acto que pueda afectar la personalidad jurídica de la entidad no impiden la atribución de responsabilidad a la misma". Por ello, la ley establece que, en el marco de una operación de fusión o escisión, la persona jurídica absorbente puede responder penalmente. De este modo, la Ley 30424 regula un supuesto de transferencia de responsabilidad en el marco de las operaciones de M&A con la finalidad de evitar la elusión de responsabilidad penal en este tipo de operaciones.

A. Las operaciones de fusión y escisión en la legislación peruana

En la Ley General de Sociedades se prevén y desarrollan las formas de reorganización societaria que pueden adoptar las personas jurídicas: (i) transformación; (ii) fusión; y (iii) escisión. A efectos del presente trabajo, nos centraremos en analizar únicamente la fusión y escisión debido a que, en la transformación, no se genera un cambio en la personalidad jurídica (Elías, 2015).

La fusión se produce cuando dos o más sociedades se reúnen para formar una sola y ello se puede dar de dos maneras:

– La fusión para constituir una nueva sociedad, la cual trae consigo que las sociedades fusionadas se extingan y que, a su vez, transmitan en bloque y a título universal sus patrimonios a la nueva sociedad.

– La fusión por absorción, la cual se da cuando se produce la absorción de una o más sociedades por otra sociedad existente, lo cual trae como consecuencia la extinción de la personalidad jurídica de las sociedades absorbidas y que la sociedad absorbente asuma a título universal, y en bloque, el patrimonio de las sociedades absorbidas.

Es importante tener en cuenta que, cuando se realiza alguna de las dos modalidades de fusión, los socios o accionistas de las sociedades que se extinguen reciben acciones o participaciones como accionistas o socios de la nueva sociedad o de la sociedad absorbente. Asimismo, para realizar una fusión no se requiere que las sociedades acuerden la disolución ni que se liquide la sociedad o sociedades que se extingan producto de la fusión.

Por otro lado, la escisión se da cuando una sociedad fracciona su patrimonio en dos o más bloques patrimoniales para transferirlos íntegramente a otras sociedades o para conservar uno de ellos. La escisión se puede dar de dos maneras:

– La escisión se realiza a través de la división de la totalidad del patrimonio de una sociedad en dos o más bloques patrimoniales que son transferidos íntegramente a nuevas sociedades o absorbidos por sociedades existentes, o ambas cosas a la vez. Esta modalidad de escisión trae consigo la extinción de la sociedad escindida.

– La escisión se realiza mediante la segregación de uno o más bloques patrimoniales de una sociedad que no se extingue y que los transfiere a una o más sociedades nuevas, o son absorbidos por sociedades existentes o ambas cosas a la vez. En esta modalidad de escisión, la sociedad escindida no se extingue, sino que realiza un reajuste de su capital.

En ambas modalidades de escisión, los socios o accionistas de las sociedades escindidas reciben acciones o participaciones como accionistas o so-

cios de las nuevas sociedades o sociedades absorbentes. Asimismo, al igual que en la fusión, no se requiere que las sociedades acuerden la disolución de la sociedad o sociedades que se extingan producto de la escisión.

B. ¿Qué sanciones penales se puede imponer a la persona jurídica absorbente?

El artículo 2 de la Ley 30424 establece una cláusula de transferencia de responsabilidad debido a que se prevé una sanción de multa para la persona jurídica absorbente, en el marco de una operación de fusión o escisión, siempre que el delito haya sido cometido antes de la fusión o escisión. No obstante, si se evidenciara que las personas jurídicas involucradas en la operación de fusión o escisión llevaron a cabo alguna de estas formas de reorganización societaria con la finalidad de eludir una eventual responsabilidad penal de la persona jurídica fusionada o escindida, serán pasibles de recibir alguna de las sanciones previstas en el artículo 5 de la Ley 30424.

En ese sentido, existen dos situaciones en las que se podría imputar responsabilidad penal por transferencia a la persona jurídica absorbente:

– Si la persona jurídica fusionada o escindida cometió alguno de los delitos previstos en la Ley 30424 antes de que se haya realizado la fusión o escisión.

– Si la persona jurídica fusionada o escindida realizó la operación de fusión o escisión con la finalidad de eludir su responsabilidad penal respecto a la comisión de un delito previsto en la Ley 30424.

Es importante precisar que, en la primera situación, la persona jurídica absorbente no ha tenido conocimiento del delito previo ni de que con la fusión o escisión se está intentando ocultar el delito cometido, mientras que, en la segunda, la persona jurídica absorbente realiza la fusión o escisión de manera maliciosa o fraudulenta (Montiel, 2020). En el primer caso, por su parte, la persona jurídica absorbente recibiría una sanción de multa que será calculada conforme a lo establecido en el artículo 7 de la Ley 30424, a saber:

– Cuando se pueda determinar el monto del beneficio obtenido o que se esperaba obtener con la comisión del delito, la multa será no menor al doble ni mayor al séxtuplo de dicho monto.

– Cuando no se pueda determinar el monto del beneficio obtenido o el que se esperaba obtener con la comisión del delito, la multa es no menor de 10 ni mayor de 10 000 unidades impositivas tributarias (en adelante, UIT). Teniendo en cuenta que en el año 2023 el valor de la UIT es de S/ 4 950 (cuatro mil novecientos cincuenta con 00/100 soles), la multa a imponer sería entre S/ 49 500 (cuarenta y nueve mil quinientos con 00/100 soles) y S/ 49 500 000 (cuarenta y nueve millones quinientos mil con 00/100 soles).

El monto exacto de la multa será determinado por un Juzgado Unipersonal o Colegiado al dictar la sentencia condenatoria y deberá estar sustentada en los criterios objetivos que han sido incluidos en el artículo 7 de la Ley 30424, a través de la promulgación de la Ley 31740.

En la segunda situación, la persona jurídica absorbente recibiría cualquier otra sanción, diferente a la multa, que se encuentran previstas en el artículo 5 de la Ley 30424, las cuales detallo a continuación:

– Suspensión de sus actividades sociales por un plazo no menor de seis meses ni mayor de dos años.

– Prohibición de llevar a cabo en el futuro actividades de la misma clase o naturaleza de aquellas en cuya realización se haya cometido, favorecido o encubierto el delito. Esta prohibición podría ser temporal (entre un año y cinco años) o definitiva.

– Inhabilitación para contratar con el Estado de manera definitiva.

– Cancelación de licencias, concesiones, derechos y otras autorizaciones administrativas o municipales.

– Clausura de locales o establecimientos. La clausura puede ser temporal (entre un año y cinco años) o definitiva.

– Disolución.

Siendo ello así, es evidente que se da una transferencia de responsabilidad penal a la persona jurídica absorbente respecto a hechos ilícitos cometidos por las personas jurídicas fusionadas o escindidas. Este tipo de cláusulas de transferencia de responsabilidad penal son peligrosas y desalentadoras para el fomento de las inversiones y la continuidad de la actividad económica, y resulta ser injusta para las personas jurídicas absorbentes que no participaron en la comisión del delito cometido por las personas jurídicas fusionadas o escindidas, ya que, incluso, en muchos casos no existe

vinculación societaria entre las personas jurídicas absorbentes y las personas jurídicas fusionadas o escindidas (Sota, 2021).

C. La transferencia de responsabilidad penal en otras jurisdicciones

En España, el inciso 2 del artículo 130 del Código Penal (Ley Orgánica 10/1995) señala que:

> la transformación, fusión, absorción o escisión de una persona jurídica no extingue su responsabilidad penal, que se trasladará a la entidad o entidades en que se transforme, quede fusionada o absorbida, y se extenderá a la entidad o entidades que resulten de la escisión. El Juez o Tribunal podrá moderar el traslado de la pena a la persona jurídica en función de la proporción que la persona jurídica originariamente responsable del delito guarde con ella.

Asimismo, en Chile, el artículo 18 de la Ley 20 393, promulgada el 25 de noviembre de 2009, señala que:

> en el caso de transformación, fusión, absorción, división o disolución de común acuerdo o voluntaria de la persona jurídica responsable de uno o más de los delitos a que se refiere el artículo 1, su responsabilidad derivada de los delitos cometidos con anterioridad a la ocurrencia de alguno de dichos actos se transmitirá a la o las personas jurídicas resultantes de los mismo, si las hubiere [...].

También, en Argentina, el artículo 3 de la Ley 27401 (Ley de responsabilidad penal de las personas jurídicas), promulgada el 1 de diciembre de 2017, señala que "en los casos de transformación, fusión, absorción, escisión o cualquier otra modificación societaria, la responsabilidad de la persona jurídica es transmitida a la persona jurídica resultante o absorbente".

Se puede observar que a nivel iberoamericano se ha previsto la transferencia de responsabilidad penal en los supuestos de reorganización societaria a través de operaciones de M&A, como son las operaciones de fusión o escisión. Entendemos que el espíritu de la norma es evitar que se diluya la responsabilidad penal de una persona jurídica a través de maniobras elusivas que se realicen en el marco de las modalidades de reorganización societaria previstas en las diferentes legislaciones. Si bien lo regulado en Perú es muy similar a lo establecido en España, Chile y Argentina, consideramos que ello resulta contradictorio con el modelo de autorresponsabilidad que se establece en nuestro país.

D. ¿La transferencia de responsabilidad penal se contrapone con el modelo de autorresponsabilidad?

La cláusula de transferencia de responsabilidad tiene una razón de ser en el derecho penal, que es fomentar que las personas jurídicas absorbentes, en las operaciones de fusión o escisión, sean sumamente diligentes al momento de vincularse con las demás personas jurídicas que participan en dichas operaciones, ya que, de lo contrario, serían pasibles de incurrir en responsabilidad penal por hechos ilícitos que hayan cometido las personas jurídicas fusionadas o escindidas. Ello, si bien fomenta el establecimiento de mecanismos preventivos por parte de las personas jurídicas absorbentes, lo cierto es que se contrapone con los criterios de culpabilidad porque se estaría imputando responsabilidad penal a la persona jurídica absorbente por hechos ilícitos cometidos, en realidad, por terceros con los que se vincula en el marco de una fusión o escisión.

En ese sentido, lo que establece la transferencia de responsabilidad es una responsabilidad penal objetiva hacia la persona jurídica absorbente (Montiel, 2020), lo cual se encuentra proscrito por el artículo VII del Título Preliminar del Código Penal Peruano. Asimismo, esta forma de atribución de responsabilidad penal es divergente con el modelo de autorresponsabilidad previsto en la Ley 30424, debido a que, para determinar la culpabilidad de la persona jurídica absorbente, no se analiza su defecto de organización (*non criminal compliance*) en la operación de fusión o escisión, sino únicamente si omitió realizar una debida diligencia o si la realizó de manera defectuosa, lo cual se centra únicamente en un criterio subjetivo y no objetivo para determinar la culpabilidad de la persona jurídica absorbente.

Además, se deja de lado los criterios de imputación de responsabilidad penal previstos en el artículo 3 de la Ley 30424, artículo en el que se establece que una persona jurídica responderá penalmente cuando los socios, directores, gerentes, administradores de hecho o derecho, colaboradores, representantes legales o apoderados cometen algún delito previsto en la mencionada ley en nombre o por cuenta de la persona jurídica y en su beneficio directo o indirecto.

En tal sentido, la cláusula de transferencia de responsabilidad se contrapone con el modelo de autorresponsabilidad regulado en nuestro ordenamiento penal (Ley 30424), debido a que establece una transferencia automática de responsabilidad penal a la persona jurídica absorbente en el marco de una operación de fusión o escisión, sin tener en

cuenta los criterios de imputación previstos en la Ley 30424 y, sobre todo, sin considerar el defecto de organización de la persona jurídica absorbente, es decir, sin realizar análisis alguno respecto a la implementación adecuada de un Modelo de Prevención por parte de la persona jurídica absorbente.

IV. *DUE DILIGENCE* DE *COMPLIANCE* PENAL COMO EXIMENTE DE RESPONSABILIDAD PENAL

El artículo 2 de la Ley 30424 prevé que la persona jurídica absorbente, en el marco de una operación de fusión o escisión, quedaría exenta de responsabilidad penal si es que realizó un adecuado proceso de debida diligencia de manera previa a la realización de la fusión o escisión. Asimismo, se indica que un adecuado proceso de debida diligencia se dará cuando se verifique que la persona jurídica absorbente adoptó acciones razonables orientadas a verificar que la persona jurídica fusionada o escindida no ha incurrido en la comisión de cualquiera de los delitos previstos en la Ley 30424.

Pasaremos a desarrollar qué es un proceso de debida diligencia (*due diligence*) y qué implica realizarlo adecuadamente. Para ello, propondremos las acciones razonables que debe adoptar la persona jurídica absorbente, a fin de poder obtener una eximente de responsabilidad penal en caso la persona jurídica fusionada o escindida haya cometido alguno de los delitos previstos en la Ley 30424.

A. Concepto

La debida diligencia es un proceso que debe realizar toda persona jurídica al momento de relacionarse con terceros porque de esta manera pueden advertir algún riesgo negativo en dicho relacionamiento y así decidir si continúan o no con las actividades o relaciones comerciales con el tercero.

En virtud de ello, en el artículo 25 del Decreto Supremo 002-2019-JUS (Reglamento de la Ley 30424) se establece que la persona jurídica puede implementar un procedimiento de debida diligencia, en el marco de la implementación del Modelo de Prevención, con la finalidad de mitigar riesgos asociados a operaciones, proyectos, actividades, socios comerciales o, incluso, el personal. De igual modo, en la página 25 de los "Lineamientos para la implementación y funcionamiento del Modelo de Prevención" emitidos por la Superintendencia del Mercado de Valores (en adelante, SMV) mediante Resolución SMV 006-2021-SMV/01, se señala que el procedimiento de debida diligencia la permitirá a la persona jurídica obtener información de terceros y así tomar o adoptar una decisión informada sobre iniciar, suspender, continuar o culminar las relaciones comerciales o contractuales con otras personas naturales o jurídicas. Asimismo, en la página 26 de los citados lineamientos se indica que, mediante una debida diligencia, la persona jurídica puede decidir vincularse, desvincularse o no vincularse con terceros que puedan estar comprometidos o investigados por alguno de los delitos previstos en la Ley 30424 o en algún otro delito que estime conveniente la persona jurídica.

Así, el *due diligence* permitirá que la persona jurídica evite asociarse con terceros que tengan una mala reputación, identificar riesgos y establecer medidas de protección y mitigación (Sota Sánchez, 2021). De esta manera, la persona jurídica podrá mitigar un eventual daño legal o reputacional en el relacionamiento con un tercero.

No obstante, nuestro ordenamiento legal no prevé qué acciones deberá adoptar la persona jurídica absorbente al realizar un *due diligence* en el marco de una operación de fusión o escisión, quedando a discreción del Fiscal o Juez Penal evaluar si el *due diligence* realizado fue adecuado para identificar si la persona jurídica fusionada o escindida ha cometido algún delito previsto en la Ley 30424. En ese sentido, pasaremos a proponer acciones de debida diligencia de cumplimiento penal que deberían adoptar las personas jurídicas absorbentes en una operación de fusión o escisión.

B. ¿Qué implica realizar un adecuado *due diligence* de *compliance* penal?

Para que a la persona jurídica absorbente no se le transfiera responsabilidad penal, por hechos ilícitos cometidos por las empresas *target* en el marco de una fusión o escisión, debe realizar un adecuado *due diligence* de *compliance* penal antes de que se materialice la operación de fusión o escisión, ya que de lo contrario no podrá eximir de responsabilidad penal.

Desde nuestra experiencia consideramos que las personas jurídicas absorbentes deben realizar una serie de acciones de *due diligence* que les permita recabar suficiente información para poder identificar si la empresa fusionada o escindida ha cometido un delito previsto en la Ley 30424. Indudablemente dichas acciones no van a evitar a un cien por ciento que la persona jurídica absorbente no se vincule con una persona jurídica delictiva, pero sí va a reducir dicha posibilidad y además le permitirá a la persona jurídica absorbente demostrar que efectuó todas las acciones de debida diligencia que estaban a su alcance para poder identificar la materialización de un hecho delictivo por parte de la persona jurídica fusionada o escindida antes de realizar la operación de reorganización societaria.

Las acciones de *due diligence* de *compliance* penal que deberían adoptar las personas jurídicas absorbentes son las siguientes:

1. Elaborar un cuestionario de cumplimiento penal

Se deberá elaborar un cuestionario de cumplimiento penal en el que se tienen que incluir preguntas que permitan conocer si la persona jurídica fusionada o escindida tiene la obligación de tener implementado un SPLAFT y, de ser así, ver si cuenta con todos los elementos previstos en la normativa de prevención de lavado de activos y financiamiento del terrorismo. Adicionalmente, se debe revisar si de manera voluntaria han implementado un Modelo de Prevención y si el mismo cuenta con los elementos mínimos previstos en la Ley 30424. Finalmente, deben cerciorarse si es que la persona jurídica o algún socio o colaborador tiene, o ha tenido, investigaciones o procesos penales.

2. Requerimiento de información con base en lo respondido en el cuestionario de cumplimiento penal

Con base en las respuestas brindadas en el cuestionario, la persona jurídica absorbente deberá elaborar un requerimiento de información con la finalidad de que la persona jurídica fusionada o escindida remita información y documentación que sustente lo señalado en el cuestionario. En este requerimiento se podría solicitar información sobre el SPLAFT, Modelo de Prevención, investigaciones o procesos penales y procedimientos administrativos seguidos ante la UIF-Perú, en caso haya indicado que es sujeto obligado a implementar un SPLAFT.

3. Revisión de la información y documentación proporcionada

Una vez proporcionada la información y documentación por parte de la persona jurídica fusionada o escindida, la persona jurídica absorbente deberá revisarla y analizarla para verificar que el SPLAFT o el Modelo de Prevención se encuentren debidamente implementados y sean eficaces para la prevención de riesgos penales. Asimismo, se deberá analizar la información vinculada a las investigaciones o procesos penales, debiendo centrar dicho análisis en todos aquellos casos penales en los que la persona jurídica, sus socios, directores, administradores, representantes, apoderados o colaboradores se encuentren en calidad de investigados o procesados y revisar si es que alguno de estos casos penales está vinculado a la comisión de alguno de los delitos previstos en la Ley 30424.

Si hubiera una investigación o proceso penal por alguno de los delitos previstos en la Ley 30424, se deberá revisar si es que la persona investigada cometió el delito en beneficio de la persona jurídica. Asimismo, se tendría que revisar si, en el marco de dicha investigación o proceso penal, la persona jurídica informó a la Fiscalía que cuenta con un Modelo de Prevención y, de ser así, revisar el informe técnico que haya emitido la SMV al evaluar la implementación y funcionamiento del Modelo de Prevención.

4. Verificación de la información proporcionada

La persona jurídica absorbente puede adoptar mecanismos para verificar la información que le proporcione la persona jurídica fusionada o escindida, a través de una revisión de fuentes de información pública. La persona jurídica puede contratar o adquirir un *software* a través del cual uno puede ingresar la información de la persona jurídica fusionada o escindida, sus socios, directores, gerentes, representantes o apoderados y buscar si se encuentran inmersos en listas restrictivas (*black lists*) en materia de anticorrupción, lavado de activos, financiamiento del terrorismo o tráfico ilícito de drogas y si existe alguna noticia pública en la que se les mencione respecto a la comisión de un delito o por formar parte de una investigación o proceso penal.

Asimismo, se puede verificar en la página web de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP si es que la persona jurídica se encuentra registrada como sujeto obligado ante la Unidad de Inteligencia Financiera del Perú[1]. Además, en la propia página web de la SBS se puede verificar si es que la persona jurídica que es sujeto obligado se encuentra en la lista de sujetos obligados sancionados por no haber implementado correctamente su SPLAFT[2].

También, en un futuro, se podrá revisar en la página web del Poder Judicial si la persona jurídica se encuentra en la lista de sancionados bajo los alcances de la Ley 30424. A la fecha, no existe ninguna persona jurídica que haya sido sentenciada en el marco de la Ley 30424.

[1] Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (s.f.a.).

[2] Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (s.f.b.).

Finalmente, se podrían realizar entrevistas a determinadas personas que forman parte de la persona jurídica fusionada o escindida, a fin de validar o aclarar ciertos temas o interrogantes que pudieran haber surgido en la revisión de la información o documentación proporcionada.

5. Elaborar un informe de *red flags*

Es fundamental que al culminar el procedimiento de *due diligence* se elabore un informe de *red flags* en el que se detalle todos los temas y documentos que fueron analizados. Además, se deben señalar los mismos. Los *red flags* serán aquellas situaciones contingentes que pueden exponer penalmente a la persona jurídica absorbente. Siendo ello así, dichas contingencias deberán ser aquellos casos penales en los que se pueda imputar responsabilidad penal a la persona jurídica fusionada o escindida por la presunta comisión de algún delito previsto en la Ley 30424 si es que no cuenta con un SPLAFT pese a tener la condición de sujeto obligado o si tiene un Modelo de Prevención que no cuenta con los elementos mínimos establecidos por la Ley 30424.

6. Investigación interna (revisión forense)

Un mecanismo adicional que pueden realizar las personas jurídicas absorbentes es una investigación interna o también llamada revisión forense, a través de la cual se puede indagar internamente si es que la persona jurídica fusionada o escindida, o alguna persona física vinculada con ella, ha incurrido en la comisión de algún delito previsto en la Ley 30424. A través de la investigación interna se podría acceder a la revisión de correos electrónicos, información de equipos celulares, entrevistas y revisión de documentos, siempre que no se vulnere los datos personales de las personas implicadas en la investigación ni el derecho de defensa o a la intimidad que les asiste.

Recomendamos la realización de una investigación interna si es que se cuentan con indicios o evidencias de que la persona jurídica fusionada o escindida, o alguno de sus miembros, ha incurrido en la comisión de algún delito previsto en la Ley 30424. De esta manera se podría obtener más información sobre el caso penal y así se podría evaluar si existe una contingencia de que la persona jurídica fusionada o escindida pueda responder penalmente bajo los alcances de dicha ley, ya que, de ser así, se transferiría dicha responsabilidad penal a la persona jurídica absorbente.

Finalmente, es necesario que exista trazabilidad en el procedimiento de *due diligence* que realice la persona jurídica absorbente, ya que ello permitirá evidenciar las acciones diligentes que efectuó antes de iniciar la operación de fusión o escisión y, además, ello le permitirá demostrar probatoriamente todas estas acciones ante un Fiscal o Juez Penal en caso se vea inmersa en un proceso penal por algún hecho ilícito cometido por la persona jurídica fusionada o escindida. De este modo, la persona jurídica absorbente deberá contar con un equipo interno o externo que tenga amplio conocimiento en temas de *compliance* y derecho penal, a fin de poder realizar un adecuado *due diligence* de *compliance* penal.

V. CONCLUSIÓN

La Ley 30424 establece que, en el marco de una operación de fusión o escisión, la persona jurídica absorbente puede tener responsabilidad penal por hechos ilícitos que haya cometido la persona jurídica absorbida antes de realizar la operación societaria. Frente a ello, la persona jurídica absorbida sería pasible de una imposición de multa bajo los alcances del artículo 7 de la Ley 30424 por no haber realizado una adecuada debida diligencia y sería pasible de cualquiera de las demás sanciones previstas en el artículo 5 de la Ley 30424 si se evidencia que la operación de fusión o escisión se hizo con la finalidad de que la persona jurídica absorbida eluda responsabilidad penal.

Sin embargo, la citada ley establece que la persona jurídica absorbente puede quedar exenta de responsabilidad penal si es evidencia haber realizado una adecuada debida diligencia antes de la fusión o escisión. Por ello, en el presente artículo se desarrollan cuáles serían las acciones que debería adoptar la persona jurídica absorbente para evidenciar la realización de una adecuada debida diligencia que le permita eximir de responsabilidad penal frente a un hecho ilícito cometido por la empresa absorbida (*target*).

REFERENCIAS

Bacigalupo, E. (2011). *Compliance y Derecho Penal.* Aranzadi.

Caro, D. (2019). La responsabilidad de las personas jurídicas en el Perú y los *criminal compliance programs* como atenuantes y eximentes de la responsabilidad de la persona jurídica. En C. Madrid Boquín (coord.) & JL. Gómez Colomer, *Tratado sobre Compliance Penal- Responsabilidad Penal de las Personas Jurídicas y Modelos de Organización y Gestión.* Editorial Tirant.

Elías, E. (2015). *Derecho Societario Peruano. La Ley General de Sociedades del Perú*. Gaceta Jurídica.

García, P. (2018). Compliance y teoría del delito: la incidencia de los sistemas de cumplimiento normativo en la imputación penal a la empresa. *Compliance y responsabilidad penal de las personas jurídicas*, 173-205.

Gómez-Jara, C. (2016). Delito corporativo y responsabilidad penal de las personas jurídicas: un desarrollo coherente de la Jurisprudencia del Tribunal Supremo. *Diario La Ley*, (8830).

Gracia, L. (2008). La responsabilidad penal de las personas jurídicas. En J. Boix Reig (dir.) & P. Lloria García (coord.), *Diccionario de Derecho Penal Económico,* pp. 805-820. Iustel.

Montiel, J. (2020). Sucesión de la responsabilidad penal de personas jurídicas en la Ley 27.401. Alcances, problemas y desafíos desde la perspectiva del Compliance y el derecho penal. *Revista de Derecho Penal y Criminología.*

Ortiz, I. (2013). La responsabilidad penal de las personas jurídicas y su impacto en el Derecho Penal Económico. *Revista La Ley,* (1049).

Robles, R. (2006). Los dos niveles del sistema de intervención en el delito (el ejemplo de la intervención por omisión). *Revista para el análisis del Derecho,* (2), 1-25.

Sota, A. (2021). *Due diligence* de *compliance* penal en operaciones de M&A como criterio para evitar la transferencia automática de responsabilidad penal a la persona jurídica adquiriente o resultante, en el marco de la Ley N° 30424. *Revista Ius Inkarri,* (10). https://doi.org/10.31381/iusinkarri.v10n10.4640

Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (s.f.a.). *Verificación de Sujeto Obligado*. Superintendencia de Banca, Seguros y AFP. https://www.sbs.gob.pe/app/uif/voc/

Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (s.f.b.). *Sanciones a las empresas supervisadas*. Superintendencia de Banca, Seguros y AFP. https://www.sbs.gob.pe/app/uif/voc/

Tiedemann, K. (1976). *Wirtschaftsstrafrecht und Wirtschaftskriminalität.* Rowholt.

LEGISLACIÓN, JURISPRUDENCIA Y OTROS DOCUMENTOS

Código Penal [CP], Decreto Legislativo 635, Diario Oficial *El Peruano,* 8 de abril de 1991 (Perú).

Código Penal [CP], Ley Orgánica 10/1995, Boletín Oficial del Estado, 24 de mayo de 1995 (España).

Decreto Supremo 002-2019-JUS, Reglamento de la Ley que regula la Responsabilidad Administrativa de las Personas Jurídicas, Diario Oficial *El Peruano,* 9 de enero de 2019 (Perú).

Ley 20.393, Ley que establece la responsabilidad penal de las personas jurídicas en los delitos que indica, *Diario Oficial de la República de Chile*, 2 de diciembre de 2009 (Chile).

Ley 26887, Ley General de Sociedades, Diario Oficial *El Peruano*, 5 de diciembre de 1997 (Perú).

Ley 27401, Ley de responsabilidad penal empresarial, *Boletín Oficial de la República*, 1 de diciembre de 2017 (Argentina).

Ley 30424, Ley que regula la responsabilidad administrativa de las personas jurídicas por el delito de cohecho activo transnacional, Diario Oficial *El Peruano*, 21 de abril de 2016 (Perú).

Ley 31740, Ley que modifica la Ley 30424, Ley que regula la responsabilidad administrativa de las personas jurídicas, para fortalecer la normativa anticorrupción referidas a las personas jurídicas y promover el buen gobierno corporativo, Diario Oficial *El Peruano,* 13 de mayo de 2023 (Perú).

Resolución SMV 006-2021-SMV/01, Lineamientos para la implementación y funcionamiento del modelo de prevención (Ley 30424, sus modificaciones y su reglamento), 30 de marzo de 2021 (Perú).

10.18800/themis.202302.022

CONSIDERACIONES AMBIENTALES EN TRANSACCIONES MINERAS DE M&A

ENVIRONMENTAL CONSIDERATIONS IN M&A MINING TRANSACTIONS

Luis Rodríguez Mariátegui Canny*
Hernández & Cía.

Miyanou Dufour von Gordon**
Hernández & Cía.

The purpose of this article is to point out the relevant environmental risks in mining transactions, from the point of view of the authors' experience. The different stages of the mining industry are described, and then the common environmental impacts associated with each of them, as well as the sources of legal, contractual, environmental management instruments and permits, self-imposed and other obligations and commitments that result in liabilities.

In the framework of mining transactions, the following are detailed the investigations to be carried out by the parties to the contracts, the identification of the risks identification of risks, the assignment of responsibilities and the treatment to be given to the resolution of the and the treatment to be given to the solution of contingencies and impacts. Finally, it develops the applicable legislation from the perspective of international law.

Keywords: Mining; environmental; mining contracts; M&A; environmental risks; liability; environmental management instruments; transactions; permits; exploration; construction; exploitation; beneficiation; option; mining assignment; transfer; environmental certification; due diligence.

El propósito de este artículo es puntualizar los riesgos ambientales relevantes en las transacciones de contenido minero desde el punto de vista de la experiencia de los autores. Se describen las distintas etapas de la industria minera y luego los impactos ambientales comunes asociados a cada una de ellas, así como las fuentes de obligaciones y compromisos legales, contractuales, las derivadas de los instrumentos de gestión ambiental y de permisos, las autoimpuestas y las de otra índole que deriven en responsabilidades.

En el marco de las transacciones mineras se detallan las investigaciones que deben realizar los intervinientes en los contratos, la identificación de los riesgos, la asignación de responsabilidades y el tratamiento que se les dará a la solución de las contingencias e impactos. Finalmente, se desarrolla el tratamiento de la legislación aplicable desde la perspectiva del derecho internacional.

Palabras clave: Minería; ambiental; contratos mineros; M&A; riesgos ambientales; responsabilidad; instrumentos de gestión ambiental; transacciones; permisos; exploración; construcción; explotación; beneficio; opción; cesión minera; transferencia;certificación ambiental; due diligence.

* Abogado. Expresidente del Comité Legal-Minero de la Sociedad Nacional de Minería, Petróleo y Energía (SNMPE). Exdirector, secretario del Consejo Directivo y miembro del Comité Ejecutivo de la SNMPE. Expresidente del Instituto Nacional de Derecho de Minería Petróleo y Energía (INDEMIPE). Expresidente del Comité de Asuntos Legales de la SNMPE. Expresidente del Instituto de Estudios Energético Mineros (IDEM). Exmiembro del Consejo Consultivo del Área Registral Minera de la Superintendencia Nacional de Registros Públicos (SUNARP). Exmiembro del Consejo Directivo de la Asociación Peruana de Derecho Marítimo. Socio de Hernández & Cía (Lima, Perú). Contacto: lrodriguezmariategui@ehernandez.com.pe

** Abogada. Directora de Relaciones Institucionales en WAAIME Perú, Mentora en Women in Mining Perú (WIM Perú). Socia de Hernández & Cía (Lima, Perú). Contacto: mdufour@ehernandez.com.pe

Nota del Editor: El presente artículo fue recibido por el Consejo Ejecutivo de THĒMIS-Revista de Derecho el 24 de septiembre de 2023, y aceptado por el mismo el 26 de septiembre de 2023.

I. INTRODUCCIÓN

La mediana y gran minería son estratos de una industria ampliamente regulada que requiere de grandes cantidades de capital para su desarrollo. Debido a su magnitud y complejidad, estos estratos enfrentan riesgos de diferente naturaleza. Entre ellos podemos identificar riesgos de mercado, constructivos, operacionales, de suministro, comerciales, políticos y legales, así como los riesgos geológicos propios de la actividad. Como parte del riesgo legal, encontramos el derivado de las obligaciones ambientales y de las consecuencias por sus eventuales incumplimientos.

La materialización de este tipo de riesgos conlleva a la responsabilidad ambiental, la cual puede traer consigo sanciones monetarias e incluso, en algunos casos afectar la capacidad de los titulares mineros de continuar sus operaciones. Por ello, hoy en día, la identificación, evaluación y manejo de estos riesgos resulta fundamental en el marco de las transacciones de M&A en este sector.

En el presente artículo abordaremos, desde una perspectiva legal, las principales consideraciones ambientales a tener en cuenta en este tipo de transacciones. Para ello, iniciaremos haciendo un repaso sobre el alcance de las actividades mineras y las fuentes de la responsabilidad ambiental. Posteriormente, desarrollaremos los contratos transaccionales comúnmente utilizados en esta industria. Finalmente, concluiremos desarrollando las principales herramientas a aplicar en los contratos correspondientes para poder asignar y manejar estos riesgos apropiadamente.

II. LA ACTIVIDAD MINERA

La actividad minera involucra diferentes etapas. Estas pasan por el descubrimiento de un yacimiento mineral y su dimensionamiento, la construcción de la mina y la extracción del recurso identificado, su procesamiento y transporte, y, finalmente, el cierre de las operaciones al término de la vida útil del proyecto.

La ejecución de cada una de estas actividades puede implicar impactos ambientales de diferentes tipos, los cuales están asociados a los diferentes componentes requeridos para su ejecución. A partir de lo expuesto, en esta sección describiremos los principales componentes utilizados en las diferentes etapas de un proyecto minero.

A. Exploración minera

Conforme a la regulación minera, "la exploración es la actividad minera tendiente a demostrar las dimensiones, posición, características mineralógicas, reservas y valor de los yacimientos minerales"[1]. (Texto Único Ordenado de la Ley General de Minería [TUOLGM], art. 8) Los componentes principales asociados a esta actividad, son aquellos que se encuentran directamente vinculados a la determinación de las características del yacimiento estudiado. Así, entre estos componentes podemos encontrar a las plataformas de perforación, las trincheras y las labores subterráneas, como lo son los túneles de exploración[2].

Asimismo, existen otros componentes auxiliares que sirven para dar soporte a esta actividad, tales como los campamentos, accesos, almacenes, depósitos de desmonte, entre otros[3]. Igualmente, dependiendo del alcance y envergadura de la operación, podemos considerar a otros componentes como las plantas piloto y de tratamiento de agua, equipos de telecomunicaciones (antenas), estaciones de generación eléctrica y de combustible, centros médicos, entre otros.

B. Construcción y explotación minera

Cuando las actividades de exploración determinan la existencia de un yacimiento, que es económica y

---

1 Artículo 8 del Texto Único Ordenado de la Ley General de Minería (en adelante, TUOLGM):

> La exploración es la actividad minera tendente a demostrar las dimensiones, posición, características mineralógicas, reservas y valores de los yacimiento minerales.
>
> La explotación es la actividad de extracción de los minerales contenidos en un yacimiento.
>
> Desarrollo es la operación que se realiza para hacer posible la explotación del mineral contenido en un yacimiento.

2 Artículo Único, numeral 8, Título Preliminar del Reglamento de Protección para las Actividades de Exploración Minera (en adelante, RAEM):

> Componente Minero de la Etapa de Exploración.- Son infraestructuras, instalaciones y servicios necesarios para el desarrollo de las actividades mineras de exploración:
>
> a) Componente Principal de la Etapa de Exploración: Son aquellos relacionados directamente con la determinación de las dimensiones y características mineralógicas y geológicas del yacimiento minero, tales como: plataformas, trincheras y labores subterráneas.
>
> b) Componente Auxiliar, Secundario o de Servicio de la Etapa de Exploración: Son aquellos que complementa los objetivos y las funciones de los componentes principales, tales como: accesos, almacenes, depósitos de desmonte, campamento, etc.

3 *Ibidem.*

técnicamente factible de explotar, se pasa a esta siguiente etapa, que es la construcción y desarrollo. En esta, que es la más intensiva en mano de obra y de mayores inversiones, se prepara la mina y se construye la planta de beneficio y demás infraestructura auxiliar para dar paso a su culminación a la fase extractiva o de explotación.

La regulación define a la explotación como la actividad de extracción de los minerales contenidos en un yacimiento[4].

La extracción de mineral puede realizarse a través de métodos superficiales, como ocurre en la minería a tajo abierto, o mediante métodos subterráneos a través de movimientos de tierras, bocaminas, túneles, rampas, piques, chimeneas y demás labores. Comúnmente, para desarrollar estas actividades –tanto en minería subterránea o a cielo abierto– se requiere de la implementación de botaderos de desmonte, pilas de mineral que generan aguas ácidas de mina, al igual que otros componentes de servicio. Estos últimos pueden incluir a algunos de los componentes implementados durante la exploración (campamentos, almacenes, entre otros), así como otros componentes propios de esta etapa, como los polvorines para el almacenamiento de explosivos y accesorios de voladura, líneas de transmisión eléctrica, talleres de mantenimiento de camiones, entre otros.

Como producto de la explotación, los titulares mineros obtienen material con contenido de mineral, el cual podrá ser posteriormente procesado como parte de las actividades de beneficio con la finalidad de extraer la parte realmente valiosa.

C. Beneficio (procesamiento)

Es común que las operaciones mineras que alcanzan la etapa de explotación contemplen ejecutar el procesamiento de material extraído. Este procesamiento se desarrolla en la etapa de beneficio. Conforme a la regulación el beneficio es "(…) el conjunto de procesos físicos, químicos y/o físico-químicos que se realiza para extraer o concentrar las partes valiosas de un agregado de minerales y/o para purificar, fundir o refinar metales. (…)" (TUOLGM, art. 8). Esta etapa puede involucrar actividades de preparación mecánica, metalurgia y refinación[5].

El desarrollo de esta etapa puede incluir componentes tales como una planta de procesamiento, almacenes de concentrados de mineral, sistemas de transporte y –dependiendo del tipo de proceso– el almacenamiento de relaves, y/o los *pads* de lixiviación. Asimismo, en caso esta actividad se realice *in-situ* de manera conjunta con la explotación, es posible que existan componentes de uso común para ambas etapas tales como campamentos, líneas de transmisión eléctrica, estaciones de combustible, entre otros.

Adicionalmente, esta etapa requerirá del uso o implementación de infraestructura para transportar el producto obtenido en el proceso de beneficio (por ejemplo, concentrado, cátodos o lingotes). Esta actividad puede realizarse a través de camiones, así como también mediante infraestructura más compleja como mineroductos, fajas, cablecarril, entre otros.

Cabe señalar que para el desarrollo de estas actividades es necesario previamente obtener una concesión por parte del Estado. La naturaleza del otorgamiento variará dependiendo de si nos encontramos ante actividades de exploración y explotación o frente a actividades de procesamiento. En el primer caso será necesario gestionar una concesión minera mientras que, en el segundo, será necesario obtener una concesión de beneficio.

Las actividades mineras antes descritas, tal como las actividades de transporte y almacenamiento de mineral y otras actividades asociadas, son susceptibles de generar impactos ambientales de carác-

[4] Artículo 8 del TUOLGM:

> La exploración es la actividad minera tendente a demostrar las dimensiones, posición, características mineralógicas, reservas y valores de los yacimiento minerales.
>
> La explotación es la actividad de extracción de los minerales contenidos en un yacimiento.
>
> Desarrollo es la operación que se realiza para hacer posible la explotación del mineral contenido en un yacimiento.

[5] Artículo 17 del TUOLGM:

> Beneficio es el conjunto de procesos físicos, químicos y/o físico-químico que se realizan para extraer o concentrar las partes valiosas de un agregado de minerales y/o para purificar, fundir o refinar metales; comprende las siguientes etapas:
>
> 1. Preparación Mecánica.- Proceso por el cual se reduce de tamaño, se clasifica y/o lava un mineral.
>
> 2. Metalurgia.- Conjunto de procesos físicos, químicos y/o físico-químico que se realizan para concentrar y/o extraer las sustancias valiosas de los minerales.
>
> 3. Refinación.- Proceso para purificar los metales de los productos obtenidos de los procedimientos metalúrgicos anteriores.

ter negativo. Estos impactos pueden presentarse durante la construcción de los componentes, así como también durante su operación y cierre. Los impactos pueden estar asociados al manejo de lodos, captación y vertimiento de agua, generación de emisiones y polvo, manejo de residuos sólidos, entre otros. También es posible que situaciones excepcionales presenten impactos adicionales, como cuando nos encontramos ante un incidente de carácter ambiental.

La identificación, evaluación y manejo de estos impactos constituye un elemento fundamental en el desarrollo de los proyectos y operaciones mineras. El manejo incorrecto de estos impactos podría traducirse en el incumplimiento de obligaciones ambientales, generando responsabilidad ambiental para el titular minero frente al Estado o frente a terceros. A su tiempo, la materialización de estas contingencias podría generar cuantiosas multas contra el titular (multas de hasta 15 000 Unidad Impositiva Tributaria [en adelante, UIT] cuando se incumple lo establecido en el instrumento de gestión ambiental o hasta 30 000 UIT si no se cuenta con un instrumento de gestión ambiental) o, en algunos casos, limitar su capacidad de continuar operando[6].

Es por lo anterior que, en el marco de una transacción minera de M&A, resulta importante evaluar el componente ambiental de la empresa que será objeto de la transferencia (ya sea que se trate de una transferencia de activos o acciones). Ello permitirá que las partes puedan asignar las responsabilidades y los riesgos apropiadamente y, de ser el caso, establecer los mecanismos de manejo (o correctivos) que resulten aplicables.

Cabe señalar en este punto que no existe un único tipo de transacción de M&A para minería. Las combinaciones pueden ser diversas y la opción a elegir dependerá de las circunstancias de cada caso y de los intereses de las partes. Estas transacciones pueden realizarse para cualquiera de las etapas en las que se encuentre el proyecto. A modo de ejemplo, podríamos tener el caso de una empresa que compra los activos de un proyecto en exploración con el ánimo de realizar estudios adicionales para incrementar su valor como proyecto y, posteriormente, venderlo o llevarlo a la etapa de minado y procesamiento. Asimismo, podría darse el caso de una empresa que decida adquirir solamente las instalaciones de beneficio de otra para cubrir con ello sus necesidades de procesamiento. Igualmente podríamos tener el caso en que una empresa adquiera las acciones de otra, eventualmente absorbiéndola. En cada uno de estos casos, corresponderá que las partes evalúen los riesgos ambientales asociados al proyecto u operación objeto de la transferencia, a efectos de que puedan asignar los riesgos durante la negociación y en el contrato correspondiente.

III. FUENTES DE RESPONSABILIDADES AMBIENTALES

Las obligaciones de carácter ambiental aplicables al desarrollo de las actividades mineras descritas en la sección anterior tienen diversas fuentes. En contratos de M&A, es esencial conocer en su real dimensión todas las obligaciones ambientales que alcanzan al objeto del contrato, para así considerar los riesgos que se asumirá. A continuación, describimos algunas de estas fuentes, así como su alcance.

A. Fuente legislativa y regulatoria

En el Perú, las actividades mineras se encuentran sujetas a un marco normativo ambiental de carácter general (aplicable también a otras industrias), así como a uno de carácter específico, aplicable en función de las actividades que realiza el titular minero.

En el marco general, la Ley General del Ambiente (en adelante, LGA) establece que

> "todo titular de operaciones es responsable por las emisiones, efluentes, descargas y demás impactos negativos que se generen al ambiente, la salud y los recursos naturales, como consecuencia de sus actividades. Esta responsabilidad incluye los riesgos y daños ambientales que se generen por su acción u omisión". (Ley General del Ambiente [LGA], art. 74)[7].

Es importante resaltar que, como se desprende de la cita anterior, este régimen de responsabilidad alcanza tanto a aquellas situaciones en las que las actividades del titular minero efectivamente generan un daño al ambiente (por ejemplo, agua, suelo, aire, flora y fauna), así como a aquellas situaciones que, sin llegar a generar un daño real, pongan en riesgo a dichos componentes.

---

6 Véase a Resolución 6-2018-OEFA-CD.

7 Artículo 74 de la Ley 28611 (LGA):

> Todo titular de operaciones es responsable por las emisiones, efluentes, descargas y demás impactos negativos que se generen sobre el ambiente, la salud y los recursos naturales, como consecuencia de sus actividades. Esta responsabilidad incluye los riesgos y daños ambientales que se generen por acción u omisión.

El marco regulatorio ambiental minero contempla disposiciones que son concordantes con la LGA. Dichas disposiciones se encuentran en los reglamentos ambientales aplicables a las actividades de exploración[8] y a las actividades de explotación y beneficio[9]. De igual modo, estos reglamentos establecen también una serie de obligaciones específicas que deben ser tomadas en cuenta por los titulares mineros en el desarrollo de sus actividades.

Adicionalmente a ello, existe también normativa ambiental para otros aspectos que, bien sea directa o indirectamente, forman parte de las actividades del titular minero. Así, podemos identificar normativa relacionada con aspectos de gestión de residuos sólidos[10], transporte de materiales y residuos peligrosos[11], recursos hídricos[12], Límites Máximos Permisibles (en adelante, LMP)[13], Estándares de Calidad Ambiental (en adelante, ECA)[14], Evaluación de Impacto Ambiental (EIA)[15], entre otros.

El incumplimiento de la normativa ambiental (general o sectorial) conlleva a la responsabilidad administrativa del titular minero. La regulación ambiental ha establecido, además, que este tipo de responsabilidad (por ejemplo, ambiental) es objetiva, es decir, que no requiere de la evaluación de elementos de dolo o culpa para su configuración, bastando que se demuestre la existencia del riesgo o daño para que esta se configure[16]. Asimismo, cabe resaltar que esta responsabilidad es independiente de la responsabilidad civil o penal que pudiera derivarse del mismo hecho[17].

Las consecuencias por incumplir obligaciones ambientales pueden implicar la imposición de sanciones monetarias, incluyendo multas considerables, así como la implementación de medidas administrativas, como puede ser el decomiso de bienes, la paralización de operaciones, la suspensión o cancelación de permisos, entre otros[18]. Para llegar a ello, sin embargo, primero es necesario que la

---

8 Artículo 5 del RAEM:

> El/La Titular Minero/a es responsable por los impactos ambientales negativos de las actividades de exploración minera que realiza o haya realizado; producidos por emisiones, vertimientos, descargas y disposición de residuos sólidos y agentes contaminantes u otras acciones que causen o puedan causar daño al ambiente […]

9 Artículo 16 del Reglamento de Protección y Gestión Ambiental para las Actividades de Explotación, Beneficio, Labor General, Transporte y Almacenamiento Minero:

> El titular de la actividad minera es responsable por las emisiones, efluentes, vertimientos, residuos sólidos, ruido, vibraciones y cualquier otro aspecto de sus operaciones, así como de los impactos ambientales que pudieran generarse durante todas las etapas de desarrollo del proyecto, en particular de aquellos impactos y riesgos que excedan los Límites Máximos Permisibles y afecten los Estándares de Calidad Ambiental, que les sean aplicables o afecten al ambiente y la salud de las personas.

10 Véase a Decreto Legislativo 1278, que aprueba la Ley de Gestión Integral de los Residuos Sólidos y su reglamento aprobado por el Decreto Supremo 14-2017-MINAM.

11 Véase a Ley 28256, Ley que regula el Transporte Terrestre de Materiales y Residuos Peligrosos, y su reglamento aprobado por Decreto Supremo 21-2008-MTC.

12 Véase a Ley 29338, Ley de Recursos Hídricos (LRH) y su reglamento aprobado por el Decreto Supremo 1-2010-AG (RLRH).

13 Véase a Decreto Supremo 10-2010-MINAM (LMP para efluentes líquidos de actividades minero-Metalúrgica).

14 Decreto Supremo 3-2017-MINAM (ECA Aire); Decreto Supremo 4-2017-MINAM (ECA Agua); Decreto Supremo 11-2017-MINAM (ECA Suelo); Decreto Supremo 085-2003-PCM (ECA Ruido); Decreto Supremo 10-2005-PCM (ECA Radiaciones No Ionizantes).

15 Véase a Ley 27446, Ley del Sistema Nacional de Evaluación de Impacto Ambiental (LSEIA) y su reglamento aprobado por el Decreto Supremo 19-2009-MINAM (RSEIA).

16 Artículo 17 de la Ley 29325, Ley del Sistema Nacional de Evaluación y Fiscalización Ambiental:

> […]Los administrados son responsables objetivamente por el incumplimiento de las obligaciones derivadas de los instrumentos de gestión ambiental, así como de las normas ambientales y de los mandatos o disposiciones emitidas por el OEFA […]

17 Artículo 138 de la LGA. - La responsabilidad administrativa establecida dentro del procedimiento correspondiente es independiente de la responsabilidad civil o penal que pudiera derivarse por los mismos hechos.

18 Artículo 136 de la LGA:

> 136.1 Las personas naturales o jurídicas que infrinjan las disposiciones contenidas en la presente ley y en las disposiciones complementarias y reglamentarias sobre la materia, se harán acreedoras, según la gravedad de la infracción, a sanciones o medidas correctivas.
>
> 136.2 Son sanciones coercitivas:
>
> a. Amonestación.
>
> b. Multa no mayor de 10,000 Unidades Impositivas Tributarias vigentes a la fecha en que se cumpla el pago.
>
> c. Decomiso, temporal o definitivo, de los objetos, instrumentos, artefactos o sustancias empleados para la comisión de la infracción.
>
> d. Paralización o restricción de la actividad causante de la infracción.

responsabilidad ambiental sea determinada en el marco de un procedimiento administrativo sancionador en el que el administrado (por ejemplo, el titular minero) tendrá la oportunidad de presentar los descargos correspondientes.

B. Instrumentos de Gestión Ambiental (IGA)

Conforme a la LGA, los Instrumentos de Gestión Ambiental (en adelante, IGA) pueden ser de diferentes tipos[19]. En esta sección nos centraremos en los dos grupos de IGA relevantes para el desarrollo de las actividades mineras. Estos son la certificación ambiental y el plan de cierre de minas.

1. Certificación ambiental

Conforme a la normativa general, los proyectos de inversión que como parte de su desarrollo puedan causar impactos ambientales negativos significativos (como ocurre en el caso de las actividades mineras) deben contar con una certificación ambiental[20]. Dependiendo de la magnitud de los impactos asociados con el proyecto, esta certificación puede ser obtenida mediante la aprobación de instrumentos de menor o mayor complejidad. En el sector minero, los reglamentos sectoriales han establecido los instrumentos específicos aplicables en cada caso[21].

Así, el reglamento ambiental aplicable a las actividades de exploración prevé tres tipos de instrumento ambiental. La posibilidad de recurrir a uno u otro instrumento dependerá de la magnitud de los impactos asociados con el proyecto. Así, los proyectos de exploración que contemplen impactos ambientales negativos no significativos requerirán de una Ficha Técnica Ambiental (en adelante, FTA) para su ejecución[22]. Del mismo modo, los proyectos que contemplen impactos leves requerirán de una Declaración de Impacto Ambiental (en adelante, DIA)[23]. Finalmente, los proyectos que con-

e. Suspensión o cancelación del permiso, licencia, concesión o cualquier otra autorización, según sea el caso.

f. Clausura parcial o total, temporal o definitiva, del local o establecimiento donde se lleve a cabo la actividad que ha generado la infracción.

136.3 La imposición o pago de la multa no exime del cumplimiento de la obligación. De persistir el incumplimiento éste se sanciona con una multa proporcional a la impuesta en cada caso, de hasta 100 UIT por cada mes en que se persista en el incumplimiento transcurrido el plazo otorgado por la autoridad competente.

136.4 Son medidas correctivas:

a. Cursos de capacitación ambiental obligatorios, cuyo costo es asumido por el infractor y cuya asistencia y aprobación es requisito indispensable.

b. Adopción de medidas de mitigación del riesgo o daño.

c. Imposición de obligaciones compensatorias sustentadas en la Política Ambiental Nacional, Regional, Local o Sectorial, según sea el caso.

d. Procesos de adecuación conforme a los instrumentos de gestión ambiental propuestos por la autoridad competente.

19 Artículo 17 de la LGA establece que los IGA. – […]podrán ser de panificación, promoción, prevención, control, corrección, información, financiamiento, participación, fiscalización, entre otros […]

20 Véase LSEIA artículos 2 y 3 y RSEIA artículos 2 y 15.

21 Para efectos de este artículo nos enfocaremos en la certificación ambiental como prerrequisito para el desarrollo de las actividades mineras. Sin embargo, cabe señalar que, cuando la regulación ambiental recién fue implementada en el sector minero, a inicios de los años noventa, existieron algunos instrumentos ambientales de adecuación aplicables a las operaciones que en ese momento se encontraban realizando actividades mineras. Así, por ejemplo, el Reglamento de del Título Décimo Quino del TUOLGM, aprobado por Decreto Supremo 16-93-EM (actualmente derogado) creo la figura de la Evaluación Preliminar (EVAP), la cual tenía por objeto identificar los problemas ambientales generados por las actividades minero-metalúrgica que se estuvieran en curso. La EVAP era un paso previo para poder elaborar el Plan de Adecuación y Manejo Ambiental (PAMA). Este último instrumento contenía las acciones e inversiones que los titulares mineros debían realizar a efectos de poder reducir, tratar o eliminar las emisiones y vertimiento, a efectos de cumplir los niveles máximos permisibles establecidos por la autoridad competente, dentro de un plazo. Dada la naturaleza transitoria de este instrumento, actualmente ya no es posible gestionar un PAMA para actividades mineras. Sin embargo, lo cierto es que, en algunos casos, operaciones antiguas aún mantienen estos instrumentos.

22 Artículos 11, 33 y 41 del RAEM. Como parte de estos proyectos se considera a aquellos que contemplan menos de 20 plataformas de perforación; menos de 10 hectáreas de área disturbada; y que además no se encuentran cerca de bienes de interés ambiental, es decir, que no se encuentren a menos de 50 metros de un cuerpo de agua, bofedales, canales de conducción, pozos de captación de agua subterránea, manantiales o puquiales; a menos de 100 metros de la huella máxima de la ocupación en invierno de un nevado o área glaciar; a menos de 100 metros de tierras de proyección y/o bosques primarios; en Áreas Naturales Protegidas de administración nacional y/o sus zonas de amortiguamiento y/o áreas de conservación regional; en áreas al amparo de alguna regulación especial expresamente reconocida por Ley.

23 Artículo 11 y anexo del RAEM. Entre estos proyectos se encuentran aquellos que contemplan entre 20 y hasta 40 plataformas de perforación; un área de hasta 10 hectáreas disturbadas; o la construcción de túneles de exploración de hasta 100 metros de longitud que no se ubiquen subyacentes a la protección de ecosistemas frágiles, cuerpos de agua o manantiales.

templen impactos moderados requerirán de un Estudio de Impacto Ambiental semidetallado (en adelante, EIAsd)[24].

Por su parte, el reglamento ambiental aplicable a las actividades de explotación y beneficio prevé que para realizar estas actividades se requiere gestionar un Estudio de Impacto Ambiental detallado (en adelante, EIAd)[25].

La regulación ambiental en minería cuenta con formatos y términos de referencia para la elaboración de estos instrumentos (por ejemplo, FTA, DIA, EIAsd y EIAd)[26]. El nivel de detalle requerido en cada uno de ellos, que además puede ser bastante voluminoso, variará en función a la magnitud de los impactos previstos y del alcance del proyecto u operación propuesta. Así, un EIAd deberá ser elaborado a nivel de un estudio de factibilidad[27].

Sin embargo, en la revisión de estos términos de referencia podemos apreciar que los instrumentos siguen una misma estructura lógica. Estos instrumentos deberán contener: (i) la descripción del proyecto; (ii) el detalle de la línea base ambiental y social; (iii) el plan de participación ciudadana; (iv) la identificación y caracterización de los impactos asociados con el proyecto; (v) un plan o estrategia de manejo ambiental para dichos impactos; (vi) así como otra información relevante como las consideraciones técnicas determinadas por la autoridad competente, las opiniones técnicas de otras entidades, bibliografía y anexos.

En caso fuera necesario variar el alcance de un proyecto u operación que cuenta con una certificación ambiental (es decir, con un IGA aprobado), dicha variación deberá verse reflejada en el IGA. Para ello, dependiendo de la complejidad y del nivel de los impactos asociados con esta variación, el titular minero podrá recurrir a diferentes vías.

La regulación ambiental ha establecido requisitos y condiciones específicas para recurrir a cada una de estas vías. Ya sea que el titular minero se encuentre en etapa de exploración o en explotación y beneficio, se prevé la posibilidad de recurrir a tres vías diferentes. A continuación, describimos estas vías ordenadas de menor a mayor complejidad.

La primera vía es la comunicación previa a la autoridad competente. Esta alternativa solo resulta posible en determinados supuestos específicos aprobados en los reglamentos ambientales de exploración y de explotación y beneficio[28]. Estos supuestos recogen variaciones que no generan impactos ambientales negativos. En estos casos bastará con que el titular minero comunique a la autoridad los cambios previstos en forma previa a su ejecución. La segunda vía es por medio de un Informe Técnico Sustentatorio (en adelante, ITS). Esta solo procede en aquellos casos en que las variaciones al proyecto/operación impliquen impactos o riesgos ambientales no significativos[29]. Igualmente, para verificar la procedencia de un ITS hace falta verificar que el proyecto propuesto, además, cumpla los criterios aprobados por el Ministerio de Energía y Minas (MEM) y por el Servicio Nacional de Certificación Ambiental para las Inversiones Sostenibles (SENACE)[30].

Finalmente, cualquier otra modificación que no proceda mediante una comunicación previa o mediante un ITS conforme a lo mencionado en el párrafo anterior, deberá ser gestionada a través de la vía ordinaria, es decir, mediante una modificación del IGA, ya sea que nos encontremos ante una FTA, una DIA, un EIAsd o un EIAd.[31]

Comprender el alcance, contenido y obligatoriedad de la certificación ambiental es importante, ya que este es uno de los permisos claves para el desarrollo del proyecto u operación minera. Igual

[24] Artículo 11 y Anexo del RAEM. Entre estos proyectos se encuentran aquellos que contemplan de 40 hasta 700 plataformas de perforación; un área efectivamente disturbada mayor a 10 hectáreas; la construcción de túneles de más de 100 metros de longitud, que no se ubiquen subyacentes a la proyección de ecosistemas frágiles, cuerpos de agua, o a manantiales en temporada lluviosa; y una planta piloto.

[25] Véase Reglamento de Protección y Gestión Ambiental para las Actividades de Explotación (en adelante, RPGA) artículos 24 y 25.

[26] Mediante la Resolución Ministerial 108-2018-MEM-DM se aprobó el formato de la FTA, así como los términos de referencia para los proyectos de exploración minera con características comunes, los cuales resultan aplicable a las DIA y los EIAsd. Por otro lado, mediante la Resolución Ministerial 116-2015-MEM-DM se aprobó los términos de referencia para la elaboración de, entre otros, EIAd para proyectos de explotación y beneficio.

[27] Artículo 48 del RSEIA. - El EIA debe ser elaborado sobre la base del proyecto de inversión diseñado a nivel de factibilidad. La Autoridad Competente no admitirá a evaluación un EIA sino se cumple esta condición.

[28] Esta vía se encuentra regulada en el artículo 56 y Anexo I del RAEM, para el caso de las actividades de exploración; y en el artículo 133-A y Anexo del RPGA para el caso de las actividades de explotación y beneficio.

[29] Véase Decreto Supremo 54-2013-PCM artículo 4 y RPGA artículos 131 y 132.

[30] Véase a Resolución Ministerial 120-2014-MEM-DM y https://www.senace.gob.pe/criterios-tecnicos/

[31] Véase a RAEM artículo 54 y RPGA artículo 130.

de importante es entender que estos instrumentos contemplan una serie de compromisos[32] que resultan de obligatorio cumplimiento para el titular minero[33].

En el marco de una transacción de M&A, esto adquiere especial relevancia, ya que las disposiciones de los reglamentos ambientales sectoriales aquí comentados establecen reglas respecto a la transferencia de obligaciones ambientales. Así, por ejemplo, en casos de transferencia o cesión de derechos de una o más concesiones, el adquirente o cesionario (o bajo cualquier otra denominación) que reciba las concesiones, quedará obligado, a partir de ese momento, a cumplir todos los compromisos y obligaciones ambientales que se deriven del IGA[34]. Esta situación además debe ser comunicada a las autoridades competentes.

Igualmente, si se diera el caso en que solo se transfiriesen algunas de las concesiones mineras con parte de los componentes del proyecto u operación minera, el titular deberá modificar su instrumento ambiental para excluir dichos componentes, al tiempo que el adquiriente o cesionario deberá gestionar su propio instrumento ambiental para poder desarrollar sus actividades en forma independiente[35].

Vemos entonces que la certificación ambiental es una fuente importante de obligaciones ambientales que debe ser tomada en cuenta al momento de evaluar una transacción de M&A en el sector minero. Igual de importante es el plan de cierre de minas, el cual describimos a continuación.

2. Plan de cierre de minas

La certificación ambiental descrita líneas arriba debe contemplar disposiciones sobre las actividades que el titular minero ejecutará para cerrar los componentes utilizados en su operación. Dichas disposiciones se presentan a nivel conceptual[36]. No obstante, en forma complementaria a ello, los titulares de actividades mineras de explotación y beneficio (y en determinados casos algunos proyectos de exploración) se encuentran obligados a presentar y obtener la aprobación de un plan de cierre de minas[37].

El plan de cierre de minas es el instrumento ambiental que contempla las medidas que adoptará el titular minero a efectos de reestablecer el área utilizada o perturbada por la actividad minera. El objetivo de este instrumento es que dichas áreas alcancen características de ecosistema compatibles con un ambiente saludable y adecuado para el desarrollo de la vida y la preservación paisajística[38].

---

32 El artículo 5 del RAEM: […] b. El/La Titular Minero/a asume, a través de los instrumentos de gestión ambiental aprobados por la autoridad competente, las obligaciones y compromisos que se deriven de los mismos […].

33 Artículo 18 del RPGA:

> Todo titular de actividad minera está obligado a:
>
> a) Cumplir la legislación ambiental aplicable a sus operaciones, las obligaciones derivadas de los estudios ambientales, licencias, autorizaciones y permisos aprobados por las autoridades competentes, así como todo compromiso asumido ante ellas, conforme a ley, y en los plazos y términos establecidos.

34 En el caso de las actividades de exploración, esta regla se encuentra contenida en el numeral 14.1 del artículo 14 del RAEM. En el caso de las actividades de explotación y beneficio encontramos eta regla en el primer párrafo del artículo 22 del RPGA.

35 En el caso de las actividades de exploración, esta regla se encuentra contenida en el numeral 14.2 del artículo 14 del RAEM. En el caso de las actividades de explotación y beneficio encontramos esta regla en el segundo párrafo del artículo 22 del RPGA.

36 Artículo 9 del Reglamento para el Cierre de Minas (en adelante, RPCM):

> El Plan de Cierre de Minas complementa el Estudio de Impacto Ambiental y el Programa de Adecuación y Manejo Ambiental correspondiente a las operaciones del titular de actividad minera.
>
> En ningún caso se aprobará como parte del Estudio de Impacto Ambiental o del Programa de Adecuación y Manejo Ambiental, ni de su ejecución, proyectos, labores o instalaciones mineras que por su diseño, dimensión o naturaleza pudieran estar orientados a minimizar el monto de las garantías del Plan de Cierre de Minas.
>
> El Plan de Cierre de Minas que se incluye en el Estudio de Impacto Ambiental, se presenta a nivel conceptual ante la Dirección General de Asuntos Ambientales Mineros del Ministerio de Energía y Minas, de acuerdo a lo dispuesto en la normatividad vigente.
>
> El Plan de Cierre de Minas debe ser presentado de acuerdo a los términos señalados en el presente Reglamento, por los titulares de nuevos proyectos de actividad minera en el plazo máximo de un año a partir de la aprobación del respectivo EIA y de la vigencia de esta norma, para los titulares de actividades mineras en operación.
>
> En la evaluación y aprobación de aquellos proyectos de inversión sujetos a otros Estudios Ambientales que se presentan ante el Ministerio de Energía y Minas y que no están sujetos a la aprobación posterior de un Plan de Cierre de Minas, se consideran necesariamente las medidas de rehabilitación ambiental que corresponda en función de los impactos de dicho proyecto.

37 Artículo 8 del RPCM. Los proyectos mineros en exploración que requieren presentar un plan de cierre de minas son aquellos en los que se prevé la ejecución de labores subterráneas que impliquen la remoción de más de 10,000 toneladas de material o más de mil toneladas de material con determinadas características de generación de acides.

38 Véase Ley 28090, Ley que Regula el Cierre de Minas (LRCM) artículo 3 y RPCM numeral 12 del artículo 7.

Para efectos de lo anterior, este instrumento prevé las medidas que el titular deberá ejecutar antes, durante y después del cese de las operaciones[39]. Las primeras de estas medidas corresponden al 'cierre progresivo'. Estas medidas se ejecutan en forma simultánea al desarrollo de las actividades productivas en aquellas áreas o instalaciones en las que se haya cesado operaciones[40]. Los componentes que no puedan ser cerrados durante la etapa productiva o comercial (en el cierre progresivo) serán objeto del 'cierre final', el cual se produce al término de las operaciones[41].

Comúnmente, el cierre progresivo y el cierre final prevén la ejecución de actividades de desmantelamiento; demolición, salvamento y disposición; estabilización física, geoquímica e hidrológica; establecimiento de la forma del terreno; revegetación; rehabilitación de hábitats acuáticos; así como la ejecución de programas sociales[42].

Tras la ejecución de las actividades de cierre progresivo y final, el titular minero continuará ejecutando medidas relacionadas con el tratamiento de fluentes y emisiones, así como las actividades de monitoreo, mantenimiento y vigilancia que correspondan a efectos de asegurar la estabilidad física y química del área ocupada por los componentes que formaron parte de la operación[43]. Esta etapa es conocida como el 'post cierre'. Para esta fase, se prevé la ejecución de actividades de mantenimiento físico, geoquímico, hidrológico y biológico, así como actividades de monitoreo de estabilidad física, geoquímica, hidrológica, monitoreos biológicos e incluso de carácter social.

Las actividades de cierre progresivo, cierre final y post cierre deben ser ejecutadas en los términos, plazos y con el presupuesto estimado previsto en el plan de cierre de minas aprobado[44]. Asimismo, la aprobación de este instrumento conlleva a la obligación del titular minero de constituir una garantía para asegurar el cumplimiento de las obligaciones derivadas de dicho plan en todas sus fases[45]. Dicha garantía, que cubrirá el costo estimado de las actividades de cierre, deberá ser renovada anualmente conforme al monto que se establezca en el correspondiente cronograma en el plan de cierre de minas[46].

El plan de cierre de minas y la correspondiente garantía tienen una relevancia central en el desarrollo de operaciones de explotación y beneficio, ya que su aprobación y constitución es una condición para que la autoridad minera pueda autorizar el desarrollo de estas actividades[47].

A su tiempo, en el marco de las transacciones de M&A, conocer el alcance y estado del cumplimiento de este instrumento también resulta relevante. Las normas de cierre prevén que, en caso de transferencia o cesión de la unidad minera, el adquiriente o cesionario quedará obligado a ejecutar el plan de cierre de minas, debiendo también constituir la garantía correspondiente. Esta regla es similar a la regla identificada con respecto a las obligaciones contenidas en la certificación ambiental. Sin embargo, en este caso, la normativa agrega que la responsabilidad relativa al cierre puede extenderse no solo al adquiriente y cesionario, sino también al transferente o el cedente[48].

---

39 Artículo 7, numeral 12 del RPCM. – Plan de Cierre de Minas

> Es un instrumento de gestión ambiental conformado por acciones técnicas y legales, que deben ser efectuadas por el titular de actividad minera, a fin de rehabilitar las áreas utilizadas o perturbadas por la actividad minera, para que éstas alcancen características de ecosistema compatible con un ambiente saludable y adecuado para el desarrollo de la vida y la conservación del paisaje. La rehabilitación se llevará a cabo mediante la ejecución de medidas que sea necesario realizar antes, durante y después del cese de operaciones, para asegurar el cumplimiento de los objetivos de cierre.

40 Artículo 7, numeral 6 del RPCM. – Cierre progresivo

> Actividades de rehabilitación que el titular de actividad minera va efectuando simultáneamente al desarrollo de su actividad productiva, de acuerdo al cronograma y condiciones establecidos en el Plan de Cierre de Minas aprobado y ejecutado bajo supervisión de la autoridad minera.

41 Artículo 7, numeral 5 del RPCM. – Cierre final

> Conclusión definitiva de las actividades para el cierre de todas las labores, áreas e instalaciones de una unidad minera, que por razones operativas, no hayan podido cerrarse durante la etapa productiva o comercial, de modo tal que se garantice el cumplimiento de los objetivos de cierre contemplados en el Plan de Cierre de Minas aprobado y cuya adecuada ejecución ha sido verificada a través de una auditoría integral dispuesta por la autoridad competente, sin perjuicio de las actividades de post cierre que deberán continuar ejecutándose en el marco de la legislación ambiental vigente.

42 Véase a RCM, numerales 5.2 y 5.3 del Anexo.

43 Véase a RPCM, numeral 7.13 y artículo 31.

44 Véase a RPCM, artículos 24 y 25 y LPCM artículo 5.

45 Véase a LPCM, artículos 6 y 46.

46 Véase a RPCM, artículo 50.

47 Véase a RPCM, artículo 12.

48 Véase a RPCM, artículo 28.

Asimismo, cabe resaltar que en caso se produzca el abandono o el incumplimiento del plan de cierre de minas aprobado y se genere un daño real al ambiente, la responsabilidad por las sanciones administrativa y civiles que deriven de ello podrían alcanzar solidariamente a las personas naturales y los directores y/o accionistas mayoritarios de las personas jurídicas bajo cuya gestión se produjo el abandono o incumplimiento.

C. Permisos operativos de naturaleza ambiental

El alcance de un proyecto u operación minera puede requerir de diferentes componentes o actividades de servicio necesarios para lograr el estudio, extracción o procesamiento del mineral. En el Perú, muchas de estas actividades se encuentran reguladas, siendo que para su desarrollo hace falta que el titular minero obtenga los permisos, licencias autorizaciones, certificados, registros o concesiones correspondientes (en adelante permisos). Los títulos de las concesiones mineras expresamente señalan que el inicio efectivo de actividades mineras está sujeto a que el titular obtenga previamente los permisos, autorizaciones y licencias que contempla la legislación; y que el solo hecho de tener un título de concesión minera no basta para realizar actividad minera, es decir, básicamente, lo que concede es una exclusividad sobre los minerales del área concedida.

Algunos de estos permisos son de naturaleza minera, como ocurre con las autorizaciones de exploración, explotación o con la concesión de beneficio. Otros permisos corresponderán a los instrumentos ambientales desarrollados líneas arriba. Sin embargo, existen también otro tipo de permisos que involucran aspectos ambientales que son necesarios.

Un ejemplo de ello sería el caso de los permisos en materia de recursos hídricos. Entre ellos encontramos a los derechos de uso de agua. La regulación en materia de recursos hídricos establece diferentes tipos de derecho de uso de agua dependiendo de la temporalidad y el uso que se le dará al recurso solicitado[49]. De igual modo, dicha regulación también establece la obligación de contar con autorizaciones de vertimiento en caso sea necesario descargar aguas residuales al medio ambiente[50]. Cada uno de estos permisos serán obtenidos luego de seguir el correspondiente procedimiento administrativo, en el cual la certificación ambiental constituiría un requisito previo. Asimismo, cabe indicar que los titulares de estos derechos y autorizaciones se encuentran sujetos a una serie de obligaciones y responsabilidades establecidas en la regulación de la materia.

Otro ejemplo sería el de las normas orientadas a la protección del patrimonio arqueológico[51]. Y es que, dependiendo de los componentes que sean implementados, será necesario obtener instrumentos para acreditar la ausencia de restos en el área[52], o, de ser el caso, permisos para monitorear dichas áreas en forma preventiva[53]. Existen también otras intervenciones de tipo arqueológico que podrán ser necesarias dependiendo de las características del proyecto. La obtención de estos permisos también generará obligaciones para el titular minero.

También podemos hacer mención a otras autorizaciones que, sin tener necesariamente implicancias ambientales, pueden generar obligaciones de cargo del titular minero. Estos incluyen aquellos permisos requeridos para el almacenamiento de hidrocarburos, la adquisición y almacenamiento de insumos químicos, la adquisición y almacenamiento de explosivos, la instalación de equipos de telecomunicaciones y líneas de transmisión, entre otros.

---

[49] La LRH y el RLRH establecen que para el uso del agua se requiere contar con un permiso, autorización o licencia emitida por la autoridad en materia de recursos hídricos (salvo en los casos de uso primario). Cada una de estas figuras tiene características diferentes. Comúnmente, las autorizaciones de uso de agua son obtenidas durante la etapa de exploración minera, ya que esta es de naturaleza temporal y permite el uso del recurso para la ejecución de estudios, obras y lavado de suelos. En cambio, en la etapa de explotación, los titulares mineros suelen gestionar licencias de uso de agua, las cuales permiten utilizar el recurso en otras actividades productivas, y con un carácter permanente.

[50] Véase a LRH artículo 80 y RLRH artículo 131 y siguientes.

[51] Véase a Reglamento de Intervenciones Arqueológicas aprobado por el Decreto Supremo 11-2022-MC (RIA).

[52] Conforme al RIA, el Certificado de Inexistencia de Restos Arqueológicos (CIRA) es el documento emitido por el Ministerio de Cultura, que certifica que en un área determinada no existen evidencias arqueológicas en superficie.

[53] Conforme al RIA, los Planes de Monitoreo Arqueológico (PMAR):

> Son intervenciones arqueológicas de carácter preventivo destinadas a evitar, controlar, reducir y mitigar los posibles impactos negativos sobre evidencias arqueológicas que se encuentren de manera fortuita en el subsuelo, y/o sobre los bienes inmuebles prehispánicos colindantes a una obra o ubicados al interior de su área de influencia ambiental, en el marco de la ejecución de proyectos productivos y extractivos, obras de infraestructura y servicios, e implementación de infraestructura complementaria al Patrimonio Cultural de la Nación, que impliquen remoción del suelo y subsuelo del área materia de intervención. Debe ser tramitado con anterioridad al inicio de la ejecución física de toda obra.

Evaluar el alcance y la transferibilidad de estos permisos es importante en el marco de una transacción de M&A y que muchas veces los mismos serán requeridos para que el nuevo titular pueda continuar con las operaciones[54].

D. Lineamientos de instituciones financieras

Es habitual que, cuando una empresa minera acuda a instituciones financieras para tomar créditos –especialmente si se trata de entidades bancarias globales– se imponga como una condición para el desembolso y para no incurrir en evento de incumplimiento, el que las operaciones mineras cumplan con ciertos estándares. En algunos casos dichos estándares pueden ser incluso más exigentes que los contemplados en la normativa local.

Quien inició estas regulaciones fue el Grupo Banco Mundial, que estableció unas políticas y guías para el comportamiento en materia socioambiental, de seguridad en el empleo, el respeto a las culturas ancestrales y al tratamiento de las adquisiciones de derechos superficiales aplicables a todos aquellos que acudieran a ellos en busca de financiamiento.

Ante esto, la banca privada reaccionó proactivamente y estableció sus propios criterios para sus clientes en lo que se conoció como los '*Equator Principles*'. Gran parte del sistema financiero, incluyendo la banca peruana, se adscribió a estos requerimientos[55]. En adelante, las exigencias socioambientales de las instituciones financieras constituyen una importante fuente de obligaciones en materia ambiental para las empresas y son comunes en los contratos de financiamiento.

E. Políticas corporativas

Hace ya algunos años un grupo de empresas mineras líderes decidió adaptarse a los tiempos modernos y dedicarle especial atención a un enfoque de desarrollo sostenible y, bajo el paraguas de la *International Council on Mining and Metals* (ICMM), pronunciaron la 'Declaración de Toronto' en la que se autorregularon y definieron los lineamientos de la conducta de cada uno de ellos, incluyendo los asuntos sociales, ambientales, de seguridad, de gobernanza, de respeto a los derechos humanos, entre otros.

Existen estrictos requisitos para formar parte de este grupo, pese a lo cual ya representan alrededor de un tercio de la producción minera mundial. De aquí deriva que no haya una sola empresa minera importante que no tenga sus propias políticas en esos rubros, que son exigidas también a sus propios proveedores.

Estas obligaciones han impactado en los M&A mineros, pues ya no se entienden transacciones sin cláusulas con compromisos socio-ambientales y de seguridad en sus operaciones.

F. Fuentes contractuales

Especialmente en los acuerdos de transferencia de derechos mineros en los que el transferente mantendrá algún interés en el sostenimiento de la producción –sea porque adquiere un derecho de cobro de regalías, porque el precio contiene un tramo contingente a la producción o nivel de reservas futuro, o por cualquier otra razón–, subsistirá una motivación para que la producción o la exploración no se detenga por cuestiones administrativas o sociales.

Igual situación se presenta en los contratos de cesión minera, en los cuales el titular de los derechos mineros transfiere temporalmente sus derechos y obligaciones para explorar y explotar minerales. En estos, el interés del cedente es que el cesionario se comporte de una manera responsable y que al final del plazo de la cesión no se encuentre con contingencias ambientales sin remediar, ni procedimientos sancionadores o con algún conflicto social.

En estos casos, los vendedores y cedentes buscarán introducir compromisos ambientales que impongan obligaciones y responsabilidades especiales, adecuadas a las circunstancias de cada operación más allá de las comunes establecidas en las regulaciones.

Dentro del marco de la privatización de unidades mineras o proyectos mineros promovida por el Estado, se introdujeron algunos compromisos socioambientales a los adquirentes de dichos activos. Por ejemplo, se incorporó como una obligación a los compradores el crear un fondo social con recursos aportados por estos últimos para financiar los distintos programas que se aprueben en determinados comités compuestos por las comunidades del área de influencia predeterminada, por las autoridades y por el propio aportante. Estos compromisos son vinculantes y persiguen

[54] Dependiendo del tipo de transacción podrá ser relevante tener en cuenta las reglas establecidas por el Decreto Legislativo 1310, respecto al reconocimiento de la titularidad de los registros, certificados, licencias, autorizaciones y procedimientos administrativos en casos de reorganización societaria y cambios de denominación social.

[55] Actualmente 139 instituciones financieras en 39 países han adoptado estos principios (Equator Principles, 2023)

a la operación por lo que es crucial conocerlos y asumirlos antes de tomar una decisión de adquirir tales unidades mineras.

IV. CONTRATOS USUALES EN LAS TRANSACCIONES DE M&A EN MINERÍA

En función de la naturaleza del contrato minero que se celebrará, el contenido de auditorías legal-ambientales o investigaciones de *due diligence* debería tener en cuenta tanto las obligaciones legales como las contenidas en los IGA y las demás fuentes explicadas anteriormente.

Cada contrato deberá ser preparado tomando en cuenta los riesgos identificados. El contrato deberá establecer los remedios correspondientes en caso se materialice alguna contingencia de carácter ambiental que implique la imposición de una multa por un monto significativo, en caso se produzca algún incumplimiento que pueda afectar el derecho minero o la producción, o frente a la posible pérdida de algún permiso operacional o de la imposición de una medida administrativa por parte de la autoridad de fiscalización que restrinja las operaciones, entre otros.

Como norma general, la responsabilidad extracontractual es de quien causa el daño, sujetándonos a la responsabilidad personal que rige en la normativa general y ambiental[56]; pero en la práctica un proyecto minero puede condenarse si es que las condiciones ambientales existentes no son las adecuadas, por lo que el titular puede terminar asumiendo las responsabilidades y costos por los actos de su contraparte, como en efecto lo permite la normativa sobre cierre de minas. Si bien la responsabilidad extracontractual es personal, al permitírsele a la autoridad hacer responsable a los sucesores de quien efectivamente causó el daño, será imprescindible que en la relación contractual interna se determinen claramente las responsabilidades ambientales de las partes, que permita la repetición por los gastos y pagos realizados por cuenta del responsable final.

La Ley 28271 que regula los pasivos ambientales en la actividad minera dispone que la autoridad debe "identificar a los responsables de las operaciones mineras que abandonaron depósitos de residuos, labores o instalaciones mineras, generando pasivos ambientales en sus diversas modalidades" (Ley de Pasivos Ambientales en la Actividad Minera, art. 5), manteniendo la norma general que la responsabilidad extracontractual en materia ambiental es personal. En caso de que no se logre identificar al responsable del daño, será el Estado quien asuma los costos de la remediación[57].

Pero a continuación la misma norma establece que "también identificará a los titulares de la concesión minera inactivos que mantienen el derecho de concesión y vigencia minera hasta la actualidad y arrastran pasivos ambientales" (Ley de Pasivos Ambientales en la Actividad Minera, art. 4)[58]. En cuanto a los pasivos ambientales en concesiones activas, la normativa establece que los IGAs deben identificar estos pasivos mineros y explicar el tratamiento ambiental que se les dará; en esa línea, la Ley de Pasivos Mineros indica que estos pasivos ambientales "podrán ser reutilizados por el titular de la concesión minera en los que se encuentren ubicados, siempre que se implementen medidas de manejo ambiental y aquellas destinadas a su mitigación, remediación y cierre, conforme al estudio ambiental correspondiente" (Ley de Pasivos Ambientales en la Actividad Minera, art. 10)[59].

A continuación, describimos los contratos transaccionales más comunes utilizados en la industria minera:

A. Contratos de opción minera (con cesión)

Son los contratos preparatorios que se celebran para que un potencial comprador pueda realizar de manera exclusiva las labores de exploración y conocer adecuadamente los méritos geológicos (pero también los riesgos socio-ambientales, entre otros) del depósito que le atrae. De resultar positiva su evaluación, ejercerá su opción de compra, que obliga al titular a concretar el contrato definitivo (pudiendo ser un contrato de transferencia de derechos mineros o un contrato de cesión minera

[56] El artículo 1969 del Código Civil prevé que "aquel que por dolo o culpa causa un daño a otro está obligado a indemnizarlo", y el artículo 74 de la LGA dispone que "todo titular de operaciones es responsable por las emisiones, efluentes, descargas y demás impactos negativos que se generen al ambiente, la salud y los recursos naturales, como consecuencia de sus actividades".

[57] Artículo 5 de la Ley de Pasivos Ambientales en la Actividad Minera (Ley 28271):

> Los titulares mineros responsables de pasivos ambientales que no desarrollen operaciones mineras y mantienen el derecho a la titularidad de concesión a través de la vigencia minera, deberán presentar el Plan de Cierre, salvo que éstos soliciten se cancele sus derechos a la concesión minera.

[58] Artículo 4 de la Ley de Pasivos Ambientales en la Actividad Minera.

[59] Artículo 10 de la Ley de Pasivos Ambientales en la Actividad Minera.

por un periodo más largo). Estos contratos normalmente van acompañados de un contrato de cesión minera por el tiempo que dure la opción, con lo que el opcionista adquirirá también la condición de cesionario, que es la que le permitirá realizar las labores de exploración.

Esta cesión implica que la responsabilidad ambiental se traslada al opcionista-cesionario, quien deberá responder por los impactos que cause y por la remediación de los mismos. Aquí radica la importancia de las cláusulas ambientales en este tipo de contratos mineros.

B. Contratos de cesión minera

Como se ha explicado anteriormente, en los contratos de cesión minera el cesionario adquiere temporalmente –durante el plazo de la cesión minera– la condición de titular de los derechos mineros materia del contrato, por lo que deviene en el único que puede realizar labores de exploración o de explotación (o de tratamiento de minerales si es que la cesión es por una concesión de beneficio).

Los riesgos para el titular son parecidos a los que mencionamos arriba: que, una vez vencido el plazo de la cesión minera, el cedente recupere la titularidad de los derechos mineros con cargas y responsabilidades ambientales, o con conflictos sociales que hagan muy difícil la obtención de permisos operativos a futuro, o que no se pueda recuperar la confianza de los habitantes de su área de influencia. Asimismo, las normas de cierre también disponen que la responsabilidad por el cierre de minas se extiende al cedente. Pero en estos casos la contingencia es mayor, pues el ánimo en estos contratos no es la exploración sino su explotación y el procesamiento de minerales, y, por tanto, los impactos al ambiente son bastante mayores.

C. Contratos de transferencia de derechos mineros

Difícilmente se suscribe un contrato de transferencia de derechos mineros sin que previamente el adquirente haya evaluado por un plazo relativamente prolongado (no más de 5 años) la situación de su objetivo; pero puede ocurrir cuando el adquirente ya ha conocido las características del yacimiento.

En estos casos, la transferencia es definitiva y se adquiere la titularidad de los derechos mineros de modo perpetuo (en tanto se cumplan con las obligaciones legales para mantener vigente el título o hasta que lo transfiera).

El objeto de adquirir derechos mineros luego de haber ejercido la opción es dar un paso más adelante en las operaciones de exploración y eventualmente de construcción de las instalaciones y puesta en operación de la mina (y casi siempre de una planta de procesamiento dedicada). De esta manera deben asumirse los costos de los mayores impactos ambientales de unas labores de exploración más extensivas, así como de las huellas que dejen las labores de construcción y desarrollo, y luego de las de extracción y beneficio.

La responsabilidad por el cierre de los pasivos ambientales existentes al momento de la transferencia (o, de ser el caso, previos a la celebración del contrato de opción) serán frente a la autoridad, tanto del transferente como del adquirente, aunque este último podrá atenuarla –pero no eliminarla– de manera contractual.

D. Contratos de compraventa de acciones

Una vez tomada la decisión de adquirir los derechos mineros, es más frecuente optar por la compra de las acciones del vehículo que tiene los títulos de los mismos que ir por los activos mismos. Esto tiene una respuesta de índole fiscal, pero tiene el inconveniente el que las contingencias por la compra de una sociedad operativa requieren de una investigación mucho más comprensiva de la situación corporativa; los permisos y certificaciones de la operación no son un problema porque la gran mayoría persigue al proyecto, a los derechos mineros y a los predios para sus instalaciones, los cuales son bienes libremente transables.

En algunos casos, la sociedad objetivo puede ser materia de alguna reorganización societaria previa para segregar los activos de interés para el comprador de los que no le sean de utilidad o que el vendedor quiera conservar.

En este sentido, el *due diligence* a la sociedad debe ser más exhaustivo y no se limita a los derechos mineros, aspectos socio-ambientales, de permisos y laborales.

Claramente, en estos casos, la responsabilidad ambiental por todo el pasado de la empresa recaerá siempre en los nuevos accionistas conforme a las provisiones de la Ley General de Sociedades[60].

[60] Artículo 32 de la Ley General de Sociedades. – "Quien adquiere una acción o participación en una sociedad existente responde, de acuerdo a la forma societaria respectiva, por todas las obligaciones sociales contraídas por la sociedad con anterioridad".

E. Contratos de regalías

En algunos contratos de transferencia de derechos mineros (y también de compra y venta de acciones) se puede pactar que la contraprestación (o un tramo de la misma) sea concediendo al transferente/vendedor un derecho de cobro de regalías. También en los contratos de cesión minera puede acordarse que la compensación al cedente sea a través de una regalía sobre las ventas de la producción.

En cualquiera de estos casos, será de particular interés del adquirente/vendedor que las operaciones extractivas tengan continuidad y no se ponga en peligro algún permiso que ocasione la paralización de las labores. Recordemos que su retribución está intrínsecamente ligada a la venta de la producción. En esta medida se cuidará de considerar dentro de sus contratos estrictas obligaciones de cumplimiento a la normativa ambiental y de establecer compromisos para conservar las mejores relaciones con las comunidades, pobladores y autoridades locales de su entorno.

F. Contratos de financiamiento

Líneas arriba expusimos sobre los lineamientos socioambientales exigidos por instituciones financieras al momento de atender créditos a empresas mineras mediante la introducción de obligaciones y responsabilidades ambientales contenidos en instrumentos propios de la industria, ya sean los del Grupo Banco Mundial, los del *Equator Principles* o los propios que pueda tener la entidad que financie.

El incumplimiento de las obligaciones ambientales que se asuman –que pueden ser más exigentes que las legales o las derivadas de sus IGAs– podrían acarrear el incurrir en un evento de incumplimiento que repercuta en la aceleración en el vencimiento de los plazos para el repago o la suspensión de desembolsos.

V. NEGOCIACIÓN Y SUSCRIPCIÓN DEL CONTRATO

El Código Civil peruano dispone que los contratos deben negociarse de buena fe[61], y también contempla que en los contratos sinalagmáticos opera la figura del saneamiento por evicción y por vicios ocultos[62].

Esto es aplicable a los contratos que se gobiernen por ley peruana. Nuestra legislación permite que las relaciones contractuales se rijan por las leyes que las partes libremente convengan. No obstante, en lo que atañe a la responsabilidad extracontractual, que es la que se deriva de cualquier daño o riesgo ambiental, la ley aplicable será la del país donde se realice la actividad que causa el daño[63]; en el caso de operaciones mineras en territorio peruano, la ley ambiental aplicable será la peruana.

De esta manera, las disposiciones relativas al saneamiento son aplicables en materia ambiental a los contratos de contenido minero en lo que concierne a las obligaciones provenientes de las leyes y reglamentos, aun cuando se haya pactado que el contrato en general se regulará por las leyes de alguna jurisdicción extranjera. Especial atención hay que prestar a la inaplicabilidad en la ley peruana a las cláusulas de limitación o exoneración de responsabilidad por dolo o daño inexcusable que alcanzan al autor objetivo[64]. Aun así, siempre será conveniente hacer una evaluación y un estudio de los bienes que se adquiere. Debemos atender a que nuestro Código Civil confina las obligacio-

---

[61] Artículos 1362.- Los contratos deben negociarse, celebrarse y ejecutarse según las reglas de la buena fe y común intención de las partes (1984).

[62] Artículo 1485:

> En virtud del saneamiento el transferente está obligado a responder frente al adquirente por la evicción, por los vicios ocultos del bien o por sus hechos propios, que no permitan destinar el bien transferido a la finalidad para la cual fue adquirido o que disminuyan su valor (1984).

[63] Artículo 2097:

> La responsabilidad extracontractual se regula por la ley del país donde se realice la principal actividad que origina el perjuicio. En caso de responsabilidad por omisión, es aplicable la ley del lugar donde el presunto responsable debió haber actuado.
>
> Si la ley del lugar donde se produjo el perjuicio considera responsable al agente, pero no la ley del lugar donde se produjo la actividad u omisión que provocó el perjuicio, es aplicable la primera ley, si el agente debió prever la producción del daño en dicho lugar, como consecuencia de su acto u omisión (1984).

[64] Artículo 1986:

> La legitimación por subsecuente matrimonio, se rige por la ley del lugar de celebración de éste. Sin embargo, si la ley del domicilio del hijo exige el consentimiento de éste, debe ser también aplicada.
>
> La capacidad para legitimar por declaración estatal o judicial, se rige por la ley del domicilio del legitimante; y la capacidad para ser estatal o judicialmente legitimado, por la ley del domicilio del hijo; requiriendo la legitimación la concurrencia de las condiciones exigidas en ambas.
>
> La acción para impugnar la legitimación, se somete a la ley del domicilio del hijo (1984).

nes de saneamiento por vicios ocultos a cargo del vendedor y descarta a los eventos en los que el comprador pudo conocerlos "actuando con la diligencia exigible de acuerdo con su aptitud personal y con las circunstancias" (Código Civil, 1984, art. 1504). En cuanto a las obligaciones y compromisos contractuales derivados de los acuerdos negociados (incluyendo las disposiciones sobre inejecución de obligaciones), sí podrán regirse por la legislación acordada, así como la exigencia a cumplir estándares mayores o adicionales a las exigibles por las leyes nacionales[65].

Solo a través de una adecuada investigación (*due diligence*) del objeto del contrato, sean activos o acciones, se podrá conocer con certeza cual es la situación real del bien a adquirir y de los riesgos y contingencias existentes. En una transacción sobre derechos mineros se sobreentiende que las partes tiene cierto grado de sofisticación.

Son bastante inusuales, pero puede suceder que las partes acuerden que el bien se transfiere 'como está y donde está' y, en razón a ello, se prevea que el comprador asume todos los riesgos asociados al bien, incluyendo los de evicción y vicios ocultos. Debemos comentar que nuestro ordenamiento admite que las partes renuncien, limiten o amplíen las obligaciones de saneamiento, salvo que el vendedor no podrá exonerarse de una supresión pactada si actúa con dolo o culpa inexcusable.

En materia social y ambiental deben tenerse en consideración que se haya cumplido tanto con las obligaciones sustanciales como las formales. Y estas deben dimensionarse en función a los resultados de las investigaciones de un *due diligence* legal y técnico.

Es en base a los resultados de esa investigación que se redactarán las cláusulas de declaraciones y garantías. Lo normal es que estas declaraciones sean completas y 'limpias', es decir, con afirmaciones del vendedor en el sentido que se ha cumplido con todas las obligaciones ambientales que le alcanzan proveniente de las fuentes descritas en el apartado II de este trabajo. De existir –que existirán– excepciones a esa declaración general de cumplimiento total, lo que se acostumbra a hacer es plantearlas como situaciones puntuales que se describirán en anexos del contrato.

La importancia de las declaraciones y garantías radica en que las partes se entregan información de un modo más amplio y transparente: por un lado, protegen al vendedor, pues más adelante el comprador no podrá alegar desconocimiento; por otro lado, protegen al comprador al permitirle conocer en su verdadera dimensión cual es el riesgo o envergadura no solo de cualquier situación real que impacta a la compañía y a las operaciones, sino también las contingentes.

Lo sano, una vez conocidos los impactos socioambientales existentes en el campo, es que se acuerde contratar conjuntamente un estudio de 'línea-base', o sea una apreciación de la situación existente, y que las partes se comprometan a tomarla como referencia de las condiciones fácticas en las que se transfiere la propiedad y el riesgo. De esa manera será más fácil reconocer en adelante cuál de ellas debería hacerse cargo de los costos de las remediaciones, o directamente de las remediaciones mismas manteniendo indemne a su contraparte. Este deslinde de responsabilidades es importante no solo en los contratos de transferencia de derechos mineros, sino también en los de cesión minera en los que la titularidad retornará al titular cedente, y en los casos de opción (con cesión minera) en los casos que el optante decida no ejercer su opción.

El *due diligence* también servirá, una vez conocida la situación del bien objeto del contrato y de sus consecuencias, para establecer y repartir las responsabilidades y obligaciones entre las partes, estableciendo lo que puede o debe hacer (o no hacer) cada una de las partes en materia ambiental. Mediante estos compromisos las partes acordarán los siguientes actos que le corresponderán a cada uno de ellos para darle solución a algún problema o circunstancia identificada, o para asumir los efectos resultantes de no poder solucionarlos.

Esta dicho que la responsabilidad ambiental es de quien causa el daño y no necesariamente de quien después adquiere los activos ya con esos daños (identificados o no). No obstante, en ciertas normas mineras, la autoridad está en capacidad de imponer obligaciones de remediación a quien se encuentre operando el proyecto, responsabilizándolo por los hechos de sus predecesores. De esta manera, estas estipulaciones de deslinde y

[65] Artículo 2095:

> Las obligaciones contractuales se rigen por la ley expresamente elegida por las partes y, en su defecto, por la ley del lugar de su cumplimiento. Empero, si deben cumplirse en países distintos, se rigen por la ley de la obligación principal y, en caso de no poder ser determinada ésta, por la ley del lugar de celebración.
>
> Si el lugar del cumplimiento no está expresamente determinado o no resulta inequívocamente de la naturaleza de la obligación, se aplica la ley del lugar de celebración.

asignación de responsabilidades en la relación contractual interna si bien son válidas entre las partes no necesariamente blindarán al adquirente posterior frente a las autoridades y terceros (sí en la relación privada).

En esta línea se pactaría dentro de las indemnidades a aquellas consecuencias de los incumplimientos a los casos en los que no se pueda dar una solución adecuada a la situación identificada y establecer límites a las indemnizaciones y compensaciones que puedan aplicarse. Por ejemplo, que los montos indemnizatorios no superen un monto prefijado o un porcentaje de lo que se pagó por el bien.

Las declaraciones y garantías deberían sobrevivir al contrato. Los incumplimientos en obligaciones ambientales o en la identificación de declaraciones y garantías falsas o incompletas pueden ser causales de resolución de los contratos. No siempre será conveniente para el adquirente resolver el contrato, lo que deberá evaluarse caso por caso, y adelantarse en los contratos con las soluciones alternativas que permitan tomar control de los derechos mineros, con persecución de las certificaciones ambientales y los permisos operacionales, la cesión de posición contractual de contratos críticos, la transferencia condicionada de los derechos superficies, entre otras provisiones preventivas.

VI. CONCLUSIONES

1. La mediana y gran minería son estratos de una industria ampliamente regulada que por su complejidad involucra riesgos de distinta naturaleza. Dentro de estos riesgos se incluyen los ambientales y las consecuencias por los eventuales incumplimientos. Estas consecuencias van desde sanciones pecuniarias hasta el impedimento para proseguir con las actividades mineras.

2. La actividad minera abarca diferentes etapas, y en cada una de ellas ocurren en mayor o menor medida impactos al ambiente que es necesario mitigar, monitorear y controlar. Según la etapa, será conveniente verificar:

    a. En las exploraciones, las condiciones de las plataformas de perforación, las trincheras o las labores subterráneas, además de los componentes auxiliares (vías de acceso, campamentos, almacenes o depósitos de desmonte).

    b. En la construcción y explotación, aquellos relacionados con el movimiento de tierras, la remoción de suelo natural y cualquier otro relacionado con la etapa de construcción. En la explotación con la propia operación de los componentes, como lo son los botaderos, el tajo, entre otros.

    c. Durante el beneficio de minerales, los derivados de la planta de procesamiento, almacenes de concentrados, almacenamiento de relaves, *pads* de lixiviación, además de los sistemas de transporte (camiones, mineroductos, fajas, cablecarriles), campamentos, líneas de transmisión eléctrica, talleres o estaciones de combustible que están asociados al manejo de lodos, captación y vertimiento de aguas, generación de emisiones y polvo o manejo de residuos sólidos.

3. Por lo anterior, en el marco de los contratos mineros de M&A, será muy importante evaluar el componente ambiental que será objeto de la transacción, para asignar apropiadamente entre las partes las responsabilidades y riesgos, incluyendo las medidas correctivas que pudieran corresponder.

4. La única manera de conocer en su real dimensión cuales son las obligaciones y los riesgos ambientales es recurriendo a todas las fuentes de las que pueden ser de aplicación. En este aspecto, no solo hay que conocer la legislación y regulaciones ambientales generales y mineras y las responsabilidades que emanen de ellas, sino también: (i) las contenidas en los instrumentos ambientales que amparen a las operaciones, según su estrato, etapa operacional, componente involucrado o magnitud del impacto previsto (especialmente las certificaciones ambientales y los planes de cierre de minas); (ii) las derivadas de los permisos operativos, como son las del uso de aguas y vertimiento de aguas residuales o los relativos a la protección del patrimonio arqueológico; (iii) las obligaciones y compromisos asumidos por los titulares de actividad minera frente a instituciones financieras, que pueden derivar de algún evento de incumplimiento contractual en materia socioambiental que derive últimamente en la aceleración de pagos con gran impacto en la rentabilidad y operatividad de la unidad minera; (iv) las propias políticas corporativas aprobadas por una de las partes en contratos típicos mineros que impongan a su contraparte obligaciones socioambientales con estándares superiores a los legales; o (v) las obligaciones y compromisos contractuales en materia socioam-

biental que pacten las partes (especialmente en los contratos mineros temporales o en los que una de ellas tenga particular interés en mantener las operaciones bajo determinados estándares).

5. Para poder identificar los riesgos asociados a las actividades mineras que deriven de cualquiera de las fuentes de obligaciones descritas, antes de la celebración de los documentos transaccionales se debe hacer una investigación de la situación sustancial y formal de los eventuales impactos socioambientales en función al tipo de contrato y a la etapa de actividad minera. Con ello, durante las negociaciones, se podrán adelantar las medidas a adoptar y la determinación de las responsabilidades entre las partes.

6. Existe una diversidad de contratos típicos y atípicos en la industria minera de contenido transaccional. Los más usuales son los de opción minera (algunas veces vinculado a uno de cesión minera) para explorar, los de cesión minera (normalmente para labores de explotación y/o beneficio), los de transferencia de derechos mineros (por lo general precedido por uno preparativo de opción minera), los de transferencia de acciones de una sociedad contractual minera, los de regalías (que pueden ser contratos de financiamiento a operaciones mineras o formar parte de la prestación por la transferencia de derechos mineros o de acciones de empresas mineras o ser la compensación por la cesión minera), los de financiamiento para poner en marcha emprendimientos mineros, expandir los existentes o como capital de trabajo. En todos ellos –en mayor o menos medida–, será muy importante identificar las obligaciones y contingencias socioambientales y plasmarlas adecuadamente en los contratos transaccionales.

7. Sin importar la nacionalidad o el domicilio de las partes o la legislación aplicable que las partes acuerden para que regule el contrato, en tanto los derechos mineros que serán objeto del M&A estén ubicados en territorio peruano, la responsabilidad ambiental se regirá por la ley peruana por ser el país donde se realiza la actividad que origina el perjuicio, sin que esto sea óbice para que las responsabilidades ambientales adicionales derivadas de obligaciones contractuales sí puedan gobernarse por la legislación acordada por las partes.

8. De esta manera, serán de aplicación las normas del Código Civil relativas a la responsabilidad extracontractual frente al estado y terceros, y las conectadas a la inejecución de obligaciones y las obligaciones de saneamiento.

9. Las normas generales en el Perú establecen que la responsabilidad extracontractual es personal y, en el caso de actividades riesgosas, ésta es objetiva. La legislación ambiental trasversal, en la misma línea, responsabiliza al autor y señala que en las actividades riesgosas siempre es el responsable, aunque no medie dolo o culpa. Sin embargo, en materia minera la normativa especial sí permite a la autoridad competente, en algunos supuestos, corresponsabilizar tanto al autor o como a su sucesor en la operación (la certificación ambiental con las obligaciones a cargo del operador actual persiguen a la unidad minera, así lo menciona expresamente la Ley de Plan de Cierre de Minas.

10. En esa línea deben estructurarse las provisiones de declaraciones y garantías que establezcan las condiciones existentes al momento de cerrarse el contrato, las de compromisos y asunción de responsabilidades ambientales y las de indemnidades para los casos de incumplimientos.

REFERENCIAS

Equator Principles (2023). *Equator Principles Financial Institutions (EPFIs) and their annual reporting on EP-related activities. Members & Reporting*. https://equator-principles.com/members-reporting/

LEGISLACIÓN, JURISPRUDENCIA Y OTROS DOCUMENTOS

Decreto Supremo 001-2010-AG, Reglamentode la Ley de Recursos Hídricos, Diario Oficial *El Peruano*, 24 de marzo de 2010 (Perú).

Decreto Supremo 003-2017-MINAM, Aprueban Estándares de Calidad Ambiental (ECA) para Aire y establecen Disposiciones Complementarias, Diario Oficial *El Peruano*, 7 de junio de 2017 (Perú).

Decreto Supremo 004-2017-MINAM, Aprueban Estándares de Calidad Ambiental (ECA) para Agua y Establecen Disposiciones Complementarias, Diario Oficial *El Peruano*, 7 de junio de 2017 (Perú).

Decreto Supremo 010-2005-PCM, Aprueban Estándares de Calidad Ambiental (ECAs) para Radiaciones No Ionizantes, Diario Oficial *El Peruano*, 03 de febrero de 2005 (Perú).

Decreto Supremo 010-2010-MINAM, Aprueban Límites Máximos Permisibles para la descarga de efluentes líquidos de Actividades Minero-Metalúrgicas, Diario Oficial *El Peruano*, 21 de agosto de 2010 (Perú).

Decreto Supremo 011-2017-MINAM, Aprueban Estándares de Calidad Ambiental (ECA) para Suelo, Diario Oficial *El Peruano*, 2 de diciembre de 2017 (Perú).

Decreto Supremo 011-2022-MC, Reglamento de Intervenciones Arqueológicas, Diario Oficial *El Peruano*, 23 de noviembre de 2022 (Perú).

Decreto Supremo 014-92-EM, Texto Único Ordenado de la Ley General de Minería, Diario Oficial *El Peruano*, 4 de junio de 1992 (Perú).

Decreto Supremo 016-93-EM, Reglamento del Título Décimo del Texto Único Ordenado de la Ley General de Minería, sobre el medio ambiente, Diario Oficial *El Peruano*, 1 de mayo de 1996 (Perú).

Decreto Supremo 019-2009-MINAM, Reglamento de la Ley del Sistema Nacional de Evaluación de Impacto Ambiental, Diario Oficial *El Peruano*, 25 de septiembre de 2009 (Perú).

Decreto Supremo 021-2008-MTC, Reglamento Nacional de Transporte Terrestre de Materiales y Residuos Peligrosos, Diario Oficial *El Peruano*, 10 de junio de 2008 (Perú).

Decreto Supremo 033-2005-EM, Reglamento para el Cierre de Minas, Diario Oficial *El Peruano*, 15 de agosto de 2005 (Perú).

Decreto Supremo 040-2014-EM, Reglamento de Protección y Gestión Ambiental para las Actividades de Explotación, Beneficio, Labor General, Transporte y Almacenamiento Minero, Diario Oficial *El Peruano*, 12 de noviembre de 2014 (Perú).

Decreto Supremo 042-2017-EM, Reglamento para las Actividades de Exploración Minera, Diario Oficial *El Peruano*, 22 de diciembre de 2017 (Perú).

Decreto Supremo 054-2013-PCM, Aprueban disposiciones para ejecución de procedimientos administrativos, Diario Oficial *El Peruano*, 16 de mayo de 2013 (Perú).

Decreto Supremo 085-2003-PCM, Reglamento de Estándares Nacionales de Calidad Ambiental para Ruido, Diario Oficial *El Peruano*, 30 de octubre de 2003 (Perú).

Decreto Legislativo 1278, Decreto Legislativo que aprueba la Ley de Gestión Integral de Residuos Sólidos, Diario Oficial *El Peruano*, 23 de diciembre de 2016 (Perú).

Decreto Legislativo 1310, Decreto Legislativo que aprueba medidas adicionales de simplificación administrativa, Diario Oficial *El Peruano*, 30 de diciembre de 2016 (Perú).

Decreto Supremo 14-2017-MINAM, Reglamento del Decreto Legislativo 1278, Ley de Gestión Integral de Residuos Sólidos, Diario Oficial *El Peruano*, 21 de diciembre de 2017 (Perú).

Decreto Legislativo 295, Código Civil, Diario Oficial *El Peruano*, 25 de julio de 1984 (Perú).

Ley 26887, Ley General de Sociedades, Diario Oficial *El Peruano*, 9 de diciembre de 1997 (Perú).

Ley 27446, Ley del Sistema Nacional de Evaluación del Impacto Ambiental, Diario Oficial *El Peruano*, 23 de abril de 2001 (Perú).

Ley 28090, Ley que regula el Cierre de Minas, Diario Oficial *El Peruano*, 14 de octubre de 2003 (Perú).

Ley 28256, Ley que Regula el Transporte Terrestre de Materiales y Residuos peligrosos, Diario Oficial *El Peruano*, 19 de junio de 2004 (Perú).

Ley 28271, Ley que regula los pasivos ambientales de la actividad minera, Diario Oficial *El Peruano*, 02 de julio de 2004 (Perú).

Ley 28611,Ley General del Ambiente, Diario Oficial *El Peruano*, 15 de octubre de 2005 (Perú).

Ley 29325, Ley del Sistema Nacional de Evaluación y Fiscalización Ambiental, Diario Oficial *El Peruano*, 5 de marzo de 2009 (Perú).

Ley 29338, Ley de Recursos Hídricos, Diario Oficial *El Peruano*, 31 de marzo de 2009 (Perú).

Resolución de Consejo Directivo 006-2018-OEFA-CD, Tipifican Infracciones administrativas y establecen escala de sanciones relacionadas con los Instrumentos de Gestión Ambiental, aplicables

a los administrados que se encuentren bajo el ámbito de competencia del OEFA, Diario Oficial *El Peruano*, 16 de febrero de 2018 (Perú).

Resolución Ministerial 108-2018-MEM-DM, Aprueban el formato para la Ficha Técnica Ambiental y su guía de contenido, así como los Términos de Referencia, que comprenden los formatos a llenar, vía plataforma virtual, y sus guías de contenido para proyectos con características comunes o similares, en el marco de la clasificación anticipada para la evaluación y elaboración de los estudios ambientales, 21 de marzo de 2018 (Perú).

Resolución Ministerial 116-2015-MEM-DM, Aprueban Términos de Referencia Comunes para la elaboración de Estudios de Impacto Ambiental Detallados y Semidetallados de las Actividades de explotación, Beneficio, Labor General, Transporte y Almacenamiento Minero y otros, en cumplimiento del D.S. 040-2014-EM, 11 de marzo de 2015 (Perú).

Resolución Ministerial 120-2014-MEM-DM, Aprueban nuevos Criterios Técnicos que regulan la modificación de componentes mineros o ampliaciones y mejoras tecnológicas en las unidades mineras de proyectos de exploración y explotación con impactos ambientales no significativos, que cuenten con certificación ambiental; así como, la estructura mínima del Informe Técnico que deberá presentar el titular minero, 27 de febrero de 2014 (Perú).

10.18800/themis.202302.023

EL NUEVO ENFOQUE DE LA FISCALIZACIÓN AMBIENTAL Y LOS RIESGOS AMBIENTALES EN LAS TRANSACCIONES DE M&A

THE NEW APPROACH TO ENVIRONMENTAL AUDITING AND ENVIRONMENTAL RISKS IN M&A TRANSACTIONS

Luis Felipe Huertas del Pino Cavero*
Hernández & Cía.

In this paper the author seeks to provide detailed information on the basis of the new approach to environmental auditing carried out by the Organismo de Evaluación y Fiscalización Ambiental. *This audit concerns all those targets that require or have a specific environmental certification. When these companies are part of M&A transactions, buyers or interested parties must carry out the due diligence with special attention to the compliance regarding environmental regulations, since it is currently an aspect of high regulation and potential fines with high amounts. The author emphasizes that if the buyer does not wish to be affected in the future, he should corroborate the cross-cutting information provided by the Administrative Law with the appropriate specialists and tools.*

Keywords: M&A; environmental regulation; target; due diligence; auditing.

En el presente trabajo, el autor busca brindar información detallada sobre las bases del nuevo enfoque de la fiscalización ambiental realizada por el Organismo de Evaluación y Fiscalización Ambiental. Esta fiscalización atañe a todas aquellas targets *que requieren o cuentan con una certificación ambiental específica. Cuando estas empresas son parte de transacciones de M&A, los compradores o interesados deben realizar el* due diligence *con especial atención a los cumplimientos de regulación ambiental dado que en la actualidad es un aspecto de alta regulación y de potenciales multas con elevadas cuantías. El autor resalta que si el comprador no desea verse afectado en lo posterior, debe corroborar información transversal planteada por el Derecho Administrativo con especialistas y herramientas adecuados.*

Palabras clave: Fusiones y adquisiciones; regulación ambiental; target*;* due diligence*; fiscalización.*

* Abogado. Magíster en Derecho de Minas y Políticas por la Universidad de Dundee. Miembro del Instituto Peruano de Derecho de Minería, Petróleo y Energía, de The Foundation for Natural Resources and Energy Law y de la Red Latonoamericana de Derecho Minero. Socio del Área Corporativa del Estudio Hernández & Cía (Lima, Perú). Contacto: lfhuertasdelpino@ehernandez.com.pe

Nota del Editor: El presente artículo fue recibido por el Consejo Ejecutivo de THĒMIS-Revista de Derecho el 26 de julio de 2023, y aceptado por el mismo el 04 de ocubre de 2023.

I. INTRODUCCIÓN

El nuevo enfoque de la fiscalización ambiental ha marcado un cambio en el manejo de los riesgos ambientales en las transacciones de fusiones y adquisiciones (en adelante, por sus siglas en inglés, M&A) de ciertos sectores. Este artículo identifica las características del nuevo enfoque para explicar cómo es que ha cambiado dicho manejo, particularmente en la etapa de identificación de tales riesgos. Finalmente, el artículo presenta una serie de herramientas que, en la experiencia del autor, son útiles para identificar los riesgos ambientales bajo el nuevo enfoque.

Antes de comenzar, quiero referirme a tres aspectos del artículo que considero relevantes: el uso de anglicismos, la delimitación de los conceptos de riesgo y *due diligence*, y, finalmente, lo que es novedoso del término 'nuevo enfoque' que aparece en el título y a lo largo del texto.

Como ya notará el lector, este artículo utiliza varios anglicismos. Al redactar dediqué tiempo a considerar si los mantenía como tales o si los sustituía por términos equivalentes en castellano. Concluí que el cambio no valía la pena y los mantuve conforme los utilizo consuetudinariamente. La sustitución hacía que el artículo me resulte ajeno y asumí que el lector (presumo abogados peruanos y latinoamericanos en su mayoría) podría tener una experiencia similar, lo cual he querido evitar.

Cuando este artículo utiliza los términos 'riesgo' y '*due diligence*' lo hace exclusivamente en el contexto de lo legal. Este artículo reconoce que, en general, ambos términos tienen significados amplios que abarcan contextos legales y extralegales. Salvo que indique lo contrario, este artículo sólo se refiere al contexto legal de estos términos.

Finalmente, este artículo utiliza el término 'nuevo enfoque de la fiscalización ambiental' para referirse a un régimen que inicio en el año 2008. El epónimo corresponde a un artículo académico coescrito por quien fue uno de los primeros presidentes del Consejo Directivo del Organismo de Evaluación y Fiscalización Ambiental (en adelante, OEFA)[1]. Reconozco que cualquier persona podría, y probablemente con razón, señalar que algo sucedido en aquella época no resulta propiamente 'novedoso'. Sin embargo, voy a insistir con el calificativo. Nuestro país tiene una larga historia republicana y, en ese contexto, la creación de un régimen de fiscalización que rompe completamente con todos sus predecesores e introduce conceptos económicos inéditos es sin duda novedoso.

II. LOS RIESGOS AMBIENTALES EN LAS TRANSACCIONES DE M&A

Desde que nuestro país regresó al modelo económico liberal en 1993, donde la inversión privada es el principal motor de la economía, muchas empresas han surgido y se han consolidado. En ese contexto, han surgido también las transacciones por las que unas empresas son adquiridas por otras[2]. Estos procesos de adquisición, llevados a cabo exclusivamente por privados, se denominan operaciones o transacciones de M&A.

Existen muchas razones que pueden explicar que una empresa tenga la intención de adquirir a otra. Sin embargo, una generalización muchas veces aceptada es que la empresa que realiza la adquisición busca aumentar su valor (Miller, 2008, p. 1). Para lograr este objetivo, la adquirente quiere asegurarse de que la empresa a ser adquirida (denominada comúnmente *'target')* posee, en efecto, el valor que busca, o, mejor aún, uno menor[3].

Como en todo proceso de adquisición, una transacción de M&A implica que el comprador negocie y, de ser el caso, acuerde con el vendedor el precio de adquisición y los demás términos en los que se llevará a cabo la transacción. Para participar adecuadamente en la negociación, lo recomendable y ciertamente usual es que el comprador realice una investigación (*due diligence*) de los activos y operaciones de la *target.* El *due diligence* tiene como finalidad identificar riesgos y oportunidades. El hallazgo de los primeros permitirá al comprador argumentar razones para descontar el precio en negociación o la necesidad de acordar términos específicos para dar manejo a tales riesgos. Por otro lado, el hallazgo de oportunidades permite al comprador confirmar que su decisión de adquirir *la target* es una buena decisión, quizás a pensar en desarrollar mejores maneras de llevar el negocio, o a convencerse de que el precio que está pagando es el adecuado.

En los procesos de *due diligence* los aspectos societarios, laborales y tributarios resultan comunes a todas las transacciones. Al ser la *target* una empresa, resulta natural examinar si existen o no ries-

[1] Véase a Gómez Apac & Granados Mandujano (2013).

[2] Es cierto que una persona natural podría comprar una empresa, no pretendo negar dicha posibilidad. Sin embargo, por razones de índole comercial y tributaria, la posibilidad de que esto suceda es baja y, por ello, este artículo no se refiere a ella.

[3] Para efectos del presente artículo asumo que en las adquisiciones de activos se realizan a través de subsidiarias.

gos asociados a la constitución y vigencia de la persona jurídica, el cumplimiento de las obligaciones que se derivan de la contratación de su personal y el cumplimiento de las obligaciones relacionadas con el pago de los tributos aplicables.

No todas las empresas se ven expuestas a riesgos de naturaleza ambiental. Por esa razón, el componente ambiental en los *due diligence* legales se encuentra reservado para ser desarrollado sobre la base de un criterio de necesidad. Esta necesidad puede surgir por el sector económico al que pertenece la *target* (por ejemplo, sectores extractivos de recursos naturales), o por la ubicación donde se encuentran sus activos (por ejemplo, un hábitat sensible donde resulta necesario cumplir con requisitos legales específicos).

El presente artículo destaca la importancia que tiene la identificación de riesgos en materia ambiental en las transacciones de M&A. Específicamente, en los *due diligence* de empresas expuestas a riesgos ambientales. Cómo se manejan tales riesgos una vez identificados es una interrogante/cuestión que queda fuera del alcance del presente artículo.

A. Los riesgos ambientales

Los aspectos ambientales relevantes para una empresa del sector minero o del sector hidrocarburos son distintos a los que enfrenta una empresa que pertenece al sector turismo o al subsector industrial liviano. En el primer caso, las operaciones de estas empresas implican la perforación del subsuelo y/o la necesidad de realizar grandes movimientos de tierra, por lo que en general están expuestas al riesgo de contaminar el ambiente. Este riesgo es relevante para una transacción de M&A. En el segundo caso, dicha exposición no es aparente y, en consecuencia, los riesgos ambientales resultan menores y menos relevantes. Inclusive, existen actividades que prácticamente no tienen una exposición a riesgos ambientales, como lo son las actividades comerciales o de servicios. En este último caso, las transacciones de M&A rara vez dedican tiempo a examinar los aspectos ambientales.

La relevancia de examinar los aspectos ambientales de una *target* también puede determinarse en función de dónde se encuentran ubicados sus activos como, por ejemplo, cuando estos se encuentran ubicados en zonas ambientalmente sensibles (como las áreas naturales protegidas, los humedales o las zonas arqueológicas). En estos casos resulta aparente la necesidad de un *due diligence* ambiental, a diferencia de si los activos estuviesen ubicados al interior de una ciudad, en zonificación apropiada, donde la apariencia de dicha necesidad resulta menor.

En nuestro sistema jurídico, los proyectos o actividades que son susceptibles de generar impactos ambientales negativos (por ejemplo, producir contaminación) se encuentran sujetos al Sistema Nacional de Evaluación del Impacto Ambiental (en adelante, SEIA), lo cual los obliga a contar con una certificación ambiental de manera previa a su ejecución[4]. El resto de proyectos o actividades no tienen la obligación de contar con la referida certificación, pero deben realizarse en cumplimiento de normas ambientales generales de carácter prescriptivo[5].

Para efectos del presente artículo, vamos a referirnos exclusivamente a transacciones de M&A relacionadas a proyectos o actividades que requieren contar con una certificación ambiental. Las certificaciones ambientales son otorgadas por la autoridad cuando la solicitud demuestra que la realización de la actividad en cuestión conlleva a mayores beneficios ambientales que costos. Para llegar a tal conclusión, dicha solicitud describe la actividad que el solicitante busca realizar, identifica los impactos ambientales que la referida actividad podría causar y analiza las medidas de manejo que el solicitante propone con la finalidad de controlar tales impactos.

La ley establece que el incumplimiento de las referidas medidas de manejo se encuentra sujeta a sanciones administrativas[6]. En tal sentido, la revisión de la certificación ambiental y del correspondiente estudio resulta fundamental para el

[4] Artículo 3 de la Ley 27446

> No podrá iniciarse la ejecución de proyectos ni actividades de servicios y comercio referidos en el artículo 2 y ninguna autoridad nacional, sectorial, regional o local podrá aprobarlas, autorizarlas, permitirlas, concederlas o habilitarlas sI no cuentan previamente con la certificación ambiental contenida en la Resolución expedida por la respectiva autoridad competente (2001).

[5] Decreto Supremo 019-2009-MINAM, artículo 23. En particular, la norma se refiere al cumplimiento que los proyectos, actividades y obras no comprendidos en el Sistema Nacional de Evaluación de Impacto Ambiental (en adelante, SEIA) deben tener respecto de las normas sobre manejo de residuos sólidos, aguas, efluentes, emisiones, ruidos, suelos, conservación del patrimonio natural y cultural, zonificación, construcción y otros que pudieran corresponder.

[6] Ley 27446 (2001), artículo 15.1 y Ley 29325 (2009), artículo 17. Por otro lado, la legislación también establece la posibilidad de sanciones penales en ciertos supuestos; sin embargo, tales aspectos penales están fuera del alcance del presente artículo.

capítulo ambiental del *due diligence* de una *target* en el marco de una transacción de M&A. Estos documentos informan al adquirente sobre los límites administrativos aplicables al proyecto o actividad y de las obligaciones ambientales que la *target* debe cumplir.

B. La exposición al riesgo por incumplimiento

El objetivo principal del capítulo ambiental del *due diligence* es determinar la existencia de situaciones o circunstancias que pueden afectar el valor de la *target,* ya sea por tener que desembolsar sumas de dinero con la finalidad de pagar multas o por tener que acatar una orden de la autoridad (como por ejemplo la paralización de ciertas actividades), lo cual podría limitar la habilidad de la *target* para generar ingresos.

Hacia 1990 este tipo de riesgos, por lo general, no solían ser tomados en cuenta en transacciones de M&A, pues las obligaciones ambientales prácticamente no existían en nuestro país[7]. Naturalmente, la inexistencia de obligaciones ambientales traía consigo un bajo riesgo de incumplimiento, pues no existía algo que cumplir. Una década después, con la aparición de las regulaciones ambientales sectoriales, comenzaron a tomarse en cuenta, particularmente en aquellos sectores económicos donde se aprobaron escalas de multas (como el minero, por ejemplo). Sin embargo, estas primeras escalas no presentaban riesgos significativos en transacciones de M&A, pues su materialidad era relativamente baja. En todo caso, no eran comparables con el nivel de significancia que hoy en día poseen.

A partir del año 2008, con la creación del OEFA y la introducción del nuevo enfoque de la fiscalización ambiental, esta situación cambió. El OEFA promulgó diversas medidas tendientes a efectivizar el rol disuasivo que debe tener el sistema de fiscalización ambiental. Estas medidas fueron, entre otras, el establecimiento de un marco jurídico para la ejecución de acciones de supervisión ambiental (inspecciones) y la tramitación de procedimientos administrativos sancionadores, la capacitación de supervisores y funcionarios públicos, la elevación de los topes de las multas y la creación de medidas coercitivas tendientes a corregir situaciones de alto riesgo[8].

Hacia el año 2023, la aplicación de este nuevo enfoque se ha extendido a la mayoría de sectores productivos que se encuentran expuestos a riesgos ambientales[9], lo cual determina la necesidad de identificar la exposición a riesgos ambientales en las operaciones de M&A en estos sectores.

C. El nuevo enfoque de la fiscalización ambiental

Hasta el año 2008 la fiscalización ambiental tenía dos características principales: dos caracterísitcas principales: 1) giraba en torno a multaas tasadas (...) y 2) se encontraba focalizada en pocos sectores económicos. Estas características la distanciaban de su objetivo de disuadir de manera generalizada la comisión de infracciones a la regulación ambiental.

Las multas tasadas son aquellas que ascienden a un valor fijo que se encuentra previamente definido en la norma que tipifica la infracción. Un caso común es el de las multas de tránsito, donde la comisión de la infracción (por ejemplo, pasarse una luz roja) da lugar a la imposición de una multa que se encuentra expresada por un monto fijo, digamos, por ejemplo 0.5 Unidades Impositivas Tributarias (en adelante, UIT). En materia ambiental, un antecedente emblemático es el régimen de sanciones aplicable a las actividades de exploración y explotación minera, vigente sin modificaciones entre los años 2000 y 2009[10]. De acuerdo con este régimen, las infracciones a las obligaciones ambientales daban lugar a una multa de 10 UIT (S/ 35 mil según la UIT del año 2008); y, si como consecuencia de la infracción se producía un daño ambiental, la multa se incrementaba a 50 UIT (S/ 175 mil según la UIT del año 2008), hasta un límite máximo agregado de 600 UIT (S/ 200 millones según la UIT del año 2008). Como podemos ver, este régimen no tomaba en cuenta la gravedad de la potencial infracción (produjera o no un daño ambiental, el monto era siempre el mismo por cada infracción), la gravedad de un eventual daño ambiental, ni una eventual reincidencia; pues, en cualquier caso, la multa iba a ser fija en función de cada infracción cometida.

Como consecuencia de la prevalencia de estos factores, en general, la cultura de cumplimiento de las empresas con obligaciones ambientales resultaba limitada.

---

7 La primera norma de protección ambiental promulgada en Perú fue el Decreto Legislativo 613, Código del Medio Ambiente y los Recursos Naturales. Esta norma se promulgó en 1990.

8 Véase a Gómez Apac & Granados Mandujano (2013).

9 En el 2023, los rubros fiscalizados por OEFA son ocho: seis sectores productivos (hidrocarburos, industria, pesca, electricidad, minería, agricultura) y ámbitos transectoriales (residuos sólidos y consultoras ambientales).

10 Resolución Ministerial 353-2000-EM/VMM modificada por la Resolución 211-2009-OS/CD.

D. El incremento de las multas

Si el nuevo enfoque de la fiscalización ambiental pretendía disuadir a los administrados de cometer infracciones administrativas o, lo que es lo mismo, cumplir sus obligaciones, iba a resultar necesario incrementar la severidad de las sanciones. Sin embargo, un simple incremento de estas resultaba incompatible con el régimen de multas tasadas, pues el establecimiento de montos más altos vuelve necesaria, por exigencia del principio de razonabilidad, la introducción de un sistema de gradualidad[11]. En tal sentido, el establecimiento de un método para graduar o determinar las sanciones a ser impuestas resultaba tan importante como la elevación de estas.

Así, mediante normas con rango de ley, en el año 2008, el Ejecutivo elevó la multa máxima en materia ambiental a 10 000 UIT (equivalentes a S/ 35 millones de aquel año[12]) y, en el año 2013, la elevó nuevamente a 30,000 UIT (equivalentes en la actualidad a S/ 149 millones[13])[14]. En el mismo año, el OEFA aprobó la metodología para el cálculo de las multas base y la aplicación de los factores agravantes y atenuantes. Esta metodología establece criterios concretos para la graduación de las multas[15].

E. Más sectores fiscalizados

Como he señalado previamente, una de las características de la fiscalización ambiental hacia el año 2008 era que estuvo concentrada en pocos sectores económicos, predominantemente el minero, hidrocarburos y electricidad[16]. Esta situación no obedeció a una política gubernamental explícita, sino más bien a la inercia en la que cayeron aquellos sectores que no estaban bajo un escrutinio social y político importante, como los mencionados. Un factor que conllevó a la inacción de las autoridades sectoriales para aprobar las herramientas regulatorias dentro de su sector es que no existía una consecuencia legal ni política por no hacerlo, ni tampoco existía una autoridad rectora de la gobernanza que tuviera como parte de sus responsabilidades asegurarse de que así se hiciese[17].

Esta situación cambió de manera importante desde el año 2008, con la creación del Ministerio del Ambiente[18]. Este ministerio asumió el rol rector de la gobernanza ambiental y, dentro de ese rol, ha venido empujando –en algunos casos con más éxito que otros– que las autoridades ambientales sectoriales y transectoriales cumplan con implementar las herramientas regulatorias (entre ellas, los reglamentos ambientales, los términos de referencia para instrumentos de gestión ambiental, los reglamentos de participación ciudadana, los límites máximos permisibles, entre otros) a su cargo y, también, a crear un marco regulatorio general para la supervisión y fiscalización ambiental[19]. En tal sentido, el OEFA fue creado el mismo año como autoridad transectorial de fiscalización, quien desde su creación ha venido incorporando bajo su competencia a cada vez más sectores[20].

F. Mayor transparencia y difusión de las acciones de fiscalización ambiental

A diferencia de lo que llegaron a publicitar las autoridades ambientales sectoriales antes del 2008 en relación con sus actividades de fiscalización, lo cual resultó limitado, el OEFA ha implementado una política de datos abiertos mediante la cual publica, teniendo en cuenta las limitaciones a las normas sobre transparencia y acceso a la información pública principalmente relacionadas con el deber de confidencialidad durante las investigaciones y el inicio de los procedimientos

11 Texto único ordenado de la Ley 27444 (2001), artículo 248.3.

12 En el año 2008, la Unidad Impositiva Tributaria equivalía a S/ 3 500.

13 En el año 2023, la Unidad Impositiva Tributaria equivale a S/ 4 950.

14 Ley 28611 (2005), artículo 136.2.b, modificado por la Ley 30011 (2013), Segunda disposición complementaria modificatoria.

15 La metodología fue creada mediante Resolución 035-2013-OEFA/PCD.

16 Los sectores de minería (explotación), hidrocarburos y electricidad vieron sus reglamentos ambientales aprobados por primera vez entre 1993 y 1994. El sector industrial lo vio en 1997. Finalmente, los sectores agricultura, pesca, transporte y vivienda, urbanismo, construcción y saneamiento, los vieron aprobarse a partir de 2012.

17 Hasta la creación del Ministerio del Ambiente, la entidad rectora de la gobernanza ambiental era el Consejo Nacional del Ambiente (en adelante, CONAM), una entidad subordinada a la Presidencia del Consejo de Ministros.

18 El Ministerio del Ambiente fue creado mediante el Decreto Legislativo 1013 (2008).

19 Otras herramientas regulatorias a cargo de las autoridades sectoriales son: el establecimiento de reglas específicas para la aprobación de instrumentos de gestión ambiental (particularmente instrumentos expeditivos como los Informes Técnicos Sustentatorios (en adelante, ITS), Fichas Técnicas Ambientales (en adelante, FTA) o declaraciones juradas que exceptúan ciertas actividades/construcciones de la aplicación del Sistema Nacional de Evaluación y Ambiental (en adelante, SEIA) y reglamentos de participación ciudadana.

20 El OEFA fue creado mediante el Decreto Legislativo 1013 (2008).

sancionadores, las supervisiones concluidas, las resoluciones de sanción emitidas, así como las resoluciones del Tribunal de Fiscalización Ambiental, la segunda y definitiva instancia administrativa[21]. Esta práctica es ciertamente saludable pues permite a los interesados (por ejemplo, abogados y otros profesionales trabajando en una transacción de M&A) encontrar precedentes de casos similares a los que resultan relevantes para la transacción.

Lo señalado sirve al mismo tiempo otro propósito que no está relacionado con el objetivo central del artículo, pero cuya importancia debe destacar. La posibilidad de acceder libremente a esta información fomenta la transparencia en las decisiones del OEFA, entendiendo transparencia como el derecho y los medios para examinar los procesos de toma de decisiones (en este caso la imposición de sanciones y medidas administrativas), con la finalidad de exigir el cumplimiento de las responsabilidades de los funcionarios públicos y desincentivar la corrupción[22].

G. Predictibilidad y razonabilidad en la imposición de multas y medidas correctivas

De acuerdo con el nuevo enfoque de la fiscalización ambiental, la sanción tiene como finalidad castigar o reprimir la realización de la conducta ilícita; busca disuadir al infractor de cometer la misma conducta en el futuro y al resto de administrados de incurrir en una conducta similar (Gómez & Granados, 2013, p. 26). Lograr la disuasión resulta importante, de acuerdo con la Agencia de Protección Ambiental de los Estados Unidos (en adelante, EPA), porque proporciona la mejor protección para el medio ambiente; además, reduce los recursos necesarios para administrar la supervisión y fiscalización del cumplimiento de las leyes al abordar el incumplimiento antes de que se produzca (1984, p. 3).

La metodología para el cálculo de las multas implementada por el OEFA contiene las fórmulas y las tablas de valores que deben emplearse por las autoridades para el cálculo de las multas no tasadas. De esta forma, con el empleo de la metodología, los administrados pueden conocer de antemano cuál podría ser el razonamiento a ser utilizado por las autoridades para calcular y revisar las multas, así como los criterios que calificarán como agravantes o atenuantes, y el peso de cada uno de estos (Gómez & Granados, 2013, p. 27). Esta predictibilidad contribuye al debido proceso, pues permite la eventual imputación de cargos en un marco de razonabilidad que, de resultar trasgredido, otorga herramientas al administrado para defender sus derechos.

H. La metodología del OEFA

Esta metodología se basa en la teoría económica que equipara la sanción al daño causado, dividido por la probabilidad de detección (Cohen, 1998, p. 2), la cual fue adaptada más adelante por la EPA. Al adaptarla, la referida agencia señaló que:

> Para que una sanción logre disuadir, tanto el infractor como el público en general deben estar convencidos de que la sanción coloca al infractor en una posición peor que la de quienes han cumplido a tiempo. No es probable que ni el infractor ni el público en general crean esto si el infractor puede conservar una ventaja general derivada del incumplimiento. Además, permitir que un infractor se beneficie del incumplimiento castiga a los que han cumplido al situarlos en desventaja competitiva. Esto desincentiva el cumplimiento. Por estas razones, la política de la agencia es que las sanciones generalmente deben, como mínimo, eliminar cualquier beneficio económico significativo derivado del incumplimiento de la ley. Este importe se denominará «componente de beneficio» de la sanción (1984, p. 3).

La metodología del OEFA en aplicación de los conceptos mencionados contiene dos fórmulas principales: (i) cuando no existe daño al medio ambiente; y (ii) cuando existe tal daño. En el primer caso, la infracción implica una situación de riesgo antijurídico (o, como la denomina la literatura del OEFA, un daño potencial). El segundo caso implica a una situación donde la conducta antijurídica ha producido un daño ambiental. Para efectos del presente artículo me referiré solo al primer caso.

[21] De acuerdo con el Tratado Único Ordenado la Ley de Transparencia y Acceso a la Información Pública (artículo 17.3), el derecho de acceso a la información pública no podrá ser ejercido respecto de información vinculada a investigaciones en trámite referidas al ejercicio de la potestad sancionadora de la administración pública (concepto que incluye al OEFA), en cuyo caso la exclusión del acceso termina cuando la resolución que pone fin al procedimiento queda consentida o cuando transcurren más de seis (6) meses desde que se inició el procedimiento administrativo sancionador, sin que se haya dictado resolución final. Hay que mencionar también que antes del 2008 las autoridades se encontraban en proceso de implementación de las normas sobre transparencia y acceso a la información pública, las cuales entraron en vigor el año 2002, por lo cual el nivel de transparencia era limitado.

[22] Transparencia en la política (2023).

Figura 1. Fórmula para calcular multa cuando no existe daño ambiental

$$Multa\ (M) = \left(\frac{B}{p}\right).[F]$$

Donde:
B = Beneficio ilícito (obtenido por el administrado al incumplir la norma)
p = Probabilidad de detección
F = Suma de factores agravantes y atenuantes (1+f1+f2+f3+f4+f5+f6+f7)

Fuente: Organismo de Evaluación y Fuscalización Ambiental (2013)

De acuerdo con la regulación, el beneficio ilícito es aquel que el infractor ha obtenido o que espera obtener al incumplir una obligación ambiental fiscalizable. Este concepto incluye los costos o inversiones evitadas y los ingresos ilícitos; por ejemplo, el ahorro obtenido al no implementar medidas de manejo ambiental establecidas en la certificación ambiental, o los ingresos adicionales obtenidos en la ejecución de la actividad económica infringiendo obligaciones ambientales aplicables[23].

La probabilidad de detección es la medida en que la comisión de una infracción podría ser detectada por la autoridad. Salvo que se trate de una situación de auto reporte (donde la probabilidad equivale a 1), de acuerdo con la metodología la probabilidad de detección se expresa, dependiendo de las circunstancias, con un número entre 0 y 1[24]. Al tratarse del denominador en la fórmula de cálculo de la multa, cualquier número menor a 1 incrementará el resultado. La metodología señala que la necesidad de relacionar el beneficio ilícitamente obtenido, derivado de la infracción, con la probabilidad de detección de la conducta, responde al objetivo de eliminar un posible comportamiento oportunista por parte de los infractores[25].

Entre los factores agravantes de la metodología encontramos, entre otros, criterios para representar la gravedad del daño potencial causado al medio ambiente, el perjuicio económico causado, la reincidencia en la comisión de la conducta infractora, la omisión o ejecución extemporánea en la adopción de medidas necesarias para revertir las consecuencias de la conducta infractora y la intencionalidad en la referida conducta. Por el lado de los factores atenuantes, la metodología considera la subsanación voluntaria y la corrección de la conducta infractora[26].

I. Las multas

Una vez finalizada la vía administrativa, donde el administrado cuenta hasta con dos instancias para discutir la multa, la primera en el procedimiento instructivo y la segunda en un procedimiento recursivo, lo más probable es que el administrado deba pagarla si desea seguir discutiéndola ante el Poder Judicial. Los requisitos para discutir la multa evitando el pago son difíciles de cumplir y, en cualquier caso, en defecto del pago, la ley exige al demandante que este pago se encuentre garantizado[27].

Este factor resulta importante al evaluarse la oportunidad en la que se materializará el eventual desembolso de la multa. Actualmente, resulta común que esta oportunidad se dé con la finalización de la vía administrativa. Con anterioridad al nuevo enfoque, el momento de pago se daba con la finalización de la última instancia a nivel judicial, lo que, en comparación, ocurría varios años luego del momento de pago actual.

J. Las medidas administrativas

Las medidas administrativas son órdenes dictadas por las autoridades del OEFA que establecen obligaciones de dar, hacer o no hacer. Estas medidas pueden ser impuestas durante la etapa de supervisión, de manera previa al inicio de un procedimiento sancionador, durante este o junto con la resolución que le pone fin. Las medidas que la autoridad puede imponer durante la etapa de supervisión se denominan medidas preventivas, mandatos de carácter particular y requerimientos en el marco del SEIA.

Las primeras tienen como finalidad evitar un inminente peligro o alto riesgo de que se produzca

23 Esta información era detallada en R 035-2013-OEFA/PCD, Anexo III, párrafo 18. Es importante señalar que de acuerdo con la Resolución 027-2017-OEFA/CD el referido anexo se encuentra derogado. No obstante, si bien el referido anexo ya no resulta de obligatorio cumplimiento, el concepto del párrafo citado sigue siendo actual.

24 Esta información se encuentra en R 035-2013-OEFA/PCD, Anexo II.

25 R 035-2013-OEFA/PCD, Anexo III, párrafo 22. Como señalo en la nota 23, este anexo se encuentra derogado; no obstante, el concepto del párrafo citado sigue siendo actual.

26 R 035-2013-OEFA/PCD, Anexo II.

27 Ley 29325 (2009), artículo. 20-A.

un daño grave al ambiente o a la salud humana, así como a mitigar las causas que generan la degradación o daño ambiental[28]. Por su parte, los mandatos de carácter particular son disposiciones que ordenan al administrado realizar estudios técnicos de carácter ambiental o monitoreos, lo cual permitirá a la autoridad responder la pregunta del cumplimiento[29]. Finalmente, los requerimientos son dictados para que el administrado actualice, modifique o realice otras acciones acerca de su certificación ambiental, cuando se determine que los impactos ambientales negativos generados por su actividad difieren de manera significativa a los declarados en la certificación ambiental o en la normativa vigente[30].

Las medidas que la autoridad puede imponer previamente o durante el procedimiento sancionador se denominan medidas cautelares y medidas correctivas. Las primeras son disposiciones que ordenan al administrado prevenir un daño irreparable al ambiente o la salud humana, ante la detección de la comisión de una presunta infracción[31]. Las medidas correctivas son disposiciones contenidas en la resolución que pone fin a un procedimiento sancionador que imponen al administrado una orden para revertir o disminuir el efecto nocivo que la conducta infractora esté produciendo en el ambiente o la salud humana[32].

Algunos ejemplos de medidas administrativas incluyen la paralización de actividades que no cuentan con la correspondiente certificación ambiental, la limpieza de sitios contaminados que no están recibiendo la atención adecuada por parte del titular o la implementación de medidas de manejo tendientes a mitigar riesgos o daños graves al ambiente.

Cuando la autoridad dicta medidas administrativas su cumplimiento es inmediatamente exigible al administrado. El incumplimiento de la medida expone al administrado al riesgo de imposición de multas coercitivas. Estas son sanciones pecuniarias no menores a una UIT ni mayor a cien unidades. La multa coercitiva debe ser pagada en un plazo máximo de siete días hábiles, contados desde su notificación; vencido este plazo, se ordenará su cobranza coactiva. En caso persista el incumplimiento de la medida administrativa, la autoridad puede imponer una nueva multa coercitiva bajo las mismas reglas previamente descritas[33].

La regulación determina que la impugnación de medidas administrativas se concede sin efecto suspensivo[34]. En tal sentido, el ejercicio del derecho a impugnar no determina el aplazamiento en la obligación de cumplir con las disposiciones de estas medidas.

K. Incidencia del nuevo enfoque en las transacciones de M&A

Actualmente, OEFA realiza directamente la supervisión y fiscalización ambiental de seis sectores económicos y dos ámbitos transectoriales. Los sectores son: hidrocarburos, industria, pesca, electricidad, minería, agricultura; y en los ámbitos transectoriales encontramos: residuos sólidos y consultoras ambientales[35]. Durante el año 2022, en este contexto realizó 3 377 acciones de supervisión *in situ* y de gabinete; e impuso 1 090 sanciones (por un valor agregado de S/ 192 millones), 441 medidas administrativas y 26 multas coercitivas (por un valor agregado de S/ 41 millones)[36].

Estas cifras demuestran un incremento significativo en la actividad de la autoridad de fiscalización quien, durante el 2013 –a cinco años de su creación– había realizado 2 220 acciones de supervisión, tramitó 1 195 procedimientos sancionadores (he calculado el número de multas impuestas en aproximadamente 370) e impuso multas y obtuvo otros ingresos por un valor agregado de S/ 48 millones, todo ello distribuido en cuatro sectores (minería, hidrocarburos, electricidad y pesca)[37].

---

28 Resolución 006-2019-OEFA/CD, artículo 27.

29 Resolución 006-2019-OEFA/CD, artículo 25.

30 Resolución 006-2019-OEFA/CD, artículo 30. Si bien la norma hace referencia a 'instrumento de gestión ambiental' en vez de 'certificación ambiental', donde el primer concepto es más amplio que el segundo, he optado por el segundo dado que este artículo pone el foco en la importancia que juegan las certificaciones ambientales en la identificación de las obligaciones ambientales.

31 Resolución 027-2017-OEFA/CD, artículo. 15.

32 Resolución 027-2017-OEFA/CD artículo 18.

33 Ley 29325 (2009), Novena Disposición Complementaria Final.

34 Resolución 006-2019-OEFA/CD, artículo. 33.

35 Se encuentra pendiente la transferencia de funciones al OEFA de los sectores transportes, vivienda y construcción, saneamiento, comunicaciones, salud, defensa, justicia, educación y cultura.

36 Acciones de supervisión realizadas según subsector por el OEFA.

37 Mi cálculo de las multas impuestas se basa en las resoluciones de sanción disponibles en la página oficial del OEFA (2014).

Como podemos apreciar, la severidad con la que las escalas de multas ambientales se han incrementado a partir del nuevo enfoque de la fiscalización ambiental, así como la implementación de los regímenes de las medidas administrativas y las multas coercitivas, determinan que los riesgos ambientales por incumplimiento en los sectores bajo el ámbito de fiscalización del OEFA puedan generar en una *target* la exposición a desembolsos por el pago de multas, así como al cumplimiento de órdenes de la autoridad que podrían limitar su habilidad para conducir el negocio de la forma esperada.

III. HERRAMIENTAS PARA LA IDENTIFICACIÓN DE LOS RIESGOS AMBIENTALES

A partir del nuevo enfoque en la fiscalización ambiental, los *due diligence* que se realizan para las transacciones de M&A deben resultar efectivos en la identificación de los riesgos por presuntos incumplimientos a la regulación ambiental. Errar en el cumplimiento de tal objetivo puede determinar que la adquisición no tome en cuenta contingencias que podrían afectar el valor de lo que se adquiere, lo que a su vez va en contra del objetivo principal de llevar a cabo la transacción.

En mi experiencia las siguientes herramientas resultan útiles para llevar a cabo un *due diligence* efectivo en materia ambiental.

A. Equipo multidisciplinario

En las transacciones de M&A, el rol del abogado a cargo de los aspectos ambientales es entender a qué tipo de riesgos la *target* se encuentra expuesta y, colaborativamente, procurar determinar la severidad (en materia pecuniaria) y, de resultar posible, la probabilidad de materialización de estos. Dada la diversidad de disciplinas que intervienen en el proceso de lograr tal entendimiento, no resulta suficiente que el abogado conozca la regulación aplicable y consulte precedentes relevantes, sino que debe trabajar junto a un equipo de profesionales de otras disciplinas.

Por ejemplo, se necesita de profesionales con experiencia en gestión ambiental, quienes conocen sobre qué tipo de prácticas de manejo ambiental son las apropiadas en función de los riesgos o impactos relacionados con la *target* y su respectiva relevancia o efectividad para gestionarlos. También se requiere de profesionales versados en proyectos y operaciones (dependiendo de la etapa de desarrollo en la que se encuentra la *target*), quienes de preferencia conozcan de métodos de ingeniería y de costos en el sector relevante a la transacción, pues este conocimiento resulta fundamental para valorizar apropiadamente los riesgos identificados (por ejemplo, un potencial beneficio ilícito bajo la metodología del OEFA).

B. Costos de las obligaciones ambientales

En tanto las medidas de manejo ambiental aprobadas en las certificaciones ambientales resultan de obligatorio cumplimiento y su incumplimiento puede ser sancionado con una multa no menor a su costo, resulta fundamental verificar que tales obligaciones hayan sido debidamente identificadas por la *target* y que sus respectivos costos de capital u operación (según resulte aplicable) hayan sido debidamente dimensionados y presupuestados.

De esta manera, durante el *due diligence*, resulta recomendable que el adquirente solicite y obtenga los programas y presupuestos para el o los ejercicios fiscales relevantes a los proyectos y actividades importantes para la transacción. En el mismo sentido, también deberá solicitar y obtener un listado resumido de los costos de operación y gastos de capital en los que la *target* haya incurrido para la ejecución de sus proyectos y actividades, así como las modificaciones efectuadas.

Como resulta obvio, para analizar debidamente que la información esté completa y sea apropiada, su revisión deberá ser una tarea del equipo multidisciplinario más que de un solo profesional. En la medida que los referidos presupuestos no cubran apropiadamente todas las obligaciones ambientales que forman parte de la certificación ambiental o que los montos provisionados no hayan sido dimensionados ni ejecutados efectivamente, el *due diligence* podría descubrir riesgos con un alto potencial de influenciar el rumbo de la transacción.

C. Procedimientos sancionadores

Los procedimientos sancionadores pendientes de culminación representan riesgos de desembolso para la *target,* los cuales se suelen materializar cuando las multas impuestas devienen en firmes; como ya ha sido mencionado, en la generalidad de casos ya no resulta posible esperar a que el eventual proceso judicial culmine para tener que efectuar el pago. Identificar estos procedimientos resulta imperativo durante el *due diligence.* Luego, deviene fundamental hacer un cálculo de los montos a cuyo riesgo de desembolso la *target* se encuentra expuesta. Efectuar el cálculo resulta sencillo en aquellos procedimientos sancionadores que ya cuentan con un informe final de instrucción, pues en este la autoridad competente se encuentra obligada a calcular el monto de la multa potencial.

En la etapa previa, es decir, durante la imputación de los cargos, la autoridad de instrucción solo se encuentra obligada a establecer la multa máxima al que está sujeto el cargo imputado. Esta información no es, por sí sola, indicativa de la potencial multa (que es la que dimensiona la severidad del riesgo de desembolso). Si durante un *due diligence* se evidencian uno o más procedimientos sancionadores con un alto nivel de severidad y en etapa inicial, a falta de precedentes aplicables probablemente resultará necesario que la estimación de la probable multa sea determinada a través de un equipo multidisciplinario.

D. Medidas administrativas

En caso una *target* se encuentre sujeta al cumplimiento de medidas administrativas, a efectos de identificar correctamente el riesgo involucrado, resulta necesario entender el grado de avance en el cumplimiento de la medida, verificando que el enfoque de ejecución sea apropiado. De existir retrasos en la ejecución o si existen dudas sobre la corrección del enfoque que la *target* está utilizando para el cumplimiento, tanto la severidad del riesgo como la probabilidad de detección serán altas, lo cual puede tener un impacto significativo en la valorización del riesgo.

E. Resultados de las supervisiones

Otro aspecto que puede ser examinado por el comprador para identificar y/o calificar la exposición a riesgo ambiental de la *target* es el de los resultados de las supervisiones ambientales realizadas. Si bien tal información no garantiza la suficiencia en la identificación de asuntos relevantes (siempre cabe la posibilidad de que existan condiciones ambientales que no son detectadas por las supervisiones), resulta un indicador práctico de los riesgos o problemas que la autoridad ha detectado en el curso de sus exámenes a las instalaciones y operaciones de la *target*. Así, la revisión de los informes de supervisión puede resultar reveladora de situaciones que resultan de interés para la autoridad y que pueden dar lugar a situaciones que conviene examinar.

IV. CONCLUSIONES

El nuevo enfoque de la fiscalización ambiental implementado por el OEFA desde el año 2008 ha marcado un cambio en la forma de realizar los *due diligence* de en las transacciones de M&A en los sectores bajo el ámbito de competencia de dicha entidad. La filosofía del nuevo enfoque es que los infractores no se beneficien económicamente de sus incumplimientos, por lo que hoy los riesgos por incumplimiento en materia ambiental pueden representar riesgos de desembolso significativos o de limitaciones para realizar operaciones. En tal sentido, identificar la potencial materialización de estos riesgos durante una transacción de M&A puede afectar el valor de adquisición de la *target.* Por lo tanto, tomarlos en cuenta debidamente es de sumo interés para el adquirente de un negocio cuyo sector se encuentra sujeto a la competencia de fiscalización de OEFA, pues de lo contrario puede adquirir contingencias que, de materializarse, restarán valor al negocio.

Es importante comprender cuáles son los sectores bajo la competencia del OEFA en los que viene aplicando este nuevo enfoque y estar al tanto de cuándo nuevos sectores pasarán bajo dicha competencia, pues en tales sectores los riesgos por incumplimiento de obligaciones ambientales resultan y resultarán relevantes.

Finalmente, la práctica legal ofrece distintas herramientas que permiten a los abogados, trabajando juntamente con profesionales de otras disciplinas, identificar y dimensionar apropiadamente los riesgos, a efectos de lograr que la razón detrás de la adquisición de una empresa –esto es, maximizar el valor– no se desnaturalice.

REFERENCIAS

Becker, G. (1968). Crime and Punishment: An Economic Approach. *Journal of Political Economy*, (2).

Cohen, M. (1998). Monitoring and Enforcement of Environmental Policy. *Social Science Research Network, 1-59. https://doi.org/10.2139/ssrn.120108*

Gómez, H. & Granados, M. (2013). El fortalecimiento de la fiscalización ambiental. *Revista de Economía y Derecho*, (39).

Miller, E. (2008). *Mergers and Acquisitions. A step-by-step legal and practical guide*, John Wiley and Sons.

LEGISLACIÓN, JURISPRUDENCIA Y OTROS DOCUMENTOS LEGALES

Agencia de Protección del Medio Ambiente de Estados Unidos [EPA]. Política de sanciones civiles (*Policy on Civil Penalties*), 16 de febrero de 1984 (Estados Unidos).

Decreto Legislativo 1013, Decreto Legislativo que aprueba la ley de creación, organización y funciones del ministerio el ambiente, Diario Oficial *El Peruano*, 14 de mayo de 2008 (Perú).

Decreto Supremo 019-2009-MINAM, Reglamento de la Ley de Sistema Nacional de Evaluación del Impacto Ambiental, Diario Oficial *El Peruano*, 25 de septiembre de 2009 (Perú).

Ley 27444, Ley del Procedimiento Administrativo General, Diario Oficial *El Peruano,* 11 de abril de 2001 (Perú).

Ley 27446, Ley de Sistema Nacional de Evaluación del Impacto Ambiental, Diario Oficial *El Peruano,* 23 de abril de 2001 (Perú).

Ley 27806, Ley de Transparencia y Acceso a la Información Pública, Diario Oficial *El Peruano,* 01 de julio de 2003 (Perú).

Ley 28611, Ley General del Ambiente, Diario Oficial *El Peruano,* 23 de junio de 2005.

Ley 29325, Ley del Sistema Nacional de Evaluación y Fiscalización Ambiental, Diario Oficial *El Peruano*, 01 de marzo de 2009 (Perú).

Resolución 035-2013-OEFA/PCD, Metodología para el cálculo de las multas base y la aplicación de los factores agravantes y atenuantes a utilizar en la graduación de sanciones, 11 de marzo de 2013 (Perú).

Resolución 014-2014-OEFA/CD, Memoria anual 2013, 25 de marzo de 2014 (Perú).

Resolución 027-2017-OEFA/CD, Regalmento del procedimiento administrativo sancionador del Organismo de Evaluación y Fiscalización Ambiental, 11 de octubre de 2017 (Perú).

Resolución Ministerial 353-2000-EM/VMM, Escala de multas y penalidades a aplicarse por incumplimiento de disposiciones del Texto Único Ordenado de la Ley General de minería y sus normas reglamentarias, 04 de diciembre de 2018 (Perú).

Resolución 006-2019-OEFA/CD, Reglamente de supervisión, 15 de febrero de 2019 (Perú).

CIEZA
Abogados

Asesoría jurídica en las siguientes áreas de especialización:

Arbitraje

- Experiencia en resolución decontroversias entre empresas mediante el proceso arbitral, tanto en arbitraje nacional como internacional.
- Nuestros socios son árbitros de las Cámaras de Comercio más importantes del País, y han integrado Tribunales Arbitrales en calidad de árbitros y Presidentes de Tribunales Arbitrales.

Derecho de familia y sucesiones

- Protocolos de familia o Constituciones de Familia.
- Acuerdos de accionistas.
- Testamentos.
- Capitulaciones matrimoniales.
- Cesación de los efectos civiles del matrimonio por mutuo acuerdo.
- Liquidación de sociedad conyugal por mutuo acuerdo.
- Divorcios.
- Sucesiones.

Derecho inmobiliario y registral

- Revisiones de due diligence y preparación de informes
- Elaboración y negociación de contratos y acuerdos comerciales: promesas, opciones, compraventas, acuerdos de asociación –joint venture-, arrendamientos (incluidos esquemas fiduciarios inmobiliarios en aquellas jurisdicciones que resultan de aplicación).
- Preparación y negociación de garantías (hipotecas, prendas, garantías de rentas -master lease agreement-, etc.).
- Contratos de administración y gestión de activos (property/asset management).
- Contratos de construcción, arquitectura y gestión de proyectos (project management).
- Estructuración del financiamiento.
- Asesoría en adquisición de grandes extensiones de terreno en suelo rural, destinadas a proyectos agroindustriales, energéticos (mineros, de hidrocarburos, energías renovables) a gran escala.

Contratos civiles y comerciales

Contacto

t. +51 500 4064
e. coordinaciones@ciezaabogados.com
w. ciezaabogados.com
d. Av. República de Panamá 3418 – Of. 301 - Torre Barlovento – San Isidro

10.18800/themis.202302.024

CONSIDERACIONES EN TORNO A LA ADQUISICIÓN DE PROYECTOS DE INFRAESTRUCTURA PÚBLICA

CONSIDERATIONS REGARDING THE PROCUREMENT OF PUBLIC INFRASTRUCTURE PROJECTS

Carlos Enrique Arata Delgado*
Exmiembro del Consejo Directivo de THĒMIS
Rubio Leguía Normand

In this text, the author intends to explain, in detail, which elements must be taken under consideration at the moment of deciding to acquire companies linked to public infrastructure projects.

In this way, the author develops from general elements to be taken into consideration for this purpose (such as due diligence), to more specific issues related to each type of company (such as environmental and regulatory aspects, etc.).

Keywords: PPP; due diligence; concession; public infrastructure.

En el presente texto, el autor pretende explicar de forma detallada qué elementos hay que tomar en cuenta al momento de decidir adquirir empresas ligadas a proyectos de infraestructura pública.

De este modo, el autor desarrolla desde elementos generales a tomar en consideración para realizar este fin (como el due diligence*), hasta temas más específicos y propios de cada clase de empresa.*

Palabras clave: APP; due diligence*; concesión; infraestructura pública.*

* Abogado. Máster en Finanzas y Derecho Corporativo por la Universidad ESAN. Master in Laws (LLM) por New York University. Contacto: carata@rubio.pe

Nota del Editor: El presente artículo fue recibido por el Consejo Ejecutivo de THĒMIS-Revista de Derecho el 23 de julio de 2023, y aceptado por el mismo el 13 de octubre de 2023.

I. INTRODUCCIÓN

El proceso de adquisición de una empresa es siempre complejo y requiere de las distintas partes involucradas prestar atención a una gran variedad de detalles que pueden afectar no solo el resultado inmediato del proceso –si se adquiere o no la empresa o si se obtienen buenos términos contractuales– sino también el mediato, es decir, que el adquirente pueda entrar a controlar la empresa adquirida o pueda ejercer los derechos adquiridos en caso de adquisición de una participación minoritaria, y que obtenga réditos como parte de dicha adquisición por el plazo que tenía planeado controlar el activo (entendido este en su término más amplio).

Para lograr lo anterior, no solo se necesita que, en términos generales, los asesores legales (y financieros) del adquirente tengan experiencia en procesos de adquisición de empresas, sino también que tengan experiencia particular en la adquisición de empresas dentro del sector en el que la empresa objetivo se desenvuelve. Ciertamente, cada sector tiene sus propias particularidades y, por lo tanto, aspectos específicos que deben ser tomados en cuenta antes de suscribir los documentos definitivos de adquisición.

En el entendido que el lector ya comprende de manera general los principales aspectos en los procesos de fusiones y adquisiciones, el presente artículo pretende abarcar aquellos aspectos específicos que deben ser tomados en cuenta para la adquisición de participación en empresas cuyo principal (o único) activo está relacionado con un proyecto de infraestructura pública desarrollado bajo un esquema de asociación público-privada (en adelante, APP). Para ello, inicialmente vamos a introducirnos a los principales aspectos del desarrollo de una APP, analizando tanto el por qué un Estado puede optar por este esquema para el desarrollo de infraestructura pública, como la forma en la que el privado estructura su participación en el proyecto. Luego, analizaremos qué aspectos son los más relevantes a tomar en cuenta durante la realización de un *due diligence* para una empresa concesionaria de un proyecto de infraestructura pública para, finalmente, analizar aquellas cláusulas del contrato de compraventa de acciones que tendrán particularidades respecto de tales contratos empleados para otros sectores.

II. DESARROLLANDO UN PROYECTO DE APP

¿Por qué una APP? Desde el punto de vista del Estado, tomar la decisión de que un proyecto de infraestructura pública se desarrolle bajo un esquema de APP pasa por una serie de consideraciones, siendo las principales las presupuestarias y técnicas. Como indica Cornejo:

> El término APP no tiene una definición única entre los autores, pero es usualmente utilizado para describir un amplio espectro de posibles relaciones entre el sector público y el sector privado para llevar a cabo un proyecto o proveer un servicio. Las APP están basadas en el reconocimiento de que, tanto el sector público como el sector privado, pueden mutuamente beneficiarse uniendo sus recursos financieros, conocimientos y experiencia para mejorar la entrega de los servicios básicos a todos los ciudadanos (2006, p. 214).

Ciertamente, siendo el Estado el responsable de brindar a los ciudadanos infraestructura y servicios públicos de calidad, debe buscar la manera más eficiente de hacerlo, y, por ello, ve al privado como un socio que, por un lado, puede proveerle de la experiencia técnica para hacerlo; y, por otro lado, liberarlo de destinar recursos a la construcción, operación y mantenimiento del proyecto.

Sobre el particular, en los numerales 20.1 a 20.3 del Decreto Legislativo 1362, Decreto Legislativo que Regula la Promoción de la Inversión Privada Mediante Asociaciones Público Privas y Proyectos en Activos, se señala lo siguiente:

> 20.1 Las Asociaciones Público Privadas constituyen una modalidad de participación de la inversión privada, mediante contratos de largo plazo en los que interviene el Estado, a través de alguna entidad pública y uno o más inversionistas privados.
> 20.2 Mediante Asociaciones Público Privadas se desarrollan proyectos de infraestructura pública, servicios públicos, servicios vinculados a infraestructura pública y servicios públicos, investigación aplicada, y/o innovación tecnológica.
> 20.3 En las Asociaciones Público Privadas, se distribuyen riesgos y recursos; en este último caso, preferentemente privados.

Se observa, pues, lo que indicábamos en el párrafo anterior: el Estado traslada al privado (mediante un contrato que este suscribe voluntariamente porque estima obtener una renta del mismo) la obligación de incurrir en la inversión de desarrollar el proyecto, liberándose de la carga financiera (y presupuestal) de forma inmediata (inmediata porque no se verá en la obligación de asumir directamente el costo de la construcción, sino que –usualmente– pagará al privado por la construcción una vez que se haya concluido la obra y pueda

brindarse el servicio u operarse el bien público)[1]; y, además, se asegura contractual y regulatoriamente que el servicio será brindado bajo unos estándares mínimos de calidad (de lo contrario, el privado no recibiría su retribución –como fuere que esta esté determinada–).

Ahora, para lograr lo anterior, a diferencia de otros esquemas de participación del sector privado en la infraestructura y servicios públicos –como puede ser la privatización, en un esquema de APP generalmente plasmada bajo un contrato de concesión– el privado es quien tiene el manejo de los activos de la concesión, pero bajo un control muy estricto por parte del Estado. En palabras de Barrantes:

> Bajo un régimen de concesiones, el concesionario, entonces, no podrá enajenar los activos, poniendo así en riesgo la continuidad en la provisión de servicios públicos. En otras palabras, cuando el interés público está en cuestión, la concesión es el mecanismo de segundo mejor, en el lenguaje económico, para lograr una provisión continua, sostenible y eficiente de infraestructura. Dicho de otro modo, la concesión permite traer gestión privada y recursos frescos para la ampliación, operación o modernización de la infraestructura, al mismo tiempo que el Estado mantiene un control sobre los usos a los cuales se destina (2009, p. 330).

En resumen, un esquema de APP permite al Estado proveer (a través del privado) de infraestructura y servicios públicos sin destinar recursos y usando la capacidad del privado y, a la vez, mantener cierto nivel de control sobre cómo, cuándo (y hasta cuándo) y en qué condiciones el privado realizará estas actividades.

Ahora bien, por un lado, tenemos al Estado que busca que se desarrolle un proyecto y se brinde un servicio público o se permita el uso de un bien público, para lo cual recurre al privado, con quien suscribirá –en términos generales– un contrato de concesión; por otro lado, el privado suscribirá este contrato y destinará recursos para el desarrollo del proyecto porque, bajo la modalidad de retribución acordada, espera recibir una renta del proyecto. Por ello, en el contrato de concesión los riesgos deberán ser adecuadamente asignados entre las partes, de lo contrario, el Estado puede perder control sobre el proyecto (plazos de construcción, calidad de los bienes o servicios, uso de los bienes de la concesión, etc.).

Como punto de partida, debe tenerse en cuenta que el elemento central a considerarse en el desarrollo del proyecto es la adecuada asignación de riesgos. Sobre el particular, Felices indica*:*

> Los PPP se diferencian de otras estructuras de inversión en que la provisión de un bien o la prestación de un servicio público bajo un PPP se realiza mediante la constitución de un vehículo legal especial que es financiado y operado por el sector privado (usualmente con algún componente financiero proporcionado por el sector público), pero en el cual los riesgos derivados de la realización del proyecto han sido contractualmente distribuidos entre ambos sectores en función de quien se encuentre en mejor posibilidad de asumirlos a un menor costo. En este sentido, el propósito del vehículo legal constituido será el proveer un bien o prestar un servicio a su cliente y contraparte (es decir, al sector público) a cambio de una contraprestación determinada. […] En los PPP […], el Estado es el promotor del proyecto y el que establece, como punto de partida, los resultados que deben ser alcanzados […] dejando en manos del inversionista privado los medios a través de los cuales hacerlo. En la medida en que es el propio sector público el que define los resultados que desea obtener, existe un alto grado de control sobre los niveles mínimos de calidad y operación de la obra una vez que esta haya sido culminada (2005, p. 142).

En resumen, tenemos por un lado a un Estado que tiene, como parte de sus roles, el de proveer de bienes y servicios públicos a la población, pero no necesariamente cuenta con los recursos financieros o técnicos para desarrollarlos. Por ello, busca al sector privado, el que, a cambio de una renta, se compromete a hacerlo. Para lograr ese propósito, el Estado traslada al privado una serie de riesgos que surgen del desarrollo del proyecto y conserva otros tantos.

Los riesgos que le son trasladados al privado (*sponsor*) son centralizados en una sociedad cuyo pro-

[1] Como indica Felices:

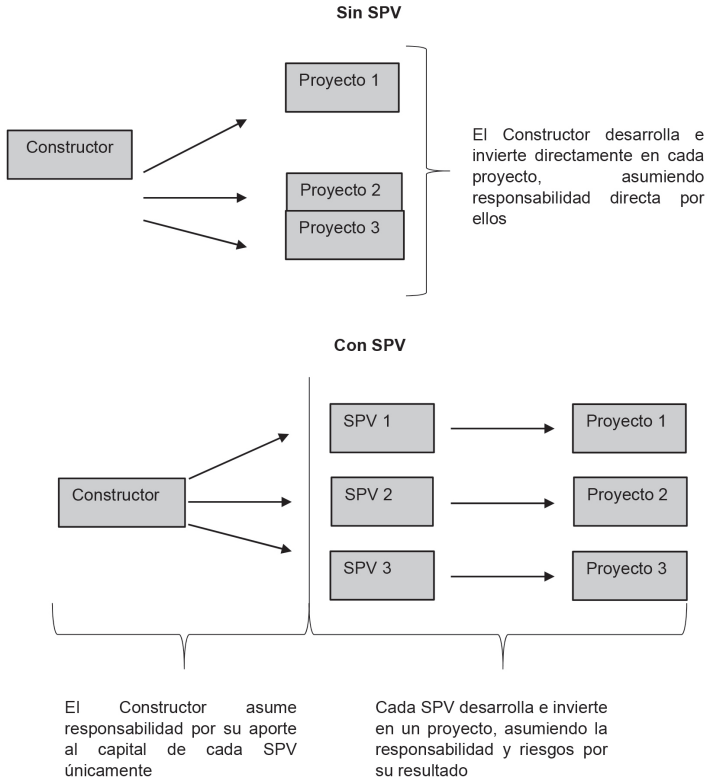
> […] parte del atractivo de los PPP radica precisamente en que permiten al Estado diferir el impacto financiero (conceptuado como el pago de la retribución que efectúa el Estado a favor del concesionario) hasta el momento en que el servicio es prestado efectivamente a los usuarios finales del mismo; otorgando, por ello, mayor flexibilidad presupuestal a los gobiernos centrales, regionales o locales que promueven el proyecto (2005, p. 140).

Cabe aclarar que si bien es generalmente cierto que los pagos se realizan una vez que la construcción ha culminado y el servicio es brindado o el bien proveído, recordemos que, en algunos casos de APP cofinanciadas, los pagos del Estado al concesionario se devengan al cumplimiento de determinados hitos constructivos, y pueden comenzar a pagarse luego de un plazo, sin que necesariamente la obra haya culminado en su totalidad.

pósito exclusivo será, justamente, desarrollar el proyecto. De esta manera, el *sponsor* no solo logra aislarse de los resultados y riesgos del proyecto y, de esa forma, poder desarrollar varios proyectos al mismo tiempo, limitando los efectos que los resultados negativos de cada proyecto puedan tener en los demás, sino que, además, puede asociarse con distintos terceros para llevarlos a cabo. A su vez, centralizar el proyecto en una nueva e independiente entidad le permitirá, de una mejor manera, mitigar parte de los riesgos que ha asumido o, incluso, trasladarlos a un tercero.

Imaginemos para este efecto que una empresa constructora desea participar en el desarrollo de una carretera con peajes. Con este propósito objetivo, crea un vehículo de propósito especial (en adelante, SPV). Si participase directamente, un resultado negativo en el proyecto tendría un efecto en el constructor como tal y, por lo tanto, en el resto de sus proyectos (incluso, un incumplimiento en el repago del financiamiento obtenido para este proyecto podría gatillar un incumplimiento cruzado en otros financiamientos, poniendo al constructor en una difícil situación). Sin embargo, al incorporar al SPV en la estructura, limita su riesgo al aporte de capital que realiza a dicho SPV[2]. Asimismo, al tener un SPV, el constructor podrá convocar a terceros inversionistas que deseen también participar del proyecto, lo cual, sin el SPV, implicaría que el tercero invierta directamente en el constructor y, con ello, en los demás proyectos que este desarrolla (y en los riesgos asociados a tales otros proyectos).

Gráfico 1



Fuente: Elaboración propia

Asimismo, como hemos visto, el desarrollo de proyectos de APP supone una adecuada asignación de riesgos entre los distintos participantes (directo o indirectos), lo que, en consecuencia, conlleva un entramado de contratos entre todos ellos (concesionario, *sponsors*, concedente, financiadores, constructores, operadores, aseguradores, entre otros), a través de los cuales tales riesgos son asumidos por quien pueda mitigarlos de la mejor manera[3].

[2] Recordemos que la responsabilidad de los accionistas se limita a sus aportes.

[3] Como indica Barrantes:

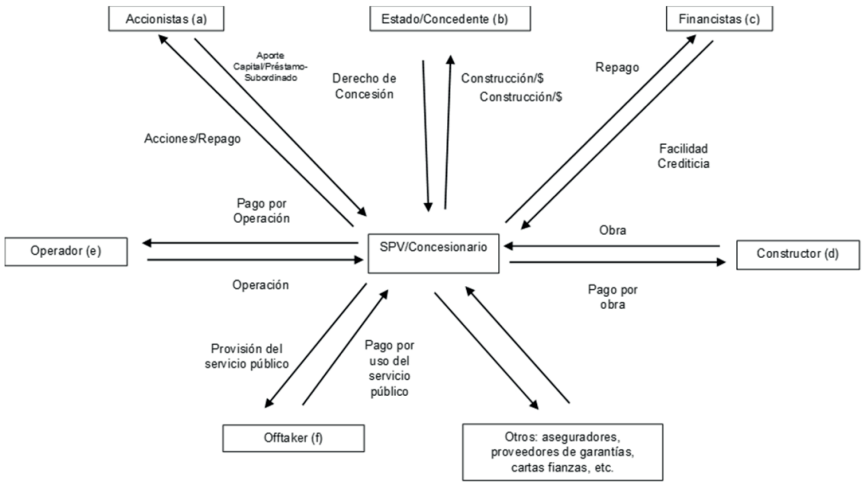
> […] la recomendación eficiente para la asignación de riesgos entre los agentes depende del grado en que el agente puede influir en el resultado del riesgo, es decir, puede controlarlo; así como el grado en que el agente puede sobrellevarlo, es decir, cuál agente lo soporta al menor costo posible (2009, p. 330).

Tengamos en cuenta que cuando un desarrollador participa de un proyecto de infraestructura, al suscribir el correspondiente contrato de concesión, asume el compromiso de culminar ciertas obras y luego operar la concesión. Durante la etapa de construcción el proyecto no está generando ingresos, por lo que es imperativo que se culmine y entre a etapa de operación. Recordemos que el *sponsor* del proyecto se aisló del riesgo de este mediante la creación de un SPV que tiene como único activo (al menos al momento inicial) al derecho de concesión, ya que no tiene otros activos, no tiene fuentes de ingresos propias de su objeto social. En ese sentido, es necesario asegurarse que el proyecto será culminado.

¿Quiénes asumen un mayor riesgo en este periodo? Estos son, pues, financiadores (en general bancos o partícipes en el mercado de valores) y el propio concedente. Ambos quieren que la obra llegue a término y opere: los primeros por cuanto esa operación del proyecto será su única fuente de repago (recordemos lo indicado en el párrafo anterior), y el segundo por cuanto requiere que la obra se culmine a fin de brindar el servicio público para el cual se adjudicó la concesión. Para ello, deben asegurarse que intervengan las entidades adecuadas en todos los niveles: desde quienes son el concesionario y sus *sponsors* a quienes serán los proveedores de servicios del concesionario, pues un incumplimiento de estos puede derivar en un incumplimiento del cronograma de obras, y este último no solo no permitirá que se llegue a etapa de operación a tiempo, sino que, además, no permitirá que se inicie el repago de la deuda en el plazo esperado. Todo hay que cuidarlo.

Así pues, podemos graficar el desarrollo y financiamiento de un proyecto de infraestructura de la siguiente manera:

Gráfico 2



Fuente: Elaboración propia

Donde:

a) El SPV/Concesionario suscribe un contrato de concesión con el Estado/concedente, por medio del cual el SPV se compromete a ejecutar determinadas obras para poner operativo un determinado proyecto (una carretera, una planta de tratamiento de agua, un hospital, etc.) y a operarlo cumpliendo determinados niveles de servicios. Durante el periodo de vigencia de la concesión, los bienes de la concesión son del concesionario para luego (al término) ser revertidos o transferidos al concedente. Asimismo, durante la operación, los ingresos por la operación de la concesión y prestación del servicio público corresponden al concesionario (sin perjuicio de pagos al concedente, de ser el caso).

b) A fin de proveer de fondos al SPV, los accionistas (*sponsors*) realizan aportes de capital o préstamos subordinados (a las facilidades crediticias mencionadas en c) y asumen ciertos otros compromisos de realizar aportes de capital adicionales en caso sea necesario para concluir la construcción del proyecto encomendado.

c) Una o más entidades financieras proveerán de financiamiento a través de una o varias facilidades crediticias (dependiendo del tamaño de la inversión, complejidad del proyecto, etc.). A fin de garantizar estas facilidades, el SPV otorgará garantía sobre el derecho de concesión (a través de una hipoteca), los cobros que reciba del (de los) *offtaker*(*s*) (comúnmente mediante un fideicomiso de flujos que servirá como garantía y medio de

pago) y a los que tenga derecho a recibir de sus proveedores (por ejemplo, indemnizaciones que le corresponda recibir de parte del constructor), y, en general, sobre sus bienes (distintos a los bienes de la concesión), incluyendo la cesión de posición contractual de sus contratos con terceros (condicionada a un incumplimiento del financiamiento).

d) A fin de construir el proyecto, el concesionario suscribirá un contrato de construcción (Engineering, Procurement and Construction [en cursiva] [EPC], generalmente a suma alzada), por el cual tendrá que pagar al constructor bajo los términos de dicho contrato (generalmente en función a la consecución de ciertos hitos constructivos), en la medida que el proyecto se construya bajo los términos exigidos en el contrato de concesión (y el de obra).

e) A fin de operar el proyecto, el concesionario suscribirá un contrato de operación y mantenimiento por el cual el operador se compromete a operar la infraestructura y mantenerla de acuerdo a los requerimientos de niveles de servicio establecidos en el contrato de concesión.

f) Los ingresos del proyecto, una vez concluida la construcción (o de los hitos constructivos o funcionales, de ser aplicables), vienen dados por los usuarios del servicio (por ejemplo, quienes pagan el peaje de la carretera construida, hacen uso de los servicios del hospital concesionado, etc.) y/o del concedente, en el caso de proyectos cofinanciados[4]. Estos ingresos servirán para atender el pago de la deuda y otros servicios recibidos.

Habiendo explicado a grandes rasgos algunas características de las APP, así como los principales componentes del desarrollo de este tipo de proyectos, corresponde ver cómo es que estas características impactan en el proceso de adquisición de una empresa titular de un proyecto de infraestructura.

Para ello analizaremos: (i) aquellos aspectos más relevantes que deben tenerse en cuenta durante el proceso de *due diligence* legal que se realice al SPV y al proyecto, que, en mi opinión, marca la pauta de buena parte del contenido que tendrá el acuerdo de adquisición; (ii) los principales términos y condiciones que aplican de forma particular para la adquisición de empresas titulares de una concesión de APP, en especial, las condiciones precedentes que deben tenerse en cuenta y que, como indiqué, vienen dadas en buena parte por los resultados del proceso de *due diligence*; y (iii) las obligaciones (o *covenants*) a cargo del vendedor.

III. *DUE DILIGENCE*

Como señala Payet:

> A diferencia de la mayoría de las operaciones de compraventa que se realiza en el mercado [...] las ventas de empresas no son normalmente operaciones simples y requieren un procedimiento y de unos acuerdos contractualmente crecientemente sofisticados y complejos. Ello deriva, claramente, de la naturaleza del objeto mismo de la entidad que es objeto de la transacción. Si bien desde el punto de vista jurídico, la adquisición de una empresa se instrumenta o realiza en la mayoría de los casos a través de la adquisición de acciones, operación que, en abstracto, no tiene nada de complicado; en la realidad de las cosas la complejidad de la entidad "subyacente" a las acciones, la empresa, que es lo que en verdad quiere adquirir el comprador, hace que estas operaciones disten mucho del simple endoso de unos títulos valores o de la mera orden a una sociedad agente de bolsa para ejecutar una compraventa bursátil de acciones. En este tipo de operaciones, la compra de las acciones es solo un el medio para adquirir la titularidad última de la empresa. Como se sabe, la atribución a la sociedad anónima de personalidad jurídica (y consecuentemente, la capacidad de ser titular de derechos y obligaciones) hace que esta se convierta en titular de una serie de relaciones jurídicas de propiedad, crediticias, de derecho público y de derecho privado, de una gran complejidad (2009, p. 71).

Todas esas relaciones tienen que ser conocidas por el comprador para determinar si es que esa entidad que pretende adquirir (o en la que pretende participar) puede continuar sus actividades y generar el valor esperado. Para ello es el *due diligence*.

El *due diligence* legal consiste en la revisión de la información de la empresa objetivo y sus activos (y en algunos casos, incluso, sus accionistas) a fin de determinar la existencia de riesgos en la transacción o alguna contingencia que pudiera impactar en el negocio adquirido. Como indican Reed y Elson:

[4] Cabe precisar que, en ciertos proyectos, los ingresos provenientes directamente de la prestación del servicio no son suficientes para permitir al concesionario recuperar su inversión, por lo que el Estado entra a suplir ese déficit. Estos son los proyectos cofinanciados.

> En fusiones y adquisiciones (F&A), el *due diligence* se refiere primariamente a la revisión que realiza el adquirente de un candidato a ser adquirido a fin de asegurarse que la adquisición no conllevará riesgos innecesarios para los accionistas del adquirente. La función básica de un *due diligence* en F&A, por lo tanto, es evaluar los beneficios y responsabilidades de una posible adquisición mediante la revisión de todos los aspectos relevante pasados, presentes y futuro predecible del negocio a ser adquirido. Aquellos que realizan esa evaluación deben enfocarse en riesgos (2011, pp. 6-7) [traducción libre][5].

Siguiendo la idea de Payet antes citada, a diferencia de bienes tangibles, los cuales se caracterizan porque uno los puede ver, tocar, probar, etc., en el caso de una empresa, el valor de la misma viene representada por sus activos (incluyendo derechos contractuales) y los flujos que estos generan o son capaces de generar. A fin de determinar que tales activos son capaces de mantenerse en el tiempo y producir los flujos del negocio sin que estos se vean afectados en el futuro, es necesario que la empresa objetivo entregue al potencial comprador información de sí misma y de tales activos. Tengamos en cuenta que el comprador inicia las tratativas de adquisición en función a estimados de valor, pero dicho estimado puede verse impactado por factores como contingencias laborales o tributarias, contratos que requieren autorización para efectuar el cambio de control, (in)cumplimiento de obligaciones medioambientales, y un largo etcétera. La forma en la que el adquirente puede conocer esos factores y llegar a un precio que se ajuste más a la realidad es acceder a (y analizar la) información proporcionada por la empresa, pues de otra forma, usualmente, no es pública.

Así pues, el *due diligence* podrá ayudar a determinar si efectivamente quien vende las acciones es titular de las mismas, no tiene ninguna limitación para efectuar la transferencia (pueden existir contratos que gatillen incumplimientos en caso de cambio de control o, como veremos, algunas limitaciones contractuales que parten del contrato de concesión), si sobre las acciones no pesa algún gravamen, si es que los principales contratos de la empresa objetivo están vigentes y vienen siendo cumplidos (imaginemos que adquirimos una compañía industrial que opera sobre un inmueble arrendado. En ese caso es vital conocer que el contrato de arrendamiento sigue vigente y hasta cuándo, y si el arrendador ha declarado la existencia de algún incumplimiento), etc.

Con ello, es claro que el *due diligence* es una parte de suma importancia del proceso de adquisición de una empresa, sin importar el sector en el que desarrolle sus actividades. Citando a Reed y Elson*:*

> La fase de *due diligence* de una adquisición –el estudio de los riesgos que la transacción enfrenta– puede hacer la diferencia entre el éxito y el fracaso. Muchas transacciones que se ven bien en el reverso de un sobre se ven mal en una hoja de cálculo. Los adquirentes deben enfrentar todos los hechos –incluso los escenarios más pesimistas–. Por ello el *due diligence* debe ser considerado en conjunto con otras actividades y objetivos del proceso de adquisición, incluyendo planeamiento estratégico, valorización, financiamiento, estructuración, y –más importante– el gráfico de la empresa combinada, con todos sus nuevos riesgos y oportunidades (2011, p. 3) [traducción libre][6].

Obviamente, dependiendo del sector en el que la empresa objetivo se desenvuelve, los aspectos a cuidar del *due diligence* serán unos u otros, o deberá dársele un especial énfasis a unos sobre otros. Imaginemos que nos encontramos por hacer un *due diligence* para la adquisición de una empresa que brinda servicios de *outplacement*. En ese caso, por ejemplo, las consideraciones ambientales no serán relevantes (o lo serán muy poco), a diferencia de si nos encontramos frente a una empresa de exploración y explotación minera. Del mismo modo, en el caso de empresas que desarrollan y operan proyectos de infraestructura, casi todos los aspectos de un *due diligence* deben

[5] Texto original:

> In mergers and acquisitions (M&A), due diligence refers primarily to an acquirer's review of an acquisition candidate to make sure that its purchase would pose no unnecessary risks to the acquirer's shareholders. […] The basic function of M&A due diligence, the, is to assess the benefits and liabilities of a proposed acquisition by inquiring into all relevant aspects of the past, present and predictable future of the business to be purchased. Those who are making this assessment should focus on risk (Reed & Elson, 2011).

[6] Texto original:

> The due diligence phase of an acquisition –the study of the risks that the deal poses– can make the difference between success and failure. Many a deal that looks good on the back of an envelope looks bad in a spreadsheet. Acquirers must face all the facts –even worst-case scenarios. This is why due diligence must be considered in conjunction with other acquisition activities and goals, including strategic planning, valuation, financing, structuring, and –most important– charting the future of the combined company, with all its new risks and opportunities (Reed & Elson 2011, p. 3).

ser considerados con mucho cuidado (recordemos que es el derecho de concesión su fuente de ingresos y básicamente su único activo); sin embargo, en casi todos ellos (aspectos corporativos/societarios, tributarios, contractuales, financieros, laborales, medioambientales, *compliance*, inmobiliarios, entre otros) existen elementos muy particulares que deben ser tomados en cuenta con una visión diferente a cuando hacemos un *due diligence* a empresas de otros sectores. Recordemos que el desarrollo de un proyecto de APP es un entramado complejo de contratos y asignaciones de riesgo entre los distintos intervinientes; por lo tanto, revisar que estos estén vigentes, que se estén cumpliendo y que realmente asignen los riesgos, resulta vital.

Asimismo, un aspecto relevante antes de iniciar un *due diligence*, es conocer bien qué se está comprando y cuál es la intención del adquirente. Como señala Carney:

> Es importante que los individuos que realizan la investigación tengan una clara idea de qué están buscando determinar con la investigación. Podría ser una simple pregunta de si hay o no una cantidad sustancial de contingencias no reveladas. Por otro lado, puede ser mucho más complicado e involucrar las capacidades de producción y marketing futuras; si ciertas plantas podrán ser cerradas o expandidas; si un sistema diferente de mercadeo deberá emplearse, y si el negocio del vendedor podrá integrarse a las operaciones del comprador (2011, p. 159) [traducción libre][7].

Pensando en, por ejemplo, la adquisición de un concesionario de carreteras, distinto será si se pretende adquirir una carretera ya concluida a una que todavía tiene tramos por construir. De hecho, quienes pretendan adquirir una u otra serán compañías de perfiles muy diferentes.

En el primer caso, seguro veremos empresas que realizan operación y mantenimiento o fondos de inversión que esperan obtener una renta de la operación de la carretera; mientras que, en el segundo, seguro participarán empresas que tienen un brazo de construcción. Lo mismo ocurre cuando hacemos el análisis de la información que proporciona la empresa objetivo: si tenemos un proyecto ya concluido, el análisis de los contratos de construcción no será tan relevante, como sí ocurrirá si es que la construcción del proyecto no ha concluido.

Dicho esto, a continuación, analizaremos qué particularidades debemos tener en cuenta cuando realizamos el *due diligence* de una empresa concesionaria de un proyecto de infraestructura pública.

A. Aspectos corporativos y societarios

Sin perjuicio de la revisión que obviamente debe realizarse respecto de la información de titularidad de las acciones (o en general títulos de participación) a vender, a efectos de determinar que quien vende es el titular de tales valores bajo la normativa peruana y el cumplimiento de otras normas relevantes (celebración de juntas, nombramiento de directorios, etc.), para fines de un *due diligence* de una empresa titular de un proyecto de infraestructura pública, los aspectos corporativos deben ser revisados de la mano con el correspondiente contrato de concesión y los contratos de financiamiento aplicables.

Por un lado, es usual que los contratos de concesión dispongan que el concesionario (empresa objetivo materia del proceso de adquisición) debe contar con un monto específico de capital social suscrito y pagado. Esta suma viene determinada en función al monto de la inversión que el proyecto demanda. Asimismo, usualmente los contratos de concesión disponen ciertas obligaciones de capitalización de las empresas concesionarias (por ejemplo, que la empresa esté constituida y con el capital social suscrito totalmente y pagado en, cuando menos, un 25% a la fecha de firma del contrato de concesión; que el capital social se encuentre 100% pagado a la fecha de cierre financiero, etc.). En ese sentido, es necesario determinar en el *due diligence* si dichas obligaciones se vienen cumpliendo a fin de conocer qué aportes (y por cuánto) deben realizarse al capital social del concesionario, o si el concesionario se encuentra en situación de incumplimiento y si, en consecuencia, es posible que se declare la caducidad del contrato de concesión.

Junto con esa obligación de realizar aportes, los contratos de concesión establecen restricciones bastante rígidas para la transferencia de acciones del concesionario, especialmente del denominado 'socio estratégico' (o la llamada 'participación mínima').

[7] Texto original:

> It is important that the individuals conducting the investigation have a clear idea of what they are attempting to determine in this investigation. It may be a simple question of whether or not a substantial number of undisclosed liabilities exist. On the other hand, it may be much more complicated and involve the future marketing and production capabilities; whether certain plants can be closed or expanded, whether a different system of marketing can be used, and whether the seller's business can be integrated with the purchaser's operations (Carney, 2011, p. 159).

Como vimos, parte de la intención del Estado de concesionar un proyecto a través de una APP es aprovechar los conocimientos técnicos y experiencia del privado en el desarrollo de estos proyectos; por ello, como parte de ese control que el esquema de APP le permite conservar, se exige que el adjudicatario de una concesión de infraestructura pública y sus accionistas acrediten una serie de cualidades técnicas, las cuales suponen acreditar haber desarrollado proyectos similares al que será adjudicado en el pasado. Estas cualidades no deben existir, obviamente, solo en el momento de adjudicación de la concesión, sino que el concedente desea que aquel que acreditó experiencia permanezca en el proyecto por un determinado periodo de tiempo. Los contratos de concesión generalmente establecen, pues, limitaciones a la transferencia de esta participación mínima del socio estratégico por un determinado periodo de tiempo luego del cual, lejos de ser de libre transferencia, el adquirente deberá acreditar que cuenta con las capacidades técnicas que tuvieron que ser acreditadas por el adjudicatario de la concesión establecidas en las bases correspondientes.

Es necesario, en ese sentido, realizar una revisión exhaustiva del contrato de concesión a fin de determinar si se están adquiriendo las acciones de dicho socio estratégico, si existen tales limitaciones a la transferencia de acciones y en qué etapa del desarrollo del contrato nos encontramos, a fin de determinar si tales limitaciones continúan siendo aplicables o no, y si el adquirente cumple con los requisitos técnicos aplicables. Es, pues, un elemento esencial en el proceso de *due diligence*.

De otro lado, los contratos del financiamiento del proyecto no solo contienen obligaciones corporativas a cargo del concesionario, sino también (en especial hasta la fecha de inicio de operaciones luego de concluida la construcción) de los accionistas de este. Así, por ejemplo, es usual que durante la etapa de construcción los accionistas, no se obliguen solo a realizar los aportes al capital social del concesionario que se requieren bajo el contrato de concesión, sino a realizar aportes adicionales en caso se presenten sobrecostos en la construcción. A criterio de los financistas, los aportes de los accionistas exigidos en el contrato de concesión pueden resultar insuficientes para el nivel de inversión requerida y deuda asumida, por lo tanto, exigen establecer una obligación mayor en los contratos de soporte de accionistas que forman parte de la estructura del financiamiento.

Asimismo, como parte de las garantías otorgadas bajo los documentos del financiamiento del proyecto, las acciones del concesionario (con las limitaciones que puedan establecerse en el contrato de concesión) pueden haber sido gravadas en favor de los financistas, por lo que será necesario conocer los términos y condiciones de dicho gravamen.

Otro aspecto relevante a analizar en el proceso de *due diligence* es la existencia (o no) de acuerdos entre los accionistas del concesionario. Como vimos en la introducción de este trabajo, las estructuras de desarrollo del proyecto permiten al desarrollador asociarse con terceros a fin de llevar a cabo el proyecto y que el riesgo del mismo recaiga en más de una entidad. Así, se asocian constructores, operadores o entidades de capital privado (*private equity*), quienes participan en el capital social del concesionario asumiendo riesgos como accionistas del mismo. Esta asociación se encuentra regulada no solo por los términos del estatuto social del concesionario, sino que, muy comúnmente, en un acuerdo de accionistas.

Resulta imprescindible para el adquirente del concesionario (en caso no adquiera el 100% de las acciones) conocer los términos del acuerdo de accionistas vigente y si este lo vinculará una vez que adquiera las acciones que se propone adquirir. Ciertamente, los acuerdos de accionistas contienen disposiciones respecto a los *quorums* y mayorías aplicables para la adopción de acuerdos (distintos a los establecidos en la ley o el estatuto), condiciones para el nombramiento de directores, condiciones y limitaciones para la transferencia de acciones (pueden existir pactos de preferencia, derechos de acompañamiento –*tag along*– o de arrastre –*drag along*–). Es pues, de suma importancia, conocer los alcances de estos acuerdos a fin de establecer requisitos previos para la adquisición (que veremos más adelante) y cómo deberá regirse la vida social del concesionario luego de esta.

Finalmente, a los financistas también les interesa quién está detrás del concesionario. No es lo mismo que el accionista sea una persona sin experiencia a que sea una que haya desarrollado con éxito proyectos similares y tenga solvencia económica. Por lo tanto, es necesario conocer la extensión de dichas limitaciones a fin de dar cumplimiento a las obligaciones del concesionario. Lo mismo aplica para los otros contratos que ha suscrito el concesionario, pues las cláusulas que limitan el cambio de control son muy usuales en este tipo de estructuras.

B. Aspectos contractuales: contrato de concesión

El derecho de concesión es el principal activo del concesionario que piensa adquirir respecto del cual se realiza el *due diligence*, siendo la princi-

pal fuente de sus ingresos (dada la contraprestación por los servicios públicos que se brindan). Por lo tanto, se trata de un contrato que debe ser revisado detenidamente y ello realizado por todo el equipo que participa en el *due diligence*, incluyendo asesores técnicos.

La revisión del contrato de concesión nos permitirá determinar:

– Las obligaciones que ha asumido el concesionario (cuáles ya han sido ejecutadas y cuáles se encuentran pendientes, así como el plazo con el que se cuenta para su ejecución, y si podrán ejecutarse en dicho plazo). Recordemos que:

> […] por medio de la celebración de un contrato de concesión, el Estado cede a una persona natural o jurídica, denominada concesionario, la gestión de un servicio público, asumiendo este último el riesgo económico de la actividad concedida. El concesionario no actúa por derecho propio, sino que actúa en virtud de un derecho que la Administración le ha conferido para ejecutar y/o gestionar la actividad de la que es titular, autorizando al inversionista privado a utilizar bienes de dominio público para la prestación de servicios bajo su supervisión y/o fiscalización. El concesionario asume la responsabilidad y los riesgos inherentes al desarrollo y explotación del proyecto y se obliga a prestar el servicio de acuerdo a los términos pactados en el contrato de concesión, a cambio de lo cual tendrá derecho a acceder a un sistema de recuperación de la inversión (por ejemplo, mediante fondos provenientes de la tarifa, precio o peaje pagados por el usuario del servicio) (Tassara *et al.*, 2009, p. 149).

  Conocer por lo tanto la extensión de las obligaciones asumidas es vital, pues de ellas se derivan.

– Siguiendo con lo anterior, como se indicó, a cambio de desarrollar el proyecto, el concesionario tendrá derecho a un mecanismo para recuperar su inversión y obtener una rentabilidad. Conocer cuál es el régimen de ingresos de la concesión (por ejemplo, cobro de peajes, tarifas, o cofinanciamiento del propio concedente) es pues de suma importancia. En algunos casos el derecho a percibirlos o incrementarlos puede resultar bastante claro. En otros, estos ingresos pueden estar siendo cuestionados o pueden estar en riesgo de serlo. Puede, por ejemplo, cuestionarse la capacidad contractual del concesionario de establecer nuevos puestos de peaje o incrementar los ya existentes (casos como estos hemos visto varios en los últimos años).

Debe recordarse que, como parte del esquema de APP, el privado realiza una inversión y, obviamente, espera un retorno a cambio. Por lo tanto, verificar la solidez del esquema de compensación del concesionario es vital para el éxito de la adquisición. En este punto es de suma importancia analizar cómo las autoridades vienen comportándose. Como señala Barrantes*:*

> Uno de estos riesgos tiene que ver con el nivel de compromiso del gobierno para hacer cumplir los acuerdos establecidos. De particular relevancia para el inversionista será la libertad que tendrá para fijar las tarifas, ya que determina su flujo de ingresos y, fundamentalmente, su rentabilidad. Cuanta menos libertad, más riesgo, menores incentivos para la inversión y mayores exigencias sobre el nivel de las tasas de rentabilidad para hacer los proyectos viables.
>
> Sevedoff y Spiller (2000) sostienen que además de intentar bajar las tarifas, el gobierno podría utilizar como mecanismo expropiatorio, el desautorizar ciertos costos, poner límites a la compañía operadora para fijar tarifas, exigir inversiones adicionales, intervenir en las políticas de contratación laboral y adquisiciones, entre otros. Estos actos, de ocurrir luego de acordados los términos de la regulación, funcionarían como una expropiación de los activos de la empresa, siempre que las condiciones para su realización no hayan estado incluidas en el respectivo contrato (2009, p. 331).

Es claro que, si las bases del concurso y el contrato de concesión disponen, por ejemplo, que existirán X casetas de peaje, o que el peaje se reajustará periódicamente siguiendo ciertas reglas, los concursantes realizarán sus ofertas en el entendido que esas reglas contractuales serán respetadas. Cuando no se cumple ello, el afectado es el inversionista, pues se impacta directamente en sus flujos de ingresos. Por lo tanto, deberá verificarse si existe claridad en las reglas de determinación de los ingresos de la concesión, qué mecanismos tiene el concesionario para defenderse en caso tales reglas no sean cumplidas, cuál es el marco jurídico sobre el que

debe desarrollarse la toma de decisiones del Estado[8] y cuál es la forma de compensar al inversionista en caso estos cambios unilaterales se produzcan[9].

Por otro lado, en el caso de las APP cofinanciadas (como se indicó, aquellas en las que los ingresos esperados de la concesión no serán suficientes para permitir al privado recuperar la inversión, obtener una renta y retribuirle por el servicio brindado) es vital analizar la manera en la que el Estado está asumiendo la obligación de cubrir el déficit de los ingresos de la concesión.

Uno de los elementos comunes en las estructuras que se han venido empleando para el financiamiento de proyectos cofinanciados es que los derechos de cobro del cofinanciamiento surgen con la terminación y aceptación de hitos constructivos[10] y no con la culminación de la obra e inicio de la prestación del servicio; es decir, culminada una etapa de la obra. Esto permite al concesionario (i) generar derechos de cobro cuando todavía está en periodo de construcción; y (ii) en la medida que el concedente debe pagar estos derechos aun cuando no se termine la obra (que, como veremos, no significa que el riesgo del financiamiento sea trasladado al concedente), estructurar financiamientos con cargo a los derechos de cobro que se van generando, ya sea a través de un financiamiento bancario o a través de procesos de titulización de activos.

A fin de que la estructura antes mencionada sea ejecutable y 'bancable' respecto de los pagos del cofinanciamiento, los financistas buscan que los contratos de concesión contemplen que tales pagos tengan las siguientes características principales:

(i) Incondicionales: Una vez emitido el certificado o acreditada la conclusión de algún hito constructivo por el mecanismo establecido en el correspondiente contrato de concesión, el pago del cofinanciamiento no está sujeto a compensaciones, deducciones por penalidades o a la conclusión de otros hitos constructivos o del proyecto en general. Es decir, una vez originada la obligación de pago, esta es por un monto fijo (independientemente que parte de la fuente de pago puedan ser los ingresos del proyecto y el concedente únicamente debe aportar la diferencia en caso estos resulten insuficientes) y el concedente no tiene la posibilidad de oponerse al pago o condicionarlo a otras obligaciones del concesionario. De esta manera, se le asegura al financista un flujo fijo de dinero que deberá ser pagado por el concedente (con fondos propios o los ingresos del proyecto, o ambos).

(ii) Irrevocable: La obligación de pago que se origina por la certificación de hitos constructivos no puede ser revocada ni por el concedente ni por el concesionario. Esto significa que, aun cuando el contrato de concesión sea terminado por cualquier causa, los pagos (evidenciados en los correspondientes certificados o aprobados por el concedente) siguen siendo obligatorios en los mismos términos y plazos en los que se aprobaron originalmente. De esta manera, se le asegura al financista que recibirá los pagos independientemente de la vigencia del contrato de concesión.

(iii) Libremente transferibles: Aun cuando pueda establecerse que la relación siempre debe mantenerse entre concedente y concesionario, y que los pagos que deba realizar el concedente los haga al fideicomiso que se cree en el marco del contrato de concesión (y no al nuevo titular del derecho de cobro), es necesario que los derechos de cobro sean libremente transferibles sin requerir la aprobación del concedente. De esta forma, se le asegura al financista que el concedente no

[8] Como señala Huapaya:

> […] la Administración pública (como contratante) solo actúa en la medida que el ordenamiento jurídico le [ha] atribuido previamente de potestades. Caso contrario, somos de la opinión que se estaría afectando y vulnerando la seguridad jurídica y los derechos fundamentales en materia económica como por ejemplo la libertad contractual o iniciativa privada, así como la propiedad [...] [el agregado es nuestro] (2013, p. 298).

[9] Sobre este tema, Huapaya afirma que:

> […] en todos los casos en los que se ejerza el *ius variandi*, la Administración concedente deberá compensar o reestablecer el equilibrio financiero del contrato en función a lo establecido en la legislación correspondiente y de lo pactado en cada contrato (2013, p. 301).

[10] Una alternativa que se ha pretendido establecer en algunos contratos de concesión de proyectos cofinanciados es la sustitución de hitos constructivos por hitos funcionales. Esto se ha planteado en casos donde el componente de construcción no es tan relevante y existe la capacidad de distinguir claramente etapas que pueden funcionar de manera independiente entre sí.

podrá cuestionar la transferencia del derecho de cobro ni la identidad del nuevo titular del mismo.

(iv) Fecha fija: Este requisito se refiere a que debe tenerse certeza respecto de la fecha en la que el cofinanciamiento comenzará a ser pagado (independientemente de la fecha de emisión del certificado correspondiente). Por ejemplo, que se inicie a pagar el cofinanciamiento devengado por hitos constructivos terminados y aprobados luego de concluido el plazo de construcción contemplado inicialmente en el contrato, aun cuando no se hubiere culminado la obra. De este modo se le asegura al financista que tendrá una fecha a partir de la cual podrá empezar a recibir el repago de la deuda otorgada de manera independiente de cualquier acto o aprobación adicional del concedente o el concesionario.

Las características indicadas bajo ningún supuesto pueden interpretarse como que la obligación de obtener el financiamiento ha sido trasladada al concedente. Debe recordarse que (i) obtener el cierre financiero es una obligación del concesionario y eso ocurre muchas veces (generalmente) sin que se hubieran emitido aún pagos por cofinanciamiento, y, por lo tanto, el incumplimiento en obtener el cierre financiero conlleva a la terminación del contrato de concesión, con las penalidades que se puedan imponer por tal motivo y una reducción en el pago por terminación; y (ii) el costo financiero es incorporado dentro del costo de inversión para el cálculo del monto del cofinanciamiento, por lo que no solo el concedente aprueba las condiciones financieras del financiamiento a fin de determinar que no se le están trasladando costos financieros excesivos, sino que, además, mejores condiciones financieras redundan en un menor pago de cofinanciamiento.

Verificado que estos elementos están presentes, es importante también determinar si es que existe en el contrato de concesión la obligación de presupuestar estos pagos, lo cual no siempre es aceptado por los concedentes. Ello por cuanto el monto a pagar por cofinanciamiento usualmente no es un monto fijo, pues dependerá de los ingresos generados por el proyecto (el Estado viéndose obligado a cubrir el déficit entre el monto del cofinanciamiento y los ingresos del proyecto); así, si presupuesta la totalidad del cofinanciamiento, puede ocurrir que a fin del ejercicio no haya usado todo su presupuesto.

– Si han existido incumplimientos en la ejecución del contrato por parte del concesionario y si como consecuencia de ellos el concedente tiene derecho a la terminación del contrato de concesión o a la imposición de penalidades y, en este último caso, hasta qué nivel han llegado las penalidades, usualmente los contratos de concesión tienen disposiciones por las que, al alcanzar determinado monto de penalidades impuestas (por ejemplo, 10% del monto de la inversión en el proyecto), el concedente tiene derecho a terminar el contrato de concesión.

  Asimismo, es importante determinar si es que existen incumplimiento de parte del concedente y cuáles son las consecuencias de los mismos, pues, por ejemplo, tales incumplimientos podrían dar derecho al concesionario a solicitar una ampliación del plazo de la concesión.

  Como veremos más adelante, en este punto es muy usual encontrar incumplimientos de parte del concedente en la entrega de terrenos en los que se desarrollará el proyecto. Esos incumplimientos obviamente generan retrasos en la obra, lo que a su vez genera al concesionario gastos adicionales (financieros o pagos adicionales a los contratistas) que de alguna manera deben ser compensados, por lo que es necesario verificar cuáles son los mecanismos para ello contemplados en el contrato de concesión.

– Cómo se han asignado los riesgos en el contrato y los seguros que se ha obligado a contratar el concesionario. El adquirente debe tener pleno conocimiento de qué riesgos está asumiendo bajo el contrato de concesión, cómo puede cuantificarlos y mitigarlos, y cuál es el límite de su responsabilidad.

– Particularmente, si nos encontramos aún en periodo de construcción, es importante determinar los plazos de ejecución, si es que han existido retrasos y si es que es viable concluir las obras dentro de los plazos exigidos. Puede suceder que se hayan producido retrasos por diversos motivos, por lo que puede resultar imperativo para continuar con el proyecto que se realicen modificaciones en el cronograma de las obras antes de adquirir el activo.

– Qué niveles de servicios se exigen bajo el contrato de concesión y si estos se ajustan a las inversiones que deben realizar o las que ha realizado el concesionario. Como hemos indicado, el Estado quiere asegurarse que las obras efectuadas o los servicios brinda-

dos se ejecuten o provean bajo determinados estándares.

– Cuál es el procedimiento para la transferencia de acciones del concesionario, especialmente considerando lo analizado en el numeral A.

– Cuál es el mecanismo de solución de controversias, técnicas o de carácter legal. Como vimos anteriormente, el concesionario debe cuidar que las reglas para que la determinación de su compensación sean claras y, en caso el concedente pretenda cambiar o incumplirlas, tenga mecanismos que le permitan obtener una compensación adecuada por dicho cambio.

A fin de dar mayor seguridad a los inversionistas, la mayor parte de los contratos de concesión de infraestructura contemplan que las controversias por encima de cierto monto sean dirimidas en un arbitraje internacional bajo las reglas del Centro Internacional de Arreglo de Diferencias Relativas a Inversiones (en adelante, CIADI), asegurando de esa manera la independencia de los árbitros, en el entendido que, un arbitraje nacional puede tender a beneficiar al Estado.

C. Aspectos contractuales: otros contratos (no financieros)

Como hemos comentado anteriormente, la estructuración del desarrollo de proyectos de infraestructura implica un entramado de contratos muy complejo, todos ellos necesarios para su correcto funcionamiento.

Pensando solo en aquellos referidos en el Gráfico 2 (y con exclusión de los contratos de financiamiento que serán vistos en el numeral siguiente), es necesario primero determinar qué es lo que el adquirente está buscando con la adquisición y en qué etapa se encuentra el proyecto.

Para desarrollar las dos principales actividades que se presentan durante la vida de un proyecto de infraestructura, construcción y operación y mantenimiento, el SPV (concesionario) contrata a terceros para la realización de estas actividades; estos terceros son, en muchos casos, entidades afiliadas a los propios accionistas. Así, un constructor se encontrará interesado en adquirir un proyecto en tanto el mismo no haya sido concluido aún o exista una importante posibilidad de realizar obras adicionales en el proyecto, de manera que pueda ejecutarlas directamente. Lo mismo ocurrirá con una empresa con experiencia en la operación: se encontrará interesada en operar el proyecto.

En estos casos, pues, es importante realizar un análisis exhaustivo de los contratos de construcción y operación y mantenimiento (en adelante, O&M) a fin de determinar:

– Si existen cláusulas que limiten el cambio de control en el concesionario, de manera que pueda establecerse el procedimiento para obtener, de ser el caso, la autorización del contratista.

– Procedimiento (y costo) para la terminación del contrato o si puede cederse la posición contractual del mismo a un tercero y qué consecuencias tendría la cesión respecto de la responsabilidad por las obras. De hecho, en algunos contratos de concesión los requisitos técnicos también aplican a terceros contratistas, por lo que, en caso se pretenda realizar un cambio de este, deberá verificarse si existen estas limitaciones y si el nuevo contratista cumple los requerimientos técnicos.

– Existencia de algún evento de incumplimiento o potencial evento de incumplimiento en los contratos para determinar sus efectos en dicho contrato y del contrato de concesión.

Los contratos de construcción y operación y mantenimiento en proyectos de infraestructura son preparados de manera que reflejan ciertas obligaciones asumidas por el concesionario frente al concedente –en lo que resulte aplicable– en el contrato de concesión, de forma tal que los riesgos asumidos por el concesionario sean trasladados al contratista. No hace sentido, por ejemplo, que el contratista tenga plazos mayores para la culminación del proyecto que los establecidos en el contrato de concesión, pues la idea es que termine dentro de los parámetros establecidos en este.

Así, a fin de evitar inconsistencias, estos contratos reflejarán lo dispuesto en el contrato de concesión, de modo que: (i) el contratista debe culminar (incluyendo los hitos constructivos aplicables) las obras dentro de los plazos dispuestos en el contrato de concesión; (ii) las obras deberán tener las características técnicas exigidas en el contrato de concesión; (iii) las penalidades aplicables en el contrato de concesión deben ser aplicadas también en los contratos de construcción y operación y mantenimiento, de manera que si se aplica una penalidad al concesionario por un incumplimiento del contratista, el concesionario tenga recurso contra este; (iv) los niveles de servicio aplicables luego de la construcción deberán

ser las exigidas en el contrato de concesión, etc. De esta manera, si bien el concesionario será responsable ante el concedente por los incumplimientos en el contrato de concesión, tendrá acción frente al contratista en caso ese incumplimiento se haya ocasionado como consecuencia de un incumplimiento en el contrato de construcción u O&M.

Por lo tanto, el *due diligence* debe advertir si este principio de contratos espejo se cumple y si, por lo tanto, la ejecución de los contratos de construcción y operación y mantenimiento permitirán al concesionario cumplir con lo exigido en el contrato de concesión.

D. Aspectos financieros

Dentro del esquema del desarrollo de los proyectos de infraestructura, el financiamiento del mismo y los contratos asociados tienen un rol primordial; y las obligaciones asumidas por el concesionario y sus accionistas en tales contratos tienen impacto en todas las actividades que deben realizarse para la construcción y operación del proyecto. Recordemos que, como dijimos antes, durante la etapa constructiva el proyecto normalmente no genera flujos, por lo que, obviamente, es más riesgoso y es interés de todos los intervinientes que el proyecto llegue a la fase de operación.

Es necesario, por lo tanto, conocer los términos de los contratos de financiamiento y las obligaciones asumidas. Estas obligaciones están relacionadas (en adición al pago de la deuda), al cumplimiento de los demás contratos del proyecto, cumplimiento de plazos de construcción, entrega de reportes periódicos, realización de aportes a la concesionaria, constitución de garantías, contratación de seguros, entre otros.

Asimismo, como indicamos anteriormente, los contratos de financiamiento contienen cláusulas que restringen los cambios de control en el concesionario. Justamente por los riesgos derivados de la construcción del proyecto, para los financistas la identidad de los *sponsors* del concesionario es de vital importancia y, por ello, esperan poder evaluar algún cambio en sus accionistas. Por lo tanto, es necesario conocer el procedimiento de obtención de esta aprobación.

Finalmente, los términos del financiamiento y las condiciones para el prepago son relevantes. El adquirente no solo quiere conocer las condiciones del financiamiento obtenido para el desarrollo del proyecto, sino también qué requisitos deben cumplirse a fin de prepagar el crédito recibido o reperfilar el mismo con una nueva facilidad crediticia, particularmente si la etapa de operación está próxima a iniciarse[11].

E. Aspectos tributarios

La relación del concesionario con la administración tributaria y el cumplimiento de sus obligaciones tributarias es obviamente otro aspecto clave a considerar.

Un aspecto relevante a tener en cuenta es si el concesionario aplicó al régimen de recuperación devolución anticipada del Impuesto General a las Ventas (en adelante, IGV). Este régimen:

> [...] permite obtener la devolución anticipada del impuesto pagado o trasladado por la adquisición de bienes nuevos, y servicios y, así como por los contratos de construcción, realizados durante toda la etapa preoperativa de un proyecto de inversión que generará operaciones gravadas con el IGV o a exportaciones[12].

A fin de acceder a este, el inversionista (concesionario) debe presentar una solicitud de acogimiento al régimen con el compromiso de acreditar que el proyecto se encuentra en etapa preoperativa, la cual durará más de dos años y que se realizará una inversión directamente relacionada al proyecto mayor a USD 5000 000. De no llegar a la etapa operativa, el IGV devuelto debe ser restituido.

De esta forma, el IGV que el concesionario pague en las facturas emitidas por sus proveedores durante la etapa preoperativa podrá ser recuperado, sin tener que esperar la facturación gravada de los servicios públicos materia del contrato de concesión, lo cual representa una reducción de los costos financieros y una mejora en el flujo de caja.

Una vez aprobado el acogimiento al régimen, las solicitudes de devolución presentadas a la Superintendencia Nacional de Administración Tributaria (en adelante, SUNAT) podrán estar sujetas a fiscalización del cumplimiento de los requisitos sus-

[11] Como indicamos anteriormente, la etapa de construcción es la etapa que reviste mayor riesgo en la medida que el proyecto no genera flujos de ingresos y, por lo tanto, no existe capacidad para iniciar el repago de la deuda. Una vez concluida la construcción y que se empiecen a recibir ingresos, el perfil de riesgo del proyecto cambia sustancialmente, por lo que puede ser un buen momento para modificar la estructura de financiamiento del concesionario.

[12] Véase a Riva, G. (s.f.)

tanciales y formales para la utilización del crédito fiscal del IGV devuelto anticipadamente. Por ello, es recomendable que el equipo legal y tributario realice una evaluación integral del proyecto para su acogimiento al régimen, así como durante la aplicación del mismo para reducir el riesgo de comisión de infracciones tributarias.

De otro lado, como en los demás casos, debemos considerar todo el entramado de contratos que el desarrollo de proyectos conlleva y las consecuencias tributarias en cada uno de ellos. Por ejemplo, si se están realizando las detracciones adecuadamente en el caso de los contratos de servicios que el concesionario tiene suscritos, si se están realizando las retenciones por el financiamiento de entidades del extranjero que se hubiere recibido, etc. Asimismo, como parte de la estructura de adquisición, tendrá que realizarse un análisis del impacto que pueda tener el financiamiento que el adquirente obtenga para realizar la compra, teniendo en cuenta que, si pretende transferirse de alguna forma la deuda al concesionario, los gastos financieros no serán necesariamente deducibles en tanto la deuda no fue tomada para el desarrollo del giro del concesionario o para la generación de rentas.

Por otro lado, hay que considerar también si es que el concesionario ha suscrito convenios de estabilidad jurídica. Sobre estos contratos, Danós indica que fueron*:*

> creados para promover, fomentar la inversión privada (nacional o extranjera) mediante el otorgamiento por vía contractual de seguridades jurídicas de que el régimen legal aplicable a los inversionistas y a la empresa receptora de la inversión no será alterado a los beneficiarios por el tiempo que dure el respectivo convenio, aunque el respectivo marco legal pueda experimentar modificaciones dispuestas por el legislador. Constituyen uno de los principales instrumentos que ofrece nuestro ordenamiento para atraer inversiones debido a que contractualiza garantías propias de cualquier régimen jurídico que se precie de su estabilidad, otorgando al inversionista la posibilidad de que en caso de producirse controversias pueda acudir a vía arbitral (nacional y en muchos casos internacional) para solicitar la restitución del régimen legal estabilizado (2013, p. 259).

Es necesario conocer, pues, el régimen de estos contratos, el régimen que se ha estabilizado, si es que estos contratos han sido suscritos por inversionistas y por la empresa receptora de la inversión (concesionario), y si estos podrán ser cedidos o se verán afectados por el cambio de inversionista. Sobre el particular, el artículo 42 del Decreto Legislativo 757, Ley Marco para el Crecimiento de la Inversión Privada, "el Estado podrá aprobar la cesión de posición contractual realizada por un inversionista en favor de otro inversionista con respecto al convenio de estabilidad jurídica que hubiera celebrado". En un escenario de transferencia de acciones por parte de un accionista en una empresa concesionaria, es importante para estos efectos analizar a cuánto asciende la inversión garantizada, en qué cantidad de acciones está representada, cuántas acciones se estarán transfiriendo y si por lo tanto estamos frente a una cesión total o parcial de la inversión garantizada, etc[13].

Finalmente (aunque no menos importante), debe tenerse en cuenta que la transferencia de las acciones tiene un impacto tributario por la ganancia de capital que pueda obtener el vendedor en la transacción. La ganancia de capital por la venta de acciones está gravada con el impuesto a la renta y viene dada por la diferencia entre el costo de adquisición (incluyendo aportes realizados) y el valor de venta. Tratándose de empresas extranjeras, es necesario que el vendedor obtenga de la administración tributaria un certificado de capital invertido, de lo contrario, no se encontrará en capacidad de acreditar lo que invirtió y, por lo tanto, la tasa del 30% se aplicará sobre el monto total del precio de venta (pues el costo computable es 0).

F. Aspectos laborales

Aunque sin duda existen excepciones, normalmente las sociedades concesionarias tienen una planilla muy reducida y, por lo tanto, pocas contingencias laborales (sus dos principales actividades, construcción y operación, son generalmente encargadas a terceros). Sin embargo, sin perjuicio de realizar un análisis de las contingencias que puedan existir respecto de esa planilla reducida, es necesario evaluar la aplicación de normas sobre tercerización (recordemos las modificaciones que se introdujeron al régimen de tercerización aprobadas a inicios del año 2022), pues, como indicamos, las actividades de construcción y de operación y mantenimiento son generalmente realizadas por terceros. Entonces, ¿ha podido tercerizar estas actividades el concesionario? Siendo positiva la respuesta, ¿se están cumpliendo los requisitos para tercerizar estas actividades?; en caso sea negativa, ¿cuál es el impacto (regulatorio y económico) de haber tercerizado actividades que no debían tercerizarse?

[13] Sobre la cesión de contratos de estabilidad jurídica, recomendamos a Cárdenas, F. (2012).

G. Aspectos regulatorios

Las actividades materia del contrato de concesión son actividades sujetas a la supervisión de diferentes entidades (Ositran, Osinergmin, Osiptel, entre otros, así como de las entidades concedentes) y, en consecuencia, al cumplimiento de diferentes obligaciones regulatorias y administrativas (obtención de licencias, aprobaciones, etc.).

Por lo tanto, resulta necesario identificar cuáles son tales obligaciones y conocer el (in)cumplimiento de las mismas a fin de advertir las consecuencias que pueden derivarse (sanciones, multas, o incluso la pérdida de la concesión).

H. Aspectos medioambientales y sociales

La evaluación del cumplimiento de las obligaciones medioambientales y sociales a cargo del concesionario y sus contratistas son muy relevantes al momento de evaluar la adquisición de un proyecto de infraestructura. No importa si el proyecto cubre una gran extensión de tierra (por ejemplo, una carretera o una línea de transmisión) o poca (por ejemplo, escuelas u hospitales públicos).

Es pues fundamental realizar un cuidadoso estudio de qué obligaciones resultan aplicables a cada proyecto, no solo en la etapa (pre)construcción, sino también durante la operación. Hay ejemplos de proyectos que nunca pudieron iniciar construcción (por ejemplo, la Central Hidroeléctrica de Inambari, Proyecto Hidrovías Amazónicas) por, entre otros, no obtener los permisos medioambientales y sociales (o habiéndolos obtenido, haber recibido de la población, en el ámbito de influencia, fuerte resistencia que hicieron inviable el proyecto); como hay proyectos que no han podido continuar con sus ampliaciones por no haber obtenido tales permisos o haber sido revocados.

Deberá revisarse entonces si se cuenta con el Estudio de Impacto Ambiental (EIA) aprobado (o en qué etapa de evaluación está) para las distintas fases de inversión del proyecto (o si será necesario preparar y solicitar la aprobación de un nuevo estudio para etapas futuras); si se cuenta con la licencia social correspondiente en caso sea aplicable; si, estando ya en operación, viene cumpliendo con sus obligaciones medioambientales (por ejemplo, disposición de residuos sólidos, uso de combustibles y materiales peligrosos, etc.). En cualquiera de estos casos tendrá que analizarse si, teniendo los permisos, estos deben actualizarse o, en caso contrario, es necesario obtener alguno nuevo, cuánto demorará y costará obtenerlos y si puede continuar operando mientras se obtienen; tratándose de otras obligaciones medioambientales derivadas de la operación, se deberá analizar si, de no estar cumpliendo con estas, se corre el riesgo de una paralización de la operación, etc.

I. Aspectos de *compliance*

El sector construcción y de asociaciones público privadas se ha visto bajo mucho cuestionamiento y escrutinio público como consecuencia de los escándalos de corrupción descubiertos (particularmente, los casos Lava Jato y Club de la Construcción).

Es importante, pues, verificar que el concesionario que se pretende adquirir y sus accionistas no solo hayan obtenido el contrato de concesión sin mediar actos de corrupción, sino que en el devenir del desarrollo del proyecto no solo no hubieren cometido tales actos para la obtención de permisos o licencias, sino que, además, tienen implementados sistemas de cumplimiento interno para prevenir y evitar tales actos.

Asimismo, y como consecuencia de los escándalos indicados en el primer párrafo de esta sección, se promulgó la Ley 30737, Ley que asegura el pago inmediato de la reparación civil a favor del Estado peruano en casos de corrupción y delitos conexos, y luego su reglamento mediante Decreto Supremo 096-2018-EF. Como su nombre lo indica, dichas normas fueron aprobadas a fin de que aquellas empresas involucradas en actos de corrupción no transfieran sus activos mientras se realizaban las investigaciones de los delitos correspondientes y, por lo tanto, al terminar tales investigaciones y juicios y determinarse responsabilidades, el Estado peruano tuviese activos contra los cuales dirigirse para cobrar la reparación civil que pudiera ser aplicable.

La norma dividió a las empresas en tres categorías. En términos simples (i) la primera –Lista 1– comprende a empresas que hubieren sido condenadas o hubieren reconocido cometer delitos de corrupción en agravio del Estado peruano, así como las empresas que conforman su grupo económico; (ii) la segunda –Lista 2– comprende a empresas socias o consorciadas de las empresas de la Lista 1; y (iii) la tercera –Lista 3– comprende a empresas a las que se le ha iniciado una investigación por estos delitos y solicita un régimen de intervención al Ministerio de Justicia y Derechos Humanos (en adelante, MINJUS).

En ese sentido, resultará necesario determinar si el concesionario a ser adquirido, sus accionistas o empresas de su grupo económico se encuentran en alguna de dichas listas (que son publicadas una

vez al mes por el MINJUS) a fin de determinar si se vienen cumpliendo con las obligaciones impuestas por la referida ley y su reglamento.

Tratándose de empresas de la Lista 1, entre otras, existe una obligación especialmente relevante para un proceso de transferencia de activos. Conforme a los numerales 4.1 y 4.2 de la referida ley:

> 4.1. Cualquier persona que pretenda adquirir, bajo cualquier título, algún bien o derecho de alguna de las personas a las que se refiere el artículo 1, así como acciones u otros valores representativos de derechos de participación emitidos por personas constituidas en el Perú comprendidas en el artículo 1, aun cuando estos bienes, derechos, acciones o valores hubieren sido transferidos en fideicomiso o bajo otra modalidad semejante, debe presentar previamente al Ministerio de Justicia y Derechos Humanos una solicitud escrita manifestando su interés. El Ministerio de Justicia y Derechos Humanos informa a través de su portal institucional la presentación de solicitudes de adquisición, así como el estado de trámite ante dicha entidad y su resolución aprobatoria o denegatoria, según el caso. Asimismo puede requerir información adicional y documentación sustentatoria que considere pertinente conforme al reglamento.
>
> El Ministerio de Justicia y Derechos Humanos solicita opinión a la entidad pública a la que corresponda el proyecto, obra pública o concesión a que se refiera la solicitud. Tratándose de concesiones del Gobierno Nacional, se solicita opinión al Ministerio de Economía y Finanzas, de conformidad con los criterios que se establezcan en el reglamento de la presente ley.
>
> 4.2. Cualquier persona que realice la adquisición de bienes, derechos, acciones o valores a los que se refiere el párrafo 4.1, sin seguir previamente el procedimiento y realizar el depósito al fideicomiso conforme a lo previsto en los artículos 5 y 7, así como cualquier sucesiva adquisición de dichos bienes, derechos, acciones o valores, son nulas de pleno derecho. El adquiriente queda impedido para contratar con el Estado conforme a las normas de Contrataciones del Estado (2018).

Considerando que la inclusión de una empresa en la Lista 1 arrastra al resto de empresas de su grupo económico, es imperativo determinar si la sociedad concesionaria y/o sus accionistas forman parte de dicha lista. En caso la respuesta sea afirmativa, deberá obtenerse la aprobación del MINJUS conforme se indica arriba de manera previa a la adquisición. Tal como dispone la norma, la consecuencia del incumplimiento no solo implica la nulidad del acuerdo de adquisición, sino que el adquirente será sancionado con el impedimento para contratar con el Estado.

Asimismo, al amparo de la ley bajo comentario, el precio de venta debe ser depositado en un fideicomiso a fin de atender el pago de la reparación civil a cargo del vendedor y tributos adeudados.

El contrato de compraventa deberá contener, de este modo, el procedimiento para obtener la aprobación indicada anteriormente, así como el uso de los fondos de la venta para que el adquirente se asegure que se ha cumplido con el depósito en el referido fideicomiso.

J. Aspectos inmobiliarios

En muchas oportunidades, para el desarrollo de proyectos de infraestructura es necesario adquirir importantes porciones de tierra. Pensemos, por ejemplo, en la construcción de una carretera o de una línea de transmisión. En tales casos, es necesario que el concesionario realice una adecuada evaluación de los terrenos que serán necesarios para la construcción, quiénes son los propietarios o si son bienes del Estado o baldíos, de manera que el concesionario pueda hacerse una idea del costo que significará adquirirlos o si el Estado ha asumido en el contrato de concesión alguna obligación de llevar a cabo expropiaciones.

Resulta, por lo tanto, imprescindible, antes de adquirir un concesionario conocer la situación en la que se encuentra el proyecto a fin de determinar si ya fue concluido o si todavía existen etapas por construir y, en este caso, si es necesario adquirir terrenos adicionales o solicitar al concedente la realización de expropiaciones.

En el segundo caso, este trabajo implica la participación de equipos extra legales (técnicos que puedan realizar un estudio topográfico de los terrenos pendientes de transferencia al concesionario), y permitirá determinar quiénes son los propietarios o poseedores de los terrenos requeridos para continuar las obras, quién debe estar a cargo de la adquisición de estos terrenos y, finalmente, cuál es el costo derivado de estas adquisiciones.

Asimismo, podemos considerar dentro de los aspectos inmobiliarios la liberación de interferencias (líneas de teléfono, tuberías, cables de luz, fibra óptica, etc.) que pueden existir en los terrenos necesarios para la construcción. Estas interferencias pueden suponer un costo muy elevado y demoras en la ejecución de proyectos (que incrementa a su vez los costos correspondientes).

Se advierte, pues, que un correcto estudio de los terrenos necesarios para el desarrollo del proyecto y de las interferencias que deben ser liberadas es imprescindible para evaluar la adquisición de un proyecto de infraestructura. Los costos asociados pueden ser muy altos o pueden representar demoras que impactarían negativamente en la rentabilidad esperada del proyecto (más de una operación de adquisición ha tenido que ser suspendida hasta que se solucionen contingencias en estos aspectos).

IV. CONDICIONES PRECEDENTES

En muchos casos, como consecuencia de ciertos eventos que deben ocurrir u obligaciones que deben cumplirse, es necesario que exista un periodo de tiempo entre la firma del contrato de adquisición y el cierre del mismo (que es el momento en el que las partes deben cumplir sus obligaciones principales: pago del precio y transferencia de las acciones).

En el caso de la adquisición de proyectos de infraestructura, suelen ser varias las condiciones precedentes que se incluyen en los contratos, las mismas que derivan de la revisión que se realizó como parte del *due diligence*. Como indica Miller*:*

> Un gran tema que generalmente se presenta es si va a haber, o debe haber, un cierre diferido, esto es, las partes firman el contrato, pero entienden que no podrán cerrarlo sino hasta que ciertas contingencias externas sean solucionadas. […] Si existe un cierre diferido, entonces el acuerdo debe contener condiciones para el cierre de las obligaciones de las partes (2008, pp. 231-232) [traducción libre][14].

Estas condiciones pueden ser muy variadas, desde seguir el procedimiento de adquisición preferente (o de arrastre o acompañamiento descritos anteriormente) a obtener aprobaciones de terceros (financistas, concedente y otras partes contractuales), pasando por, verbigracia, la regularización de permisos o licencias, obtención de dispensas por incumplimientos contractuales, entre otros. Como se indicó arriba, buena parte de estas condiciones se derivan del análisis como parte del *due diligence*. Usualmente tendremos:

(i) En caso el estatuto social exista un derecho de adquisición preferente, deberá u obtenerse el consentimiento de todos los accionistas o la renuncia al ejercicio de este derecho.

(ii) De existir un acuerdo de accionistas debe resolverse o modificarse previamente, y si los otros accionistas tienen derechos que se derivan de la adquisición (como el de arrastre y el de acompañamiento), deberán o renunciar al ejercicio de estos derechos o seguirse el procedimiento correspondiente.

(iii) Deberán obtenerse las autorizaciones que correspondan para la transferencia de las acciones bajo el contrato de concesión, los contratos de financiamiento y demás contratos que contengan restricciones al cambio de control.

(iv) En caso exista algún litigio pendiente de resolución relevante para la continuidad del proyecto (imaginemos que, por ejemplo, si los accionistas de Rutas de Lima acuerdan la venta del concesionario, el arbitraje iniciado como consecuencia de la declaración de caducidad del contrato de concesión por la Municipalidad de Lima deberá culminar favorablemente al concesionario de forma previa al cierre de la transacción, pues nadie estaría dispuesto a correr el riesgo a perder el proyecto[15]), se incluirá en el contrato que este solo cerrará cuando el litigio haya terminado en términos favorables al concesionario. Por ejemplo, puede haber surgido una controversia bajo el contrato de concesión respecto del cumplimiento de los plazos de ejecución de las obras que resulta vital para que el comprador se sienta confortable con el cronograma de obras que está asumiendo; o un litigio en materia tributaria próximo a resolverse cuyo impacto es tal, que no podría ser aplicado al precio o asumido por el comprador.

(v) En caso resulte de aplicación la Ley 30737 por cuanto el concesionario y sus accionistas están incluidos en la Lista 1 antes indicada, será condición precedente obtener

[14] Texto original:

> One big issue that arises is whether there is, or has to be, a deferred closing – that is, the parties sign the agreement, but understand that they cannot close until certain external contingencies are resolved. […] If there is to be a deferred closing, then the agreement must contain conditions to both parties' obligations to close (Miller, 2008, p. 231-232).

[15] Para contextualizar el ejemplo, la Municipalidad de Lima declaró la caducidad del contrato de concesión de Rutas de Lima por motivos de interés público (si existe tal interés público o no, puede ser motivo de un largo debate), lo que generó el inicio de un procedimiento de solución de controversias bajo el correspondiente contrato. Claramente, el resultado de este arbitraje es una condición para que alguien pueda adquirir el proyecto: en caso el concesionario perdiese el arbitraje, perdería el contrato y con ello, su principal activo.

la autorización previa del MINJUS para que ocurra la transferencia, debiendo cumplirse con los requisitos establecidos en la referida ley y su reglamento.

Por ejemplo, el Grupo Odebretch se ha desprendido de activos importantes en el Perú desde el inicio del escándalo Lava Jato y la publicación de la Ley 30737 y su reglamento. El más relevante es la Central Hidroeléctrica de Chaglla en el 2019 por más de USD 1400 000 000, para lo cual se tuvo que obtener la autorización del MINJUS en un procedimiento que demoró algo más de seis (6) meses.

(vi) En caso se pretenda prepagar el financiamiento existente, será condición precedente que el nuevo financiamiento haya sido acordado.

(vii) Si, por ejemplo, alguna etapa de la construcción del proyecto requiere una licencia, permiso o autorización relevante, y esa etapa tiene una incidencia en el precio, podrá incorporarse que, a fin de cerrar la transacción, deberá obtenerse tal permiso o autorización.

(viii) Obtener el certificado de capital invertido en caso el vendedor se encuentre domiciliado en el exterior.

(ix) Obtener autorización para la cesión del contrato de estabilidad jurídica.

(x) Verificar que las multas o penalidades impuestas, de ser el caso, se hubieren pagado oportunamente.

En resumen, serán condiciones precedentes todos aquellos aspectos que razonablemente las partes consideren requisitos esenciales para que sus obligaciones (de pago y transferencia) sean exigibles a fin de que la transferencia no sea nula (cumplimiento de la Ley 30737, por ejemplo), no genere el incumplimiento de otras obligaciones (cumplimiento de requisitos para el cambio de control) o hagan la adquisición económicamente rentable y razonablemente se trata de actuaciones que deben quedar a cargo del vendedor (que no se prevean retrasos no compensables por la necesidad de autorizaciones adicionales, expropiaciones pendientes, etc.).

V. OBLIGACIONES O *COVENANTS*

El periodo entre firma y cierre –mientras se cumplen las condiciones precedentes antes descritas– puede ser bastante largo. Dependiendo del procedimiento que tenga que seguirse podemos estar hablando de pocas semanas hasta meses. Las aprobaciones en cumplimiento de la Ley 30737, por ejemplo, pueden llegar a superar los seis meses, en función de la complejidad de la transacción que pretende llevarse a cabo.

Es pues necesario establecer ciertas reglas para lo que pueda o deba hacerse (o evitar o dejar de hacer) durante dicho periodo, de manera que el negocio que se adquiera al cierre sea el mismo (o sustancialmente el mismo) que el que el comprador aceptó adquirir cuando firmó el contrato de adquisición. Estas son las obligaciones del contrato de adquisición o, por la terminología en inglés, *covenants*[16].

Como indica Miller:

> […] el comprador no quiere que el Objetivo saque dinero del negocio o tome decisiones estratégicas con las cuales pueda no estar de acuerdo. Así que esta sección establece requerimientos para que el negocio sea conducido en su curso ordinario, que no se declaren o paguen dividendos o no se emitan valores […], no se modifique el pacto social o el estatuto social, no se realicen adquisiciones relevantes de otros negocios o en equipamiento, no se vendan activos más allá de inventarios y similares en el curso ordinario, no se asuma deuda bancaria inusual, no se incrementen compensaciones y no se inicien litigios (2008, pp. 226-227) [traducción libre][17].

Aun cuando otros contratos del esquema de desarrollo del proyecto ya contengan limitaciones a realizar (o dejar de realizar) actos como los indica-

[16] Ciertamente existen muchas obligaciones que se acuerdan para luego del cierre (por ejemplo, no competencia, no contratar personal de la empresa objetivo, entre otros), pero el tipo de empresa objetivo en el que nos enfocamos en este trabajo únicamente haremos referencia a las obligaciones pre cierre.

[17] Texto original:

> […] the Buyer does not want the Target to be taking cash out of the business or taking strategic actions that it might disagree with. So this section requires that the business be run in the ordinary course, that there be no dividends declared or paid or securities issued […], no change in the charter or bylaws, no material acquisition of another business or capital equipment, no sale of assets other than inventory and the like in the ordinary course, no unusual incurrence of bank debt, no raises in compensation, and no filing of lawsuits (Miller, 2008, pp. 226-227).

dos en el párrafo anterior (pensemos en las obligaciones de no hacer incluidas normalmente en los contratos de financiamiento de proyectos), el contrato de adquisición deberá incluir sus propias reglas de conducta –para vendedor y comprador– a fin de que el negocio del concesionario que se adquirirá se mantenga en su curso ordinario y el valor que se determinó al momento de suscribir el contrato de adquisición.

Asimismo, es necesario establecer ciertas reglas de conducta a fin de que las partes trabajen activamente en el cumplimiento de las condiciones precedentes: las autorizaciones para realizar el cambio de control no se obtienen solas, sino que el vendedor debe iniciarlas; la autorización bajo la Ley 30737 debe ser iniciada por el comprador, etc.

Entonces, tenemos obligaciones referidas a mantener el negocio como estaba al momento de la firma (que son básicamente obligaciones de no hacer) y otras relacionadas a la obtención de autorizaciones donde sea requerido.

Pueden existir otras más específicas a proyectos de infraestructura, como por ejemplo: (i) en caso parte del valor del concesionario viene dado por obras adicionales (al proyecto original) que se esperan realizar y cuya aprobación se viene tramitando, podrá establecerse que, a fin de recibir el pago esperado, el concesionario previamente deberá suscribir la adenda correspondiente para ejecutar tales obras, para lo cual debe comprometerse a seguir el procedimiento establecido para este efecto en el contrato de concesión; (ii) que se inicie un procedimiento de suspensión por causa de fuerza mayor (de haber ocurrido uno de estos eventos), de manera que pueda continuarse con el cumplimiento del cronograma de obras sin que se apliquen penalidades; (iii) que se obtenga el certificado de recepción de avance o de culminación de obras, según sea el caso, entre otros.

En caso estas obligaciones no se cumplan en cuanto las condiciones precedentes establecidas en el contrato de adquisición o no se cumplan dentro del plazo acordado, las partes podrán resolver el contrato sin responsabilidad.

VI. CONCLUSIONES

A manera de conclusión podríamos indicar lo siguiente:

– Los proyectos de infraestructura tienen particularidades que deben ser consideradas al momento de iniciar un proceso de adquisición. No es lo mismo adquirir una empresa que tiene una concesión de carreteras que adquirir un laboratorio; cada uno tiene sus propias complejidades.

– El equipo de asesores del adquirente debe considerar tales particularidades en el marco de su asesoría a fin de evitar dejar pasar aspectos relevantes para la transacción.

– En el desarrollo de proyectos de infraestructura encontraremos un entramado complejo de contratos de diferente naturaleza, los cuales impactan fuertemente en el concesionario y en el proceso de adquisición.

– Al desarrollarse estos proyectos a través de vehículos de propósito especial, cuyo –básicamente– único activo es el derecho de concesión, es vital conocer todos estos contratos y los derechos y obligaciones que surgen en cada uno de ellos.

– El *due diligence* que se realice sobre la empresa objetivo deberá tener en cuenta estas características especiales.

– Podemos destacar que deberán analizarse los aspectos corporativos y las obligaciones a cargo de los accionistas pendientes de ejecutar, así como las limitaciones a la transferencia de las acciones que los contratos suscritos pudieran contener; aspectos contractuales y la situación de (in)cumplimiento en cada uno de ellos, de manera que el adquirente decida no adquirir o incorporar en el contrato de adquisición disposiciones que sujeten sus efectos a la corrección del incumplimiento o modificaciones al contrato de concesión; verificación del cumplimiento de regímenes tributarios especiales; situación de los procedimientos de adquisición y expropiación de los terrenos necesarios para el desarrollo del proyecto; cumplimiento de la normativa medioambiental y social; implementación de normas de *compliance* corporativo y cumplimiento con la regulación especial de la Ley 30737, de ser aplicable.

– Por su parte, las condiciones precedentes y obligaciones van a venir dadas, en cierta parte, por los hallazgos del *due diligence*. Así, deberán obligarse a las partes a obtener las autorizaciones requeridas para la transferencia de las acciones (legales o contractuales), modificaciones al contrato de concesión, culminación de litigios relevantes, obtención de licencias o permisos necesarios para las siguientes etapas del proyecto, etc.

En suma, si bien la adquisición de un proyecto de infraestructura tiene muchos aspectos comunes con la adquisición de otro tipo de activos o empresas que se desenvuelven en sectores económicos diferentes, existen algunos aspectos especiales que requieren especial atención y que esperamos haber resumido en este trabajo.

REFERENCIAS

Barrantes, R. (2009). Los Fundamentos Económicos de las Concesiones de Infraestructura y Servicios Públicos. *Revista de Derecho Administrativo*, (7), 329-337.

Cárdenas F. (2012). La Transferencia de "Inversión Garantizada" y sus Implicancias en la Adquisición de Empresas y Financiamientos". *Advocatus*, (27), 109-129.

Carney, W. (2011). *Mergers and Acquisitions: Cases and Materials*. Foundation Press.

Cornejo, R. (2006). Inversión Privada en Obras Públicas de Infraestructura y de Servicios Públicos: Una Mirada desde el Sector Público. *THĒMIS-Revista de Derecho,* (52), 211-219.

Danos, J. (2013). Los Convenios de Estabilidad Jurídica o También Denominados Contratos Leyes en el Perú. *Ius et Veritas,* (46), 258-269.

Felices, E. (2005). Asociaciones Público-Privadas para el Financiamiento de Infraestructura: el Nuevo Rostro del *Project Finance*. *THĒMIS-Revista de Derecho*, (50), 137-150.

Huapaya, R. (2015). Una Propuesta de Formulación de Principios Jurídicos de la Fase de Ejecución de los Contratos Públicos de Concesión de Servicios Públicos y Obras Públicas de Infraestructura. *Ius et Veritas*, (46), 284-329.

Miller, E. (2008). *Mergers and Acquisitions: A Step-by-Step Legal and Practical Guide.* John Wiley & Sons Inc.

Payet, J. (2009). Reflexiones sobre el Contrato de Compraventa de Empresas y la Responsabilidad del Vendedor. *Ius et Veritas*, (39), 66-100.

Reed, A. & Charles, E. (2011). *The Art of M&A Due Diligence: Navigating Critical Steps and Uncovering Crucial Data.* Mc Graw Hill.

Riva, G. (s.f.). Régimen Especial de Recuperación Anticipada del IGV. *Ernst & Young*. https://www.ey.com/es_pe/tax/regimen-especial-de-recuperacion-anticipada-del-igv.

Tassara, D., Gárate D. & Cánepa C. (2009). Garantías que otorga el Estado en las Concesiones de Infraestructura. *Ius et Veritas*, (39), 146-161.

LEGISLACIÓN, JURISPRUDENCIA Y OTROS DOCUMENTOS LEGALES

Decreto Legislativo 757, Ley Marco para el Crecimiento de la Inversión Privada, Diario Oficial *El Peruano*, 13 de noviembre de 1991 (Perú).

Decreto Supremo 096-2018-EF, Decreto Supremo que aprueba el Reglamento de la Ley N° 30737, Ley que asegura el pago inmediato de la reparación civil a favor del Estado Peruano en casos de corrupción y delitos conexos, Diario Oficial *El Peruano*, 09 de mayo de 2018 (Perú).

Ley 30737, Ley que asegura el pago inmediato de la reparación civil a favor del Estado Peruano en casos de corrupción y delitos conexos, Diario Oficial *El Peruano*, 12 de marzo de 2018 (Perú).

10.18800/themis.202302.025

LA EXPEDICIÓN DIRECTA EN ACUERDOS COMERCIALES: ACTUAL POSTURA DE LA SUNAT Y REFLEXIONES SOBRE SU CORRECTO CUMPLIMIENTO

DIRECT SHIPMENT IN TRADE AGREEMENTS: SUNAT'S CURRENT POSITION AND REFLECTIONS ON ITS PROPER ENFORCEMENT

Mauricio Ruiz Rosado*
Thorne, Echeandía & Lema Abogados

Currently, Superintendencia Nacional de Administración Tributaria (SUNAT) continues to focus on maintaining a rigid performance of its control function. Despite having the tools and means to exchange information with customs authorities around the world, it makes languid efforts to facilitate the accreditation of direct shipment and the access to tariff benefits.

In this article, the author analyzes that the position adopted by SUNAT hinders the transportation of goods in import activities. He also reflects on the uncertainty that exists in the delimitation of competence between SUNAT and MINCETUR to issue technical opinions.

Keywords: SUNAT; MINCETUR; direct shipment; trade agreements; burden of proof; legal certainty.

Actualmente, la SUNAT continúa enfocada en mantener un desempeño rígido de su función fiscalizadora. A pesar de poseer herramientas y medios para intercambiar información con las autoridades aduaneras de todo el mundo, realiza lánguidos esfuerzos para facilitar la acreditación de la expedición directa y el acogimiento a los beneficios arancelarios por parte de los importadores.

En el presente artículo, el autor analiza que la postura que ha adoptado la SUNAT entorpece el transporte de las mercancías en las actividades de importación. Asimismo, reflexiona acerca de la incertidumbre que existe en la delimitación de competencia para emitir opinión técnica entre la SUNAT y el MINCETUR.

Palabras clave: SUNAT; MINCETUR; expedición directa; acuerdos comerciales; carga de prueba; seguridad jurídica.

* Abogado. Especializado en Derecho Aduanero y Comercio Internacional. Asociado en Thorne, Echeandía & Lema Abogados (Lima, Perú). Contacto: mauricio.ruiz.rosado1@gmail.com

Nota del Editor: El presente artículo fue recibido por el Consejo Ejecutivo de THĒMIS-Revista de Derecho el 31 de mayo de 2023, y aceptado por el mismo el 15 de septiembre de 2023.

I. INTRODUCCIÓN

Para que un importador pueda gozar de beneficios arancelarios establecidos en cualquier Acuerdo Comercial suscrito por el Perú[1], debe solicitar dichos beneficios durante el despacho aduanero o, caso contrario, de manera posterior a través de una solicitud de acogimiento posterior y devolución de tributos. En esta última situación, el importador debe acreditar el cumplimiento de tres (3) requisitos: (i) negociación; (ii) origen; y (iii) expedición directa.

Dicho esto, el procedimiento operativo que corresponde iniciar a la Superintendencia Nacional de Administración Tributaria (en adelante, SUNAT) es el de acogimiento posterior, dando como resultado la devolución de tributos pagados indebidamente[2], puesto que, al no poder acogerse a beneficios durante el despacho aduanero y habiéndose pagados los derechos arancelarios, corresponde que la SUNAT devuelva los derechos arancelarios que en su momento fueron pagados. Es aquí cuando empiezan los problemas para la mayoría de los importadores, toda vez que en muchos casos la SUNAT solicita documentación muy poco probable de ser adquirida por el importador para acreditar el cumplimiento del requisito de expedición directa y, en el caso que no se consigan, simplemente, no se gozarán de los beneficios arancelarios.

El caso está en que, en los últimos años a pesar de que la SUNAT se encuentra en una rígida campaña sobre la facilitación al comercio exterior, parece que estos principios son olvidados por los funcionarios aduaneros cuando se trata de devoluciones de tributos pagados indebidamente, toda vez que se estaría adoptando una postura que entorpece el procedimiento administrativo aduanero, debido a los obstáculos que un importador tiene que batallar para poder verse beneficiado por las preferencias arancelarias de un acuerdo comercial.

Además de ello, a lo antes dicho se suma una serie de afectaciones a diversos principios aduaneros tales como la debida motivación y la verdad material, los cuales son fundamentales en cualquier procedimiento administrativo y que la SUNAT debe de respetar al momento de emitir un fallo.

Somos de la idea de que la SUNAT, además de recaudar tributos, tiene la obligación de promover la facilitación del comercio exterior, promoviendo los programas de preferencias arancelarias como las desgravaciones arancelarias negociadas en acuerdos comerciales, ya que de esta manera se fomentan las importaciones y se generan beneficios para cualquier importador, ya sea pequeño, mediano o grande.

Habiendo quedado claro las reglas de juego, en el presente artículo tocaremos tópicos cruciales para el entendimiento de la problemática, como lo es la carga de la prueba, diferencias competenciales y la interpretación de la SUNAT frente a cómo es que debe de acreditarse el requisito de expedición directa.

II. CARGA DE LA PRUEBA DEL IMPORTADOR: ¿ES LEGALMENTE VIABLE QUE SEA COMPARTIDA CON SUNAT?

Como se ha indicado anteriormente, cuando un importador tiene la intención de acogerse a preferencias arancelarias deberá de cumplir una serie de requisitos dentro de los cuales se encuentra la expedición directa.

Para acreditar el cumplimiento del requisito de expedición directa cuando se haya realizado transbordos en países no parte, el importador deberá de adjuntar los documentos de transporte que acrediten cada tramo realizado y, en caso de almacenamiento temporal, además de dichos documentos, deberá presentar documento emitido por la autoridad aduanera del país no parte que sustente que en dicho almacenamiento la mercancía ha permanecido bajo control y vigilancia aduanera.

Como podemos ver, el importador tiene la responsabilidad y obligación de recopilar una serie de documentos para sustentar su pedido, por lo que la carga de la prueba siempre recaerá en él.

Ahora, lo correcto es que, en función a la carga de la prueba, la SUNAT espera que el importador recopile toda la información y/o documentación que sustente el transporte directo, tales como, documentos de transporte, tracking del envío, cartas del transportista, cartas del operador portuario, entre otros. Sin embargo, en la mayoría de las veces estos documentos son muy complicados de conseguir, por el simple hecho de que estos operadores no suelen emitir cartas para sustentar

[1] Actualmente, el Perú tiene suscrito un total de veintidós (22) Acuerdos Comerciales Vigentes en el Perú, dentro de los cuales lo más importantes son con China, Estados Unidos, Unión Europea, Comunidad Andina, Alianza del Pacífico, Canadá, Mercosur, entre otros (Ministerio de Comercio Exterior y Turismo, s.f.).

[2] Procedimiento Específico RECA-PG.05 (2010).

los cambios de itinerarios o rutas cuando se realizan tránsitos o transbordos, e inclusive diversas aduanas del mundo tampoco emiten documentación que pruebe el control o vigilancia aduanera, situación que genera que el importador no tenga mucha posibilidad de conseguir documentación que acredite el tránsito o transbordo por un país no parte del acuerdo y en la mayoría de casos, esta tarea se vuelva un imposible.

Lo antes dicho a todas luces genera entorpecimiento y retrasos en el acogimiento a preferencias arancelarias, ya que, en la mayoría de los casos, el importador desconoce totalmente el itinerario o recorrido de una línea naviera o aerolínea, las cuales debido a la globalización y al incremento en la demanda de operaciones logísticas, realizan diversos tramos o rutas por diferentes países del mundo. Esto va de la mano de que en la actualidad y gracias a la globalización, las líneas navieras o, en general, cualquier transportista independientemente del tipo de transporte, deben cumplir rutas y realizar recojo de mercancías en diversos puertos alrededor del mundo.

Según el Informe de Transporte Marítimo (2017) de la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD, por sus siglas en inglés)[3], estaba estimado que entre los años 2017 y 2022, debido al incremento de la economía mundial y al auge del *e-commerce*, el comercio mundial marítimo aumente a 10,600 millones de toneladas dando como resultado el aumento de operaciones y el incremento de la flota marítima.

Siguiendo esa línea de ideas, resulta de cierta manera absurdo que la SUNAT remita la totalidad de la carga de la prueba al importador, siendo este último el único responsable de recopilar documentación, el cual no tiene las herramientas necesarias para recabar información sobre documentos de transporte y documentos emitidos por aduanas de países no parte, cuando la mercancía debido al congestionamiento y demanda de las operaciones logísticas, ha sido objeto de diversos transbordos en diferentes naves correspondientes o inclusive diversas líneas navieras.

Por tal motivo, el solo hecho de que el importador tenga a su cargo la prueba de que la mercancía, sujeta a acogimiento a preferencias arancelarias, ha realizado expedición directa resulta entorpecedor y genera obstáculos. Cuando se trate de recopilar documentación específica sobre el transporte directo, dicha carga debería compartirse conjuntamente con la SUNAT, quien sí posee las herramientas y canales para poder comprobar si una mercancía ha realizado expedición directa o si ha sido materia de almacenamiento en algún país no parte.

Ahora, esta postura de ninguna manera intenta desconocer o desnaturalizar la carga de la prueba como responsabilidad del importador, sino que el objetivo es que dicho importador pueda ser 'ayudado' en la recopilación de información cuando esta sea complicada de obtener, como lo son las cartas emitidas por las aduanas de los países no parte confirmando la seguridad y control aduanero, cartas de las líneas navieras o transportistas, cartas de los operadores portuarios, cartas de los depósitos temporales del país no parte cuando se trate de transbordos con almacenamiento, o cualquier otro pronunciamiento emitido por entidades estatales en el Perú.

Sin embargo, ¿esta postura es totalmente descabellada? ¿es posible que la SUNAT pueda comunicarse con otras autoridades aduaneras del mundo y entidades estatales? Al parecer, la respuesta es que sí.

Para tales efectos, el artículo 5 de la Ley General de Aduanas, establece lo siguiente:

> Artículo 5.- Cooperación e intercambio de información
>
> Para el desarrollo de sus **actividades la Administración Aduanera procurará el intercambio de información y/o la interoperabilidad con los sistemas de otras administraciones aduaneras o ventanillas únicas del mundo** de manera electrónica o la integración de los procesos interinstitucionales, así como la cooperación con empresas privadas y entidades públicas nacionales y extranjeras.
>
> **Las entidades públicas que registran datos en medios electrónicos se encuentran obligadas**, salvo las excepciones previstas en la Constitución y la Ley de Transparencia y Acceso a la Información Pública, **a poner a disposición de la Administración Aduanera dicha información de manera electrónica** (2008) [el énfasis es nuestro].

Como es apreciable, la Ley General de Aduanas ha facultado a la SUNAT para que pueda establecer una comunicación fluida con otras aduanas del mundo, con el objetivo de intercambiar información y establecer una interoperabilidad en beneficio de los administrados. De la misma manera, las

[3] Véase a United Nations Conference on Trade and Development (2017).

instituciones públicas en el país están obligadas a otorgar información relevante cuando la SUNAT así lo requiera.

En ese entendido, y bajo el pilar de la interoperabilidad, podría interpretarse que el intercambio de información de la SUNAT no se encuentra limitado únicamente a la transmisión de información entre dicha entidad y los operadores de comercio exterior y operadores intervinientes, sino que también transciende el territorio aduanero peruano, pudiendo la SUNAT intercambiar información con distintas autoridades aduaneras del mundo, con el objetivo de obtener información y/o documentación que sea relevante para facilitar el comercio exterior, como lo puede ser para acreditar la información que le ha sido proporcionada por el importador para la confirmación del requisito de expedición directa.

Lo antes señalado se basa en lo establecido por el Marco Normativo para Asegurar y Facilitar el Comercio Global aprobado por la Organización Mundial de Aduanas (en adelante, OMA) en junio de 2005[4], el cual sostiene lo siguiente: "El Marco Normativo de la OMA, que se basa en los cuatro elementos básicos descritos en el punto anterior, descansa en los dos pilares de **colaboración Aduanas - Aduanas** y Aduanas - Empresas" (Organización Mundial de Comercio [OMC], 2021, p. 85). El mencionado marco normativo confiere a las administraciones aduaneras la potestad de colaborar entre ellas, con la finalidad de cumplir con la facilitación al comercio exterior.

Asimismo, el Convenio de Nairobi[5], sostiene lo siguiente:

> **Las comunicaciones entre las Partes Contratantes previstas por el presente Convenio tendrán lugar directamente entre las Administraciones de Aduanas**. Las Administraciones de Aduanas de la Partes Contratantes designarán los servicios o funcionarios responsables de tales comunicaciones e informarán al Secretario General del Consejo de los nombres y direcciones de estos servicios o funcionario (OMC, 1999, p.9) [el énfasis es nuestro].

En función a los convenios antes presentados, queda claro que SUNAT posee las herramientas necesarias para intercambiar información con cualquier autoridad aduanera del mundo, por lo que tiene más sentido que dicha administración recabe y confirme si las mercancías sujetas a importación con beneficios arancelarios han realizado un transporte directo o si ha realizado operaciones con transbordo con o sin almacenamiento temporal, con el objetivo de confirmar la trazabilidad de información que le ha sido proporcionada por el importador. De esa forma, la SUNAT no tendría que notificarle al importador la presentación de ciertos documentos para acreditar el transporte directo, sino que de manera directa podrá evidenciar dichas situaciones.

A la fecha, la SUNAT no aplica, ni mucho menos tiene un protocolo definido para el intercambio de información con otras Aduanas del mundo, entidades públicas nacionales o extranjeras, por lo que rara vez aplicarán lo dispuesto en el artículo 5 de la Ley General de Aduanas, lo que de cierta manera, complica y tiene un impacto entorpecedor en el procedimiento de acogimiento posterior, sobre todo cuando al importador se le complica la obtención de documentación para acreditar el transporte directo.

Por otro lado, el hecho del intercambio de información no solamente aplica para entidades extranjeras o nacionales, sino que también para solicitarle información a los operadores de comercio exterior que hayan participado en el despacho aduanero; es decir, cuando a la SUNAT aún le queden dudas sobre el cumplimiento del transporte directo, no es ilógico pensar que pueda solicitar información adicional al transportista o su representante en el país, puesto que este último es un operador de comercio exterior y está obligado a comparecer ante cualquier requerimiento de información y es este operador quien posee todos los argumentos y sustentos sobre el transporte de las mercancías.

Como puede observarse, a estas alturas en donde la globalización y el intercambio de información se está volviendo cada día más digital, una gran opción para la facilitación de comercio exterior es que la SUNAT pueda también recabar información cuando la que fue presentada por el importador resulta insuficiente o que, a pesar de que se haya presentado documentación idónea, para dicha administración no acredite la expedición directa, solicitando información adicional a los operadores que intervinieron en dicho despacho (agente de aduana, transportista, depósito temporal) o en su defecto, cruzar información con otras aduanas del mundo.

Se reitera que la idea no es desconocer la carga de la prueba al importador, quien siempre estará

[4] Véase a World Customs Organization (2021).

[5] Véase a OMC (1999, p.9).

bajo su responsabilidad por solicitar tratamiento arancelario preferencial, sino que lo que se propone es mayor participación de la SUNAT, con el objetivo de ser la aduana amigable y cooperativa en descubrir la verdad material, por lo que dicha carga de la prueba podría compartirse en ciertas ocasiones, en cumplimiento de la facilitación al comercio exterior, y dejando de lado el rol fiscalizador y rígido que viene teniendo la aduana peruana en este procedimiento.

Queda claro que en nuestro país, la SUNAT ha descuidado mucho el principio de facilitar los procedimientos de acogimiento a beneficios arancelarios, situación que es preocupante, ya que cada día más importadores solicitan el acogimiento a dichos beneficios, siendo que en la mayoría de veces el importador, por situaciones ajenas a este, no logra recabar la información y documentación para acreditar el cumplimiento de la expedición directa por el simple hecho de que los operadores que intervienen en el despacho no logran emitir los documentos para probar dicho requisito.

Ante esta situación, resulta inevitable recordar que el Perú forma parte como país integrante del Acuerdo de Facilitación al Comercio suscrito por todos los países miembros de la OMC, los cuales se encuentran comprometidos en implementar regulaciones y buenas prácticas que cooperen en otorgar diversas facilidades a los importadores para que gocen de facilitación en las operaciones de comercio exterior y, de esa manera, reducir complicaciones, riesgos y trámites engorrosos.

Es vital entender que todos los países miembros del mencionado acuerdo, de manera periódica, reportan a la OMC los avances que se están implementando a nivel nacional sobre a facilitación, como, por ejemplo, publicación y disponibilidad de la información proporcionada a los administrados, oportunidad de formular observaciones antes de la entrada en vigor de las normas aduaneras, formas de impugnación a las decisiones de las autoridades aduaneras, implementación de medidas para aumentar la imparcialidad, la no discriminación y la transparencia en los procedimientos aduaneros y, sobre todo, la cooperación entre los organismos que intervienen en la frontera.

Lo antes dicho podría interpretarse a favor del importador, a fin de que sea la SUNAT quien, en función del intercambio de información por la cooperación internacional en materia aduanera, en algunos casos comparta la carga de la prueba en apoyo al importador para acreditar la expedición directa de mercancías al amparo de las preferencias arancelarias de los diversos acuerdos comerciales suscritos por el Perú, y que no sea únicamente el importador quien tenga la responsabilidad de probar dicho requisito cuando le es materialmente imposible conseguir cierta documentación emitida por entidades o empresas extranjeras. Las entidades con las que se puede compartir la carga de la prueba serían directamente las que intervienen en el despacho aduanero, por ejemplo, las autoridades aduaneras del país de origen, depósitos temporales del país de origen, el transportista internacional marítimo o aéreo que realice el traslado de las mercancías, entre otros.

Lo antes indicado se confirma en una revisión a lo dispuesto por el literal h del artículo 245-T del Reglamento de Organización y Funciones (en adelante, ROF) de la SUNAT, incorporado por Decreto Supremo 198-2017-EF, en donde se ha establecido que la División de Tratados Internacionales posee competencias para "**identificar y elevar las necesidades institucionales de cooperación internacionales en materia aduanera, así como proponer alternativas de atención**" [el énfasis es nuestro], lo que conllevaría a que dicha división impulse de oficio alternativas de atención de cooperación internacional entre la SUNAT y otras autoridades aduaneras del mundo.

Dicho esto, no logra entenderse cómo un país que es miembro del Acuerdo de Facilitación al Comercio de la OMC y que mantiene actualizado su participación, en la práctica no cumple con sus obligaciones frente a las disposiciones internacionales ni logra implementar un pensamiento de Estado que apoye a los importadores y no solamente tenga un rol recaudador.

Claro está que el camino para lograr una política de Estado que brinde oportunidades reales a los importadores aún no es tan claro. Sin embargo, siendo críticos en los tópicos controversiales es que podemos mejorar los procedimientos aduaneros y lograr modificaciones importantes.

III. MINCETUR VS. SUNAT: ¿QUIÉN ES COMPETENTE PARA INTERPRETAR DISPOSICIONES ESTABLECIDAS EN ACUERDOS COMERCIALES SOBRE ACOGIMIENTO POSTERIOR?

En nuestro país se ha establecido un marco normativo específico para cada entidad, la cual deberá de ejercer sus funciones de acuerdo con sus competencias. Actualmente, en materia de comercio exterior tanto la División de Tratados Internacionales de la SUNAT como la Dirección de la Unidad de Origen del Ministerio de Comercio Exterior y Turismo (en adelante, MINCETUR), son las entidades que se encargan de revisar asuntos sobre esta materia. Líneas abajo podrán encontrar una lista con las principales funciones de cada entidad.

TABLA 1

FUNCIONES COMPETENCIALES	
SUNAT[6]	**MINISTERIO DE COMERCIO EXTERIOR Y TURISMO**[7]
a) Elaborar los proyectos de disposiciones normativas relacionadas a las materias de su competencia. **b)** Proyectar opinión técnica respecto de las propuestas normativas formuladas por otras unidades orgánicas y órganos, o por entidades del sector público o representativas del sector privado, organismos internacionales u otras entidades extranjeras, en el ámbito de su competencia, en coordinación con las unidades orgánicas de la SUNAT, de corresponder. **c)** Evaluar las consultas técnicas que formulen las entidades del sector público o representativas del sector privado, organismos internacionales u otras entidades extranjeras y personas naturales o jurídicas, relativas al ámbito de su competencia y proyectar opinión técnica, en coordinación con las unidades orgánicas de la SUNAT, de corresponder. **d)** Absolver las consultas técnicas que formulen los órganos y las unidades orgánicas de la SUNAT en los aspectos de su competencia. **e)** Conducir o participar en la negociación de los tratados, acuerdos y convenios de cooperación internacionales, en materia aduanera; así como conducir la negociación de los acuerdos de reconocimiento mutuo de programas de operador económico autorizado con otras administraciones aduaneras, y de las alianzas estratégicas y convenios vinculado a dichos programas. **f)** Proyectar las resoluciones sobre recursos impugnatorios, así como las que se pronuncien respecto a la inadmisibilidad o desistimiento de las apelaciones o proyectar el oficio de elevación de estas últimas al Tribunal Fiscal[8], según corresponda. **g)** Elaborar los proyectos de los acuerdos de reconocimiento mutuo de programas de operador económico autorizado con otras administraciones aduaneras, así como alianzas estratégicas y convenios vinculados a dichos programas, en coordinación con la división de operador económico autorizado.	**1.** Formular, dirigir, coordinar, ejecutar y supervisar la política de comercio exterior, con excepción de la regulación arancelaria, así como la política de turismo, en concordancia con la política general del Estado y en coordinación con los sectores e instituciones vinculados a su ámbito. **2.** Establecer el marco normativo para el desarrollo de las actividades de comercio exterior coordinando con los sectores e instituciones que corresponda, así como para el desarrollo de las actividades turística y artesanal a nivel nacional, supervisando el cumplimiento de la normatividad emitida, estableciendo las sanciones e imponiéndolas, de ser el caso, en el ámbito de su competencia; **3.** Negociar, suscribir y poner en ejecución los acuerdos o convenios internacionales en materia de comercio exterior, integración, cooperación económica y social y otros en el ámbito de su competencia. Asimismo, es responsable de velar por el cumplimiento de dichos acuerdos tanto en el ámbito nacional como en el internacional; y difundir los acuerdos comerciales suscritos, así como las negociaciones en proceso; **4.** Apoyar al sector privado en la generación e identificación de nuevos productos de exportación y en el desarrollo de nuevos mercados, así como defender los intereses comerciales de los exportadores peruanos en el exterior ante los foros y organismos internacionales de comercio; proponer la política de Zonas Francas, de Tratamiento Especial Comercial y de Zonas Especiales de Desarrollo. En lo que respecta a la actividad productiva que se realiza dentro de dichas zonas, ésta se regulará por la normativa sectorial correspondiente;

Fuente: Elaboración propia a partir de los contenidos de la Ley 27790 y el Decreto Supremo 198-2017-EF

Como se puede evidenciar, si bien es cierto que ambas entidades poseen competencias específicas, también es importante resaltar que existen competencias similares, lo que podría, de cierta manera, causar cierta incertidumbre respecto a cuál es la entidad competente.

TABLA 2

FUNCIONES COMPETENCIALES SIMILARES	
SUNAT	**MINISTERIO DE COMERCIO EXTERIOR Y TURISMO**
Conducir o participar en la negociación de los tratados, acuerdos y convenios de cooperación internacionales, en materia aduanera; (…)	**Negociar, suscribir y poner en ejecución los acuerdos o convenios internacionales en materia de comercio exterior, integración, cooperación económica** y social y otros en el ámbito de su competencia (…)
(…) relativas al ámbito de su competencia y proyectar opinión técnica, en coordinación con las unidades orgánicas de la SUNAT, de corresponder.	**Emitir opinión técnica vinculante** e intervenir en la formulación de políticas, acciones y propuestas normativas que tengan incidencia determinante respecto a materias o actividades **del ámbito de su competencia.**

Fuente: Elaboración propia a partir de los contenidos de la Ley 27790 y el Decreto Supremo 198-2017-EF

6 Artículo 245-T del Reglamento de Organización y Funciones de la SUNAT (Decreto Supremo 198-2017-EF).

7 Artículo 5 de la Ley 27790.

8 Véase a Sala de Aduanas del Tribunal Constitucional: Resolución 03017-A-2021, Resolución 03776-A-2022 y Resolución 09293-A-2022.

Siguiendo esa línea, no queda claro si la División de Tratados Internacionales de la SUNAT o la Dirección de la Unidad de Origen del MINCETUR es la entidad competente para emitir opinión técnica, ya que ambas entidades poseen competencias similares, situación que resulta incongruente y, en la práctica, induce al error al administrado, ya que en diversas ocasiones ambas entidades llegan a tener posiciones distintas sobre una misma materia, lo que lleva al error al importador.

Un claro ejemplo sobre opiniones contrarias podríamos encontrarlas en las posturas sobre el llenado del Certificado de Origen de China, en el cual el MINCETUR en el Oficio 138-2013-MINCETUR/VMCE/UO señala que el casillero 4 se considera llenado correctamente con solo consignar el puerto de carga y descarga. Sin embargo, SUNAT en pronunciamientos dirigidos a importadores ha señalado que el casillero 4 debe contener necesariamente la información sobre la ruta, fecha de salida y número del vehículo de transporte.

Retomando el análisis, de una simple lectura a las funciones, la entidad que posee las competencias para interpretar emitir opinión técnica es la Dirección de la Unidad de Origen del MINCETUR, al amparo de los numerales 1 y 2 de la Ley 27790, Ley de organización y funciones del Ministerio de Comercio Exterior y Turismo, los cuales confieren a dicha entidad las competencias para formular, dirigir, coordinar, ejecutar y supervisar la política de comercio exterior, así como para establecer el marco normativo para el desarrollo de las actividades de comercio exterior (2002).

Sin embargo, en la práctica, la SUNAT frente a una consulta de interpretación de disposiciones de acuerdos comerciales referidos al origen, lo que realiza es formular una postura o pronunciamiento sin pedir informes técnicos o posturas al MINCETUR, lo que evidencia claramente una subrogación de las funciones competenciales, situación que no es jurídicamente aceptable.

Queda claro que aún existen falencias sobre diferencias competenciales entre la SUNAT y MINCETUR y no se dilucida quién es la entidad que, frente a una controversia de alguna disposición de un acuerdo comercial, será la encargada de resolver y brindar una solución de manera definitoria.

En mi opinión, si bien ambas entidades comparten funciones similares, finalmente es el MINCETUR la entidad competente para **negociar, suscribir y poner en ejecución** los acuerdos comerciales suscritos por el Perú, de acuerdo con lo dispuesto por su Reglamento de Organizaciones y Funciones, teniendo el deber la SUNAT de plasmar toda la regulación a nivel operativo nacional en procedimientos de operatividad aduanera que faculten a los operadores de comercio exterior e intervinientes a su ejecución en la práctica aduanera.

Debido a ello, cuando SUNAT identifique disposiciones que necesiten de una interpretación más profunda, **lo correcto sería que le solicite una opinión técnica al MINCETUR**, debiendo esta última entidad emitir su pronunciamiento a través de un oficio o informe. De esta manera, se logra respetar y delimitar las competencias entre estas dos entidades.

La facultad de emitir opiniones técnicas se encuentra establecida en el Reglamento de Organizaciones y Funciones del MINCETUR, por lo que solo basta que SUNAT implemente un procedimiento sencillo para remitir consultas técnicas para que sean resueltas en un breve plazo y de esa manera, los administrados recibirían una respuesta idónea y competencialmente motivada.

IV. ÚLTIMA POSTURA DE SUNAT FRENTE EL ALMACENAMIENTO TEMPORAL PARA EL CUMPLIMIENTO DEL REQUISITO DE EXPEDICIÓN DIRECTA: ¿ESTAMOS FRENTE A UN PANORAMA JURÍDICAMENTE INCIERTO?

Los criterios de expedición directa son los mismos internacionalmente. Sin embargo, cada acuerdo comercial puede establecer ciertos criterios que puedan generar diferencias significativas. Un ejemplo de ello es la interpretación que realizó SUNAT sobre el cumplimiento de la expedición directa al amparo del Acuerdo Comercial Internacional (en adelante, AIC) entre Perú y China.

Como primera medida, debe tenerse claro las disposiciones sobre este requisito en dicho Acuerdo:

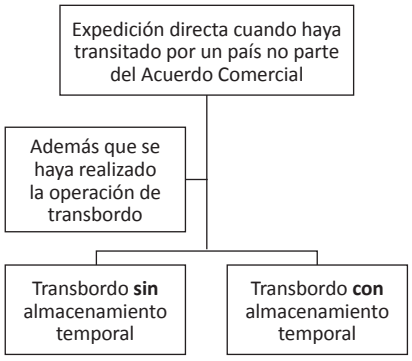
> Transporte Directo
>
> 12. Para que las mercancías conserven su condición de originarias deben haber sido transportadas directamente desde el territorio de la República Popular de China hacia el territorio de la República del Perú sin pasar por territorio de un país no Parte del Tratado. No obstante, las mercancías que transiten por uno o más países no Partes del Tratado, con o sin transbordo o almacenamiento temporal de **hasta 3 meses**, se consideran transportadas directamente siempre que en dicho(s) país(es) no Parte(s):
>
> (a) no entren al comercio o se comercialicen; y,
>
> (b) no sufran ninguna operación distinta a la descarga, recarga, reembalaje, o cualquier otra operación a fin de mantenerlas en buenas condiciones.

> 13. Para acreditar el transporte directo en un país no Parte, el importador debe presentar los siguientes documentos:
>
> (a) en el caso de tránsito o transbordo **sin almacenamiento** temporal, el **documento de transporte** de las mercancías desde China con destino final Perú; y,
>
> (b) **en el caso de almacenamiento temporal**, un documento emitido por la **autoridad aduanera del país no Parte** en el que se observe que el contenedor identificado en el correspondiente documento de transporte no ha sido objeto de operación distinta a las señaladas en el literal (b) del numeral precedente. Si dicho documento se emite en idioma distinto al español, el importador debe presentar su traducción simple (Procedimiento Específico: Aplicación de Preferencias al Amparo del TLC PERU - CHINA [en adelante, el Procedimiento DESPA-PE.01.22], 2012).

Como se puede desprender de una lectura simple del numeral 13 del DESPA-PE.01.22, la probanza documentaria del requisito de expedición directa dependerá de si en dicha expedición se realizó tránsito o transbordo por un país no Parte, entendiéndose tránsito como el solo hecho de que la nave o aeronave haya transitado por el territorio aduanero de un país ajeno al del Acuerdo Comercial sin que esto suponga que la mercancía haya sido descargada de la nave o aeronave.

Por otro lado, el transbordo debemos entenderlo como la figura en la cual la mercancía además de haber transitado por el país ajeno, esta haya sido desembarcada de la nave o aeronave, con la finalidad de ser cargada nuevamente en otra nave o aeronave distinta. Ante esta situación el Procedimiento DESPA-PE.01.22 establece que en esta operación pueden darse dos (2) situaciones correctamente delimitadas:

GRÁFICO 1



Fuente: Elaboración propia a partir del Procedimiento DESPA-PE.01.22

Siguiendo esa línea, podemos entender que una operación de transbordo se realiza sin almacenamiento temporal cuando la mercancía no tiene la necesidad de ingresar a un recinto o depósito temporal. Por el contrario, cuando se realiza un transbordo con almacenamiento, necesariamente la mercancía tiene que ingresar a un reciento o deposito temporal, con la intención de que sea resguardada o custodiada por un periodo de tiempo (no mayor a 3 meses) para luego ser embarcada en otra nave o aeronave.

El caso está en que para el cumplimiento de la expedición directa cuando se haya realizado transbordo sin almacenamiento, el importador solo deberá presentar el documento de transporte que acredite el origen y destino. Sin embargo, cuando se trate de transbordo con almacenamiento, **el importador deberá de obtener un documento emitido por la aduana del país no parte en la que acredite el control y resguardo aduanero de la mercancía.**

Es en este asunto en donde la carga de la prueba para el importador se complica, toda vez que, en la mayoría de los casos, las líneas navieras realizan transbordo con almacenamiento, situación que puede evidenciarse en el *tracking* de la nave o aeronave, por lo que automáticamente obliga al importador a conseguir un documento emitido por la aduana del país no parte que acredite el control y seguridad de la integridad de las mercancías. Algunos países como Panamá sí emiten este tipo de documento. Sin embargo, la mayoría de los países no, siendo finalmente la probanza la parte más complicada para el importador.

Un ejemplo de ello es el país de Nueva Zelanda, el cual en diversos comunicados ha señalado una postura muy concreta respecto a la probanza de la expedición directa cuando se haya realizado un transbordo. Al respecto, autoridad aduanera de Nueva Zelanda sostiene que las autoridades aduaneras de los países no parten de los Acuerdos Comerciales suscritos por Nueva Zelanda en los que se realiza el transbordo de mercancías **no están obligados a emitir cartas o pronunciamiento sobre el control y vigilancia aduanera**, debiendo el importador probar el transporte directo en función a los documentos que tiene disponible[9].

A raíz de ello, el importador debe probar la expedición directa a través de documentos aduaneros, comerciales, de almacén y transporte disponibles, precintos de contenedores y otras pruebas para determinar si una mercancía exportada ha sufrido

[9] Para más información, véase a Servicio de Aduanas de Nueva Zelanda (2023).

alteraciones en el país de tránsito o transbordo. Ante esta postura, queda claro que SUNAT podría adoptar dicho pronunciamiento a favor de aligerar la carga de la prueba por parte del importador y de esa manera, facilitar el acogimiento posterior.

Cerrando la idea, cuando se trate de transbordos sin almacenamiento, en nuestra legislación, el importador únicamente debe proporcionar el documento de transporte con origen China y destino Perú. Sin embargo, cuando exista almacenamiento el cumplimiento del requisito de expedición directa se supedita a la presentación de un solo documento emitido por la aduana del país no parte.

En el año 2019, la SUNAT publicó el Informe 82-2019-SUNAT/340000[10], el cual tuvo las siguientes conclusiones:

> **a)** El almacenamiento temporal bajo los establecidos en el artículo 36 del AIC Perú-China **no supone necesariamente la permanencia de las mercancías en un recinto cerrado, bastando que sean reunidas o guardadas en un espacio determinado de conformidad con la legislación aduanera del tercer país.**
>
> **b)** A fin de acreditar el transporte directo de las mercancías amparadas en el AIC Perú-China que hubiesen sido almacenadas temporalmente en un país no parte **solo podrán aceptarse los documentos emitidos por la Administración Aduanera del tercer país**.

Para arribar a la primera conclusión, la SUNAT parte de que, en el Acuerdo entre Perú y China, (en adelante, el Acuerdo) **no se define lo que debe ser entendido como almacenamiento temporal**, con lo cual, en base a lo que indica el Diccionario de la Real Academia Española (en adelante, DRAE)[11] en su concepto de 'almacenar´ no establece la necesidad de que en dicho almacenamiento se realice en un local o recinto físico. Ante esto la SUNAT concluye que el almacén al que refiere el Acuerdo no se puede limitar al almacenamiento en un recinto cerrado, sino que el concepto se extiende también a cuando se reúnen las mercancías en un espacio no cerrado, como bien puede ser dentro de zona primaria (puertos y/o aeropuertos). Sin embargo, de una breve revisión a las definiciones de 'almacenar' establecido por el DRAE, no se indica ni mucho menos deja entrever algún tipo de interpretación que sugiera que almacenar puede darse inclusive en espacios físicos que no conlleven el resguardo en un recinto cerrado, por lo que indica la SUNAT es categóricamente errado e interpretado de manera extensiva sin estar sujeto a algún contexto legal aduanero.

Para arribar a la segunda conclusión la SUNAT se basa en el Oficio 299-2010-MINCETUR/VMCE[12], el cual refiere lo siguiente:

> *[...] El **MINCETUR,** como autoridad competente de la Parte Importadora, considera **satisfactorio para demostrar el transporte directo, en casos de almacenamiento temporal** en un país no parte, **un documento emitido por la autoridad aduanera de dicho país** en el que se observe que el contenedor identificado en el correspondiente documento de transporte no ha sido objeto de operación distinta a las señaladas en el Artículo 36.2 (ii) del tratado [...] (SUNAT, 2019).*

Como podemos interpretar, lamentablemente la SUNAT, a raíz de la falta de precisión de lo que se entiende por 'almacenamiento' en el Acuerdo, está aplicando disposiciones jurídicas en base a una incorrecta interpretación de las definiciones de un diccionario, omitiendo de manera totalmente fragante las definiciones jurídico aduaneras establecidas por nuestro ordenamiento jurídico aduanero. Por lo que, no es aceptable que la SUNAT intente interpretar situaciones meramente operativas a través de un diccionario, ya que está desconociendo todo el contexto operativo de un transbordo y de las condiciones que pueden suceder respecto al transporte directo como requisito de beneficios arancelarios.

Ahora bien, ¿cuál es la consecuencia de esta ilógica interpretación? Pues, el hecho de que si la SUNAT interpreta que el almacenamiento temporal puede suceder inclusive en zona primaria sin la necesidad de que la mercancía ingrese a un recinto para su custodia y resguardo, esto significa que estaríamos frente a que se desconozca uno de los principales supuestos de un transbordo, es decir, transbordo sin almacenamiento.

Al respecto, el procedimiento DESPA-PE.01.22[13] establece una clara diferencia entre dos (2) tipos de transbordos, tan es así, que, dependiendo de

[10] Emitido por la Intendencia Nacional Jurídico Aduanera.

[11] Véase la definición del DRAE sobre almacenamiento temporal.

[12] Emitido por el Viceministerio de Comercio Exterior del MINCETUR.

[13] SUNAT (2012). https://www.sunat.gob.pe/legislacion/procedim/despacho/importacion/importac/procEspecif/despa-pe-01-22.htm

cada supuesto, el requisito de expedición directa se verá cumplido a través de la presentación de distinta documentación, lo que a todas luces resalta una gran diferencia entre los diferentes tipos de causales de transbordo, dando como consecuencia que la acreditación de dicho requisito se supedite a la presentación de documentos diferentes, de acuerdo a como se indica en el siguiente cuadro que se presenta:

TABLA 3

Transbordo sin almacenamiento temporal	Transbordo con almacenamiento temporal
El requisito de expedición directa se cumple con la presentación del **documento de transporte**	El requisito de expedición directa se cumple además de la presentación del documento de transporte, con el **documento emitido por la Aduana del país no parte.**

Fuente: Elaboración propia a partir del procedimiento DESPA-PE.01.22

Como se desprende del análisis antes señalado, estamos frente a dos situaciones totalmente distintas, las cuales requieren –para el cumplimiento de la expedición directa– la presentación de distinta documentación, por lo que carece de sentido y de toda lógica que la SUNAT considere que el almacenamiento temporal debe entenderse en su sentido más extenso, lo que conlleva a que no sea necesario que las mercancías ingresen a un recinto cerrado para que se considere almacenamiento temporal, pudiendo configurarse almacenamiento temporal en un espacio físico indeterminado de una zona primaria.

Esta lógica es muy peligrosa, dado a que podría llegar a entenderse que todo transbordo cuenta con almacenamiento, puesto que todo transbordo supone al menos la permanencia o reunión temporal de la mercancía en un espacio no cerrado en una zona primaria mientras se espera la operación de embarque en la nueva nave o aeronave.

Si la SUNAT interpreta que todo transbordo cuenta con almacenamiento temporal por el solo hecho de estar reunida en un espacio físico dentro de zona primaria por un periodo determinado, carecería de sentido que el texto del Acuerdo y el Procedimiento DESPA-PE.01.22 haya recogido la posibilidad de que se dé el transbordo sin almacenamiento.

En consecuencia, se estaría declarando inutilizable parte del contenido del Acuerdo y Procedimiento DESPA-PE.01.22, desconociendo así las regulaciones internacionales respecto al cumplimiento del requisito de expedición directa, afectando de manera directa al importador, que finalmente tiene la voluntad de acogerse a preferencias arancelarias, puesto que, en ese entendido, deberá de presentar documentación adicional emitida por la aduana del país no Parte del acuerdo, como si es que se tratara de almacenamiento temporal, **documento que es totalmente inexistente cuando se ha realizado un trasbordo sin almacenamiento temporal.**

Respecto a la segunda conclusión debemos mencionar que esta resulta errada como consecuencia de la terrible interpretación de la SUNAT, desnaturalizando lo establecido por el Acuerdo, al amparo del numeral 3 del artículo 36 lo siguiente[14]:

> Articular 36: Transporte directo
>
> […]
>
> 3. El cumplimiento de las disposiciones establecidas en párrafo 1 y 2 se acreditarán mediante la presentación a las autoridades competentes de la Parte importadora, de los documentos aduaneros de los países no Parte o con cualquier otro documento a satisfacción de la autoridad competente de la Parte importadora (Acuerdo Internacional de Comercio Perú - China [AIC], 2009).

En el numeral citado se evidencia la necesidad de presentar documentos específicos para acceder a las preferencias arancelarias en el marco del Acuerdo y cuando se trate exclusivamente de transbordo con almacenamiento temporal, el importador deberá de presentar, además de los documentos de transporte de ser el caso, el documento aduanero de países no Parte o bien otros documentos que acrediten la satisfacción de la autoridad competente de la parte importadora.

El hecho está en que si tomáramos como correcta la segunda conclusión de la SUNAT, se configuraría en todos los casos un almacenamiento temporal en un espacio físico no cerrado, por lo cual **el importador tendría la obligación de presentar un documento necesariamente emitido por la autoridad aduanera del país no Parte cuando este no existe**, con el objetivo de acreditar que la mercancía satisface lo descrito en los párrafos i y ii del literal b del numeral 2 del artículo 36 del capítulo 3 del texto del Acuerdo, lo que a todas luces contraviene todos los dispositivos legales que amparan el Acuerdo, ya que carece de todo sentido la presentación de un documento que no será emitido y que no existe y que no forma parte de los requisitos para acreditar el transporte directo en los casos de transbordo sin almacenamiento temporal.

[14] Capítulo 3 del AIC Perú - China (2009). https://www.acuerdoscomerciales.gob.pe/En_Vigencia/China/Documentos/espanol/3_Reglas_Origen_espanol.pdf

V. PRINCIPIOS VULNERADOS A RAÍZ DE LAS NUEVAS INTERPRETACIONES DE SUNAT QUE PONEN EN PELIGRO LA SEGURIDAD JURÍDICA DEL IMPORTADOR

i. Ejercicio legítimo del poder

Debido a que el Texto Único Ordenado (en adelante, TUO) de la Ley de Procedimiento Administrativo General (en adelante, la LPAG)[15] menciona literalmente en su numeral 1.17 del artículo IV del Título Preliminar que "la autoridad administrativa ejerce única y exclusivamente las competencias atribuidas para la finalidad prevista en las normas que le otorgan facultades o potestades". Es de notarse que en el informe expuesto la SUNAT se está atribuyendo competencias que le corresponden al MINCETUR, en el extremo de interpretar un Acuerdo Comercial y además de forma contraria a la literalidad e inutilizando supuestos contemplados en el texto, con la finalidad de exigir documentación carente de asidero legal.

Queda claro que SUNAT puede emitir opinión sobre aspectos relacionados a las normas de origen. Sin embargo, dicha potestad no le confiere el hecho de interpretar de manera extensiva disposiciones a nivel de Acuerdos Comerciales, puesto que, si algún dispositivo legal no es claro, lo correcto es que solicite una opinión técnica al MINCETUR, con la intención de que esta última entidad confirme o aclare las disposiciones negociadas con los países aliados.

ii. Debido procedimiento

El numeral 1.2 del artículo IV del Título Preliminar del TUO de la LPAG, debido a que la SUNAT, tras la interpretación realizada, exige la presentación documento que no existe. Contrario *sensu*, si la SUNAT no estuviese vulnerando el debido procedimiento –y el documento solicitado existiese– estaría interpretando contra la literalidad del acuerdo, pues dicha administración exige un documento que acredite requisitos para el transbordo que necesariamente tendrá al menos almacenamiento en un espacio físico no cerrado, esto a pesar de que el tratado refiere a la posibilidad de transbordo con almacenamiento y transbordo sin almacenamiento.

iii. Principio de verdad material

El numeral 1.11 del artículo IV del Título Preliminar del TUO de la LPAG, debido a que con base sobre las conclusiones a las que arribó la SUNAT se descarta la posibilidad de que la autoridad verifique plenamente los hechos que motivarán la decisión al exigir un documento que no existe y que por ende resulta imposible de obtener. Asimismo, resulta pertinente señalar que dicha administración se encuentra totalmente facultada para solicitarle información a las aduanas de los países no parte, a fin de recabar información que consiste pertinente, de conformidad con el artículo 5 de la Ley General de Aduanas.

Esta disposición también le otorga la posibilidad a la SUNAT de consultarle y exigirle documentación de manera electrónica a cualquier entidad del estado, así como a los operadores de comercio exterior que hayan participado en la operación, como lo es el transportista internacional, agente de carga, entre otros.

iv. Principio de razonabilidad

Debido a que el principio estipulado en el numeral 1.4 del artículo IV del Título Preliminar TUO de la LPAG refiere que las autoridades administrativas al crear obligaciones a los administrados deben adaptarse dentro de los límites de la facultad atribuida –facultad que consideramos que la SUNAT no tiene– y que además se debe mantener la proporción entre los medios a emplear y los fines a tutelar para que se satisfaga solo lo estrictamente necesario del cometido.

En el presente caso, al exigir un documento que pruebe que la mercancía no ha sido comercializada o sometida a operaciones durante una breve estadía en un espacio físico no cerrado –puerto– se está exigiendo un documento que resulta evidentemente innecesario y totalmente desproporcional carente de asidero legal, en el entendido de que la mayoría de aduanas del mundo no emiten dichos documentos, por el simple hecho de que cuando una mercancía ingresa a sus territorios, el control y vigilancia aduanera está implícita desde dicho momento.

[15] Véase a Decreto Supremo 004-2019-JUS. https://cdn.www.gob.pe/uploads/document/file/320709/DS_004-2019-JUS.pdf?v=1560434051

v. Principio de debida motivación del acto administrativo

El artículo 6 del TUO de la LPAG, debido a que la SUNAT –tras reconocer que el texto del tratado no contiene una disposición que defina el almacenamiento– recurre a una errada interpretación de 'almacenar' en el DRAE para concluir que el almacenamiento se da tanto en recintos cerrados como en espacios físicos no cerrados.

Ahora, en el supuesto negado que las definiciones de 'almacenar' hubiesen definido lo indicado por la SUNAT, aun así las definiciones del DRAE no podrían ser usadas como sustento, puesto que dichas definiciones son textos que no contemplan las definiciones usuales en el lenguaje del Derecho Aduanero y del Comercio Internacional por lo que no resultaría motivación suficiente para arribar a la primera conclusión y a través de esta imponer una obligación a los administrados.

vi. Principio de legalidad

El principio tipificado en el numeral 1.1. del artículo IV del Título Preliminar del TUO de la LPAG menciona que las autoridades administrativas deben actuar con respeto a la Constitución, la ley y al derecho, dentro de las facultades que le estén atribuidas y de acuerdo con los fines para los que les fueron conferidas.

Es claro que la SUNAT ha interpretado en contra de lo dispuesto por el texto del Acuerdo, el cual tiene rango de ley en nuestro país, al ser este parte del orden jurídico nacional se tiene como consecuencia que la interpretación es contraria al derecho.

Además, en el momento en que la SUNAT se atribuye la facultad de interpretar extensivamente un Acuerdo Comercial tras admitir que el texto no tiene disposiciones que le permitan hacer discernimientos, se está atribuyendo facultades que van más allá de la ejecución de las disposiciones y que se orientan a realizar distinciones donde la ley no las hace además de brindar sentidos que solo un órgano administrativo de una parte firmante reconoce desconociendo así la naturaleza de un tratado, peor aún con la única finalidad de exigir requisitos no existentes para un transbordo sin almacenamiento temporal.

vii. Principio de interpretación

El numeral 8 del artículo 86 del TUO de la LPAG debido a que la SUNAT se atribuye la facultad de interpretar extensivamente la norma asumiendo que la incorporación de figuras ajenas al Acuerdo es una técnica válida en la interpretación de estos a pesar de que conlleven a imposibles jurídicos y exigencias de prácticas que no se dan en el ámbito del derecho al que pertenece el tratado.

Adicionalmente a lo expuesto es de verse que las conclusiones a las que arriba la SUNAT y su efecto en el comercio supondrían la inaplicación de una parte del tratado afectando a los dos países suscriptores del Acuerdo, lo cual contraviene los derechos de todos los administrados.

VI. CONCLUSIONES

a) Es evidente que debe de regularse o precisarse a nivel nacional los alcances de la carga de la prueba del importador, sobre todo cuando la probanza del cumplimiento del requisito de expedición directa está supeditada a la presentación de documentación de países no Parte del Acuerdo Comercial al cual se está solicitando preferencias arancelarias, pudiendo la SUNAT poder solicitar información a otras aduanas del mundo, operadores de comercio exterior que hayan intervenido en el despacho o cualquier entidad del estado, con la finalidad de dar por cumplido el mencionado requisito.

O inclusive, adoptar la postura de otros países del mundo, en los que entienden que la presentación de un documento emitido por una aduana ajena no es obligatoria, debiendo únicamente el importador probar la expedición directa en función a los documentos que pueda conseguir.

b) El MINCETUR debe de pronunciarse por todos los aspectos relativos a la correcta interpretación de los dispositivos legales de los Acuerdos Comerciales suscritos por el Perú, debiendo la SUNAT solicitar pronunciamiento o informes técnicos a MINCETUR como organismo competente cuando se encuentre frente una controversia de fondo relativa a la interpretación del correcto acogimiento a preferencias arancelarias, puesto que no ser eso posible se continuaría con la controversia competencial entre ambas entidades, lo cual causa un escenario de incertidumbre jurídica.

Es recomendable que el importador le solicite a SUNAT que traslade las consultas a MINCETUR y este emita su pronunciamiento como entidad competente.

c) Queda evidenciado que la actual postura de la SUNAT, en función a una interpretación extensiva del AIC Perú - China, está causando perjuicios directo o directamente, quien, al verse atrapado en una incorrecta aplicación de la legislación aduanera, no puede verse beneficiado con preferencias arancelarias. Ahora, si bien es cierto que dicha interpretación ha sido aplicada para los alcances del AIC Perú - China, esto no quita que SUNAT realice la misma interpretación ilegítima de la norma en otros acuerdos, puesto que como es sabido las normas de la expedición directa son compartidas con todos los Acuerdos Comerciales suscritos por el Perú.

REFERENCIAS

Ministerio de Comercio Exterior y Turismo. (s.f.). *¿Qué Acuerdos Comerciales tenemos?* https://www.acuerdoscomerciales.gob.pe/acuerdos_comerciales.html

(2013). *Oficio 138-2013-MINCETUR/VMCE/UO.* https://cdn.www.gob.pe/uploads/document/file/36430/Imagen.aspx.pdf?v=1531187113

Organización Mundial de Comercio [OMC] (1999). *Convenio internacional de asistencia administrativa mutua para la prevención, la investigación y la represión de las infracciones aduaneras*. https://www.wcoomd.org/~/media/wco/public/global/pdf/about-us/legal-instruments/conventions-and-agreements/nairobi/nairenng1.pdf?la=en

Real Academia Española (s.f.). Almacenar. En Diccionario de la lengua española. https://dle.rae.es/almacenar?m=form

Servicio de Aduanas de Nueva Zelanda (2023). *Transporte Directo/ Norma de no manipulación en los acuerdos comerciales preferenciales*. https://www.wcoomd.org/-/media/wco/public/global/pdf/events/2023/workshop-on-rules-of-origin/session-3/morning/es/1_direct-consigment_non_alteration-in-ptas-es.pdf?la=en

Superintendencia Nacional de Aduanas y de Administración Tributaria [SUNAT] (2019). *Informe 82-2019-SUNAT/340000*. https://www.sunat.gob.pe/legislacion/oficiosAd/2019/informes/2019-INF-082-340000.pdf

United Nations Conference on Trade and Development [UNCTAD] (2017). *Review of Maritime Transport 2017.* https://unctad.org/system/files/official-document/rmt2017_en.pdf

World Customs Organization [WCO] (2021). *SAFE Framework of Standards.* https://www.wcoomd.org/-/media/wco/public/global/pdf/topics/facilitation/instruments-and-tools/tools/safe-package/safe-framework-of-standards.pdf?la=en

LEGISLACIÓN, JURISPRUDENCIA Y OTROS DOCUMENTOS LEGALES

Decreto Legislativo 1053, Decreto Legislativo que aprueba la Ley General de Aduanas, Diario Oficial *El Peruano,* 27 de junio de 2008 (Perú).

Ley 27790. Ley de Organizaciones y Funciones del Ministerio de Comercio Exterior y Turismo, Diario Oficial *El Peruano,* 25 de julio de 2002 (Perú).

Decreto Supremo 004-2019-JUS. Decreto Supremo que aprueba el Texto Único Ordenado de la Ley 27444 – Ley del Procesamiento Administrativo General, Diario Oficial *El Peruano,* 22 de enero de 2019 (Perú).

Decreto Supremo 198-2017-EF. Decreto Supremo que modifica el Reglamento de Organización y Funciones de la Superintendencia Nacional de Aduanas y de Administración Tributario - SUNAT, Diario Oficial *El Peruano,* 9 de julio de 2017 (Perú).

Sala de Aduanas del Tribunal Fiscal, 06 de abril de 2021, Resolución 03017-A-2021 (Perú).

Sala de Aduanas del Tribunal Fiscal, 24 de mayo de 2022, Resolución 03776-A-2022 (Perú).

Sala de Aduanas del Tribunal Fiscal, 22 de diciembre de 2022, Resolución 09293-A-2022 (Perú).

Superintendencia Nacional de Aduanas y Tributos [SUNAT], 12 de febrero de 2010, Procedimiento Específico RECA-PG.05 (Perú).

Superintendencia Nacional de Aduanas y Tributos [SUNAT], 04 de febrero de 2010, Procedimiento Específico DESPA-PE.01.22 (Perú).

Tratado de Libre Comercio entre el Gobierno de la República del Perú y el Gobierno de la República Popular de China, Peru-China, capítulo 3, Abril. 28, 2009.

ENTREVISTA

Rebaza, Alcázar & de las Casas

Lima
desde 2004

Av. Víctor Andrés Belaúnde 147,
Piso 3, Edificio Real 2, San Isidro
Tel.: (511) 442-5100

Santiago
desde 2009

Av. Apoquindo 3650,
Piso 12, Las Condes
Tel.: (562) 2244-68432

RAD Madrid

Calle Velázquez 34, piso 7, Salamanca, 28001, Madrid
Tel.: +34 910623682

www.rebaza-alcazar.com

RAD

10.18800/themis.202302.026

ENTREVISTA: TENDENCIAS, DESAFÍOS Y OPORTUNIDADES DEL M&A EN PERÚ: NUEVOS ACTORES EN EL MERCADO LOCAL, INTERNACIONALIZACIÓN DE GRUPOS PERUANOS Y FUTURO DEL M&A ANTE LA RECESIÓN ECONÓMICA

INTERVIEW: TRENDS, CHALLENGES, AND OPPORTUNITIES OF M&A IN PERU: NEW PLAYERS IN THE LOCAL MARKET, INTERNATIONALIZATION OF PERUVIAN ECONOMIC GROUPS AND THE FUTURE OF M&A DUE TO THE ECONOMIC RECESSION

Alberto Rebaza Torres*
Ex miembro del Consejo Directivo de THĒMIS
Rebaza, Alcázar & De Las Casas

No es secreto que el Perú ha experimentado una crisis política en los últimos años que ha ocasionado la salida de varios presidentes. Inclusive, fuimos testigos de un fracasado golpe de Estado en el año 2022. Por ello, el mundo del M&A, al igual que la nación, se ha visto afectado y ha sido objeto de ciertos cambios que involucran tanto a inversionistas de nuestro país, como extranjeros.

En ese sentido, Alberto Rebaza, socio fundador del estudio Rebaza, Alcázar & De Las Casas, nos comenta en esta entrevista su perspectiva sobre el mercado de M&A. Para ello, hace uso de su vasta experiencia como líder del área de Fusiones y Adquisiciones del mencionado estudio y opina sobre las implicancias que ha tenido la inestabilidad política, las nuevas figuras legislativas que reforman este mercado y las distintas opiniones controversiales que versan sobre la forma en la que se desenvuelve el M&A. Finalmente, brinda una proyección de cómo se desenvolverá el M&A en 2024.

* Abogado. Máster en Derecho por University of Virginia School of Law. Managing Partner de Rebaza, Alcázar & De Las Casas. Contacto: alberto.rebaza@rebaza-alcazar.com

Agradecemos al estudio Rebaza, Alcázar & De Las Casas por brindarnos sus instalaciones para la realización de la presente entrevista.

Esta entrevista fue realizada por Valentina Hernández Bernos, directora del Consejo Ejecutivo de THĒMIS-Revista de Derecho. Además, participaron de la entrevista Ignacio Tovar, miembro del Consejo Ejecutivo de THĒMIS-Revista de Derecho, y Fernando Rodríguez, asociado senior del estudio Rebaza, Alcázar & De Las Casas.

I. ¿Cuál es su balance del mercado de M&A en este año 2023?

Considero que el mercado de M&A en el 2023 estuvo marcado por la transición política. Para contestar de mejor forma esta pregunta, comenzaré hablando sobre nuestro país, Perú, y luego hablaremos del extranjero.

En Perú, evidentemente, el –fracasado– golpe de Estado produjo una transición a un nuevo gobierno liderado por la presidente Dina Boluarte. Producto de ello, se generó un periodo de cierta inestabilidad, pero este fue seguido muy rápidamente de un periodo de mayor estabilidad por diversas razones que significaron una mejora relativa frente a lo que se veía en el gobierno de Pedro Castillo.

Esta inestabilidad significó que los distintos actores en la industria de M&A tuvieran un periodo de adaptación, un '*wait and see*' bastante marcado; pero que, luego de superado ese periodo de inestabilidad –recordemos el verano pasado, caracterizado por muchas movilizaciones y situaciones bastante complejas– se vivió un segundo, tercer y cuarto trimestre más tranquilos. De este modo, lo que tenemos hoy en día es una situación relativamente estable, mucho más que la del gobierno anterior. Sin embargo, vale la pena aclarar, no es la estabilidad a la que estábamos antes, yo diría, de la crisis del gobierno de Pedro Pablo Kuczynski.

¿Qué significa eso en términos de M&A? Significa que en el primer y segundo trimestre del 2023 hubo bastante lentitud en las transacciones –en términos generales–; pero que, a partir del final del segundo y comienzos del tercer y cuarto trimestre, se inició una reactivación muy marcada en diferentes frentes.

Lo sucedido en el mundo no fue muy distinto al Perú en términos de estabilidad política y de los mercados. La invasión de Rusia a Ucrania, por ejemplo, tuvo una serie de efectos en la estabilidad de los mercados, sobre todo por el temor de lo que podía pasar en Europa, al impregnarse los temores de perder el suministro de gas ruso, experimentar un invierno brutal, entre otras situaciones alarmantes. También es cierto que las tasas de interés a nivel mundial no disminuyeron y hubo una fuerte inflación en el mundo que encareció el dinero: al encarecerse el endeudamiento, hubo impacto negativo en la capacidad de inversión y, por tanto, se hizo más difícil la capacidad de compra de empresas. Por todo ello, el 2023 ha sido un año complejo en diversos aspectos.

Afortunadamente, si bien el primer semestre fue bastante complejo, el segundo semestre 'pintó' mejor en cuanto a inversión y perfil de inversionistas. Si bien las circunstancias no fueron ideales, sí resultaron bastante aceptables en una multiplicidad de sectores, no solamente en aquellos que suelen ser más resilientes como la energía (activos sólidos que pueden ser de interés de cualquier inversionista), sino también en sectores más complejos como la agroindustria.

Sin embargo, en materia de inversión seguimos estancados muy marcadamente como país en dos ámbitos: infraestructura y minería. En ambos casos, no hay proyectos importantes desarrollándose en Perú. Estamos terminando este año con un crecimiento muy bajo (probablemente haya un efecto rebote positivo durante el 2024); pero lo cierto es que, si hubiera proyectos de infraestructura relevantes hoy en día (por ejemplo, las líneas 3 o 4 del Metro de Lima, o proyectos portuarios, aeroportuarios, ferroviarios o viales) o si destrabaran los grandes proyectos mineros que están lamentablemente paralizados, hablaríamos de un país que crece cinco o siete veces más de lo que crece ahora.

II. ¿Cuáles han sido los perfiles de los inversionistas en el mercado de M&A?

En nuestro Estudio, estamos bastantes sorprendidos con la multiplicidad de inversionistas que vienen ingresando al país. Comenzamos el 2023 pensando que iban a a ser perfiles más de corte especulativo u oportunista, como suele suceder en mercados turbulentos. Obviamente, también esperábamos mucha inversión china. Pensábamos que este perfil de inversionista iba a ser el que tendría más predominancia. Sin embargo, nos llevamos una buena sorpresa al notar una mayor variedad de lo que imaginábamos. Y digo una 'buena sorpresa' porque las fuentes de inversión no deben estar concentradas en una sola región o país ni en un solo tipo de perfil de inversionista, sino en una multiplicidad de ellos.

Entonces, ¿cuál es el perfil del inversionista de M&A? Es una respuesta bastante larga, pero los inversionistas en M&A tienen perfiles bastante variados.

Por ejemplo, estimamos que habría mayor predominio de la inversión china, principalmente porque Luz del Sur fue comprada por una empresa china y nuestro Estudio asesora a Enel en la venta de su distribuidora a otra empresa china. No obstante, hemos visto una gran variedad de actores por el lado comprador, entre ellos fondos como KKR (uno de los más importantes del mundo, con inversiones en infraestructura de telecomunicaciones), HIG Capital (fondo con presencia global que ad-

quirió Ransa hace un par de años, que sigue muy activo en el país y en la región) y otros fondos de que involucran inversionistas sofisticados y levantamiento de capital en el extranjero de parte de inversionistas sofisticados.

Ahora bien, visto el Perú en su real y más amplio contexto, más allá de todos los problemas que hemos tenido, es preciso recordar que, comparados con el resto del mundo, nos hemos mantenido como un país con baja inflación, con bajo o nulo déficit fiscal, con tratados que versan sobre protección de la inversión extranjera que ha probado funcionar en el pasado y con tasas de crecimiento mejores a las de muchos países de la región y, como mencionaba, con perspectivas de crecimiento para los siguientes años. Un país que, en suma, otorga seguridades no menores. Por otro lado, vemos el ejemplo de Milei en Argentina, quien está tratando de hacer, con gran esfuerzo y obstáculos, lo que nosotros hicimos hace muchísimos años: tener baja inflación, no tener déficit fiscal, que el dólar no sea manipulado por el gobierno, que no haya control de precios. Conseguir tales objetivos es muy importante para atraer inversión y, por tanto, generación de empleo y crecimiento: el Perú los logró y los ha mantenido por más de 20 años.

Por esa parte positiva del Perú, estos fondos de *private equity* han continuado invirtiendo en el país, lo cual es muy positivo.

Una interesante sorpresa ha sido la llegada de inversionistas centroamericanos. Analizando geopolíticamente la región, uno advierte que Perú y otros países cuentan con una estabilidad política que, si bien en estos momentos nos puede parecer un tanto dañada, ciertamente es mayor a la de otras regiones y pareciera que mayor a la de Centroamérica. Además, Perú y otros países sudamericanos representan mercados sustancialmente más grandes que los guatemaltecos, costarricenses, salvadoreños y otros de la región centroamericana. De esta forma, hoy en día estamos presenciando una tendencia interesante de grupos importantes ingresando a Sudamérica a la que encuentran como un destino interesante en términos de mayor estabilidad que la que tienen en Centroamérica y, a su vez, mercados más relevantes. Ejemplo de ello es el grupo Hame, que recientemente adquirió Agrokasa.

Tampoco hay que dejar de lado al inversionista peruano. Es indudable que este ha tenido un cambio de paradigma que, en mi opinión, será permanente, y es que Perú ya no es la única opción para el inversionista nacional. Hace ya un buen un tiempo, el inversionista peruano comenzó a tantear otros países de la región con el fin de expandir sus negocios. Así Colombia Chile y Ecuador fueron los principales destinos de inversión peruana, aunque también algo hubo en México, Argentina y Brasil. Y, de hecho, se veía a la Alianza del Pacífico como una futura región, por lo que el inversionista peruano aprendió a invertir en esos países. Con la crisis generalizada en términos políticos, no sólo en el Perú y sino también en el resto de paises de la región, el cambio de paradigma del inversionista peruano ha provocado que se comience a interesar por otros mercados más distantes, más competitivos, pero al mismo tiempo más estables, y estos son principalmente Estados Unidos y Europa. Ahora tenemos grupos como UNACEM comprando en California, o el Grupo Romero anunciando un fondo junto con Carlyle para invertir en los Estados Unidos. También hay muchos grupos peruanos ingresando a Europa como es el caso del grupo Mulder, Andino y otros más. Ahora bien, el que haya cambio de paradigma, no significa para nada que vaya a ver un desentendimiento con el mercado peruano, ya que, a pesar de su nueva visión, estos inversionistas mantienen al Perú como un espacio prioritario de interés.

Finalmente, advierto que las transacciones de M&A *mid-market* no se están recuperando tan rápidamente. Ese rubro es más lento debido a que es menos resistente a los efectos perjudiciales de la inestabilidad política y las métricas financieras de las *targets* se debilitan de manera más marcada, haciendo más difícil que los precios ofrecidos para tales *targets* satisfagan las expectativas o pretensiones de los vendedores. Esto último diferencia a las compañías grandes, que pueden típicamente sortear turbulencias políticas y complicaciones de mercado de mejor manera. Esto explica, por ejemplo, el ingreso de inversionistas grandes como Actis, un fondo británico de infraestructura que recientemente realizó inversiones considerables en el país (adquisición de *data centers* de Nabiax) y está a la espera de la autorización del Indecopi para adquirir Enel Generación.

III. ¿Cree que la ola de M&A liderada por fondos de *private equity* ha terminado o ha disminuido en comparación a otros años en los que, quizá, el auge ha sido mayor? O, en todo caso ¿considera que se ha mantenido la cantidad de M&A realizadas por las mismas?

Sin duda, el estado de las cosas no es como antes. Perú ha tenido actores en *private equity* muy importantes como Enfoca, con un fuerte apetito de inversión. Nuestro Estudio los asesoró, por ejemplo, en las compras de Celima, Talma y Auna; así, ingresaron no solo al mercado peruano, sino al de otros países como Colombia y México. Nexus

–*private equity* de Intercorp– adquirió e invirtió en una serie empresas de negocios B2C: cadenas de farmacias, comida rápida, educación tanto universitaria como escolar, etc. Carlyle, un fondo de origen estadounidense, se mantuvo durante años muy activo comprando distintas compañías como Hermes, Liderman, Coney Park, empresa de ferrocarriles, etc. Los anteriores son solo algunos ejemplos de los múltiples fondos de *private equity* que participaron del mercado peruano.

Esa intensidad no la estamos viendo hoy, pero eso no significa que haya desaparecido. Como mencioné, han ingresado al mercado peruano Actis, KKR, CDPQ (fondo de infraestructura canadiense), HIG, entre otros. Sin embargo, un fenómeno que sí estamos viendo es que los fondos pasan ahora a ser vendedores. Como sabemos los fondos de *private equity* tienen un periodo máximo de permanencia en la inversión: al final del día, son negocios que buscan adquirir compañías para hacerlas crecer y luego venderlas. Por tanto, una vez vencidos sus plazos de inversión, deben vender. Hay varios fondos que están al final de ese periodo y es probable que haya procesos de venta en el 2024 y 2025.

En ese sentido, considero que, si bien ha disminuido la cantidad de transacciones asociadas a fondos de *private equity*, estos últimos mantendrán una participación importante. No obstante, dicha participación no será al nivel de antes. De todas formas, considero que los aspectos políticos enmarcarán el rumbo del *private equity*, por lo que todo dependerá de lo que ocurra en nuestro país durante los próximos años.

IV. ¿En qué sectores de la economía ha habido más actividad de M&A?

En primer lugar, y sin duda alguna, el sector energía ha sido una pieza importante en el mundo del M&A, no solamente en temas de generación hídrica y distribución, sino también en energías renovables. Y, en verdad, lo que más nos sorprendió cuando comenzó el gobierno de Castillo con todos los problemas evidentes que se veían día a día, fue que el interés internacional por la inversión en renovables no paró. Y es cierto que hay razones propias del "mundo renovable" que lo explican, como, por ejemplo, el hecho de que las empresas internacionales deben mejorar su *footprint* ecológico por presión de sus *stakeholders*, y eso convierte a las renovables en un activo muy valioso.

En segundo lugar, aunque quizá no con la misma predominancia, está la agroindustria, la cual ha tenido considerable movimiento. En tercer lugar, tenemos telecom (empresas de telecomunicaciones) y, sobre todo, infraestructura para telecom (proveedores para telecom en materia de fibra digital, *call centers* y otros negocios vinculados a telecom). Como mención honrosa, tenemos otros sectores también activos, como salud e industrial.

En este momento no hay un *boom* económico en el país, por lo que no hay efervescencia. Lo que hay son oportunidades, las cuales son tomadas (o no) por los inversionistas, y se pueden producir de forma distinta en diferentes sectores. Por ejemplo, la pesca es un sector últimamente muy lento en M&A, el sector ha venido enfrentando problemas con las termporadas de pesca recientes y las empresas tienen tamaños muy considerables, por lo que se trata de transacciones de gran magnitud. Sin embargo, y aunque parezca contradictorio, es usual que luego de un periodo muy lento de M&A en un sector, y donde hay un número acotado de jugadores relevantes, aparezca una o más transacciones importantes.

Alla por el 2015, con muchos años de rumbo económico definido y estabilidad política, yo creía que estábamos ante el umbral del periodo de las mega transacciones en el Perú: pensaba que ya no habría nada que no pudiera ser comprado al precio correcto. Ello, debido a que, para un fondo grande, comprar una empresa por gigantesca que ella sea (como, por ejemplo, Alicorp o Gloria), no es un problema en la medida que las condiciones de estabiliad económica y política existan. Hasta cierto punto cuanto más grande el *ticket*, mejor para un fondo grande porque así concentra la inversión en activos verdaderamente sólidos. No obstante, para ello se necesita un país que dé seguridades absolutas a ese inversionista.

En ese sentido, cuando hay un país que ya no acompaña con esas seguridades y las empresas han crecido mucho, es más retador el proceso de venta. Nosotros ahora tenemos universidades que valen billones, o tenemos empresas pesqueras que son enormes. Ese tipo de empresas requieren más condiciones para su venta, un comprador que tenga sinergias o razones estratégicas para la inversión y un contexto de negocio que lo haga viable. Pero, justamente, eso es lo interesante del M&A: que los *deals* se producen en contextos distintos y que ninguna transacción es igual a otra.

V. En cuanto a las dinámicas en el mercado de M&A peruano ¿ha notado alguna particularidad este año en comparación con su experiencia?

Creo que no hay mucha novedad en ese aspecto dado que, tanto en épocas buenas como malas, los mercados pasan con cierta naturalidad de 'mercado vendedor' a 'mercado comprador'. Hemos

tenido momentos en donde el mercado peruano era bastante pro-vendedor, había mucho apetito de compra, como en su momento ocurrió en los sectores pesquero y de consumo (por ejemplo, hubo una época en la que hasta 10 compradores competían por la adquisición de una pesquera). En aquellos momentos, los vendedores podían elegir a sus compradores y hacerlos competir de manera que se podía conseguir hasta precios "de capricho". Este *leverage* de los vendedores influenciaba profundamente las cláusulas que regulaban los contratos de compraventa.

También hemos tenido épocas en donde el paradigma ha sido pro-comprador, y yo me atravería a decir que el año pasado hasta cierto punto lo fue. En un mercado pro-comprador, los *reps and warranties* son más duros, los *caps* más altos, las garantías por contingencias más amplias, entre otras disposiciones que benefician al comprador. Y, obviamente, ante la inseguridad del país, en cuanto al *performance* económico uno puede lograr no pagar *full price* al principio y, en su lugar, tener *earnouts*; estructurar diversos tipos de compras parciales con *calls* progresivos; o, incluso, podrían los compradores optar por entrar en un *joint venture* (en adelante, JV) por unos años para probar el negocio y, eventualmente, poder posteriormente desacoplarse. Estas estructuras no son novedosas (ya estaban presentes en la industria de M&A y en la literatura legal hace muchos años), pero claramente el verdadero reto es la negociación y acuerdo sobre estos temas.

Otro tema que evidencia un mercado pro-comprador es el precio. Hay oportunidades de adquisición que están disponibles y, si el comprador las aprecia, va a pagar un precio razonable por dicho activo. No creo que se produzcan ventas a precios de remate ni mucho menos, pero tampoco creo que podrán obteners precios más allá de los múltiplos estándar por sector, como podría ocurrir de vez en cuando en un mercado pro-vendedor (como lo comenté anteriormente). Debe tomarse en cuenta que los vendedores muchas veces pueden perfectamente resistir un escenario adverso, prefieren no castigar el precio de sus activos sino encontrar al comprador ideal, a pesar del escenario adverso que pueden estar enfrentando.

VI. Una estructura de adquisición bastante usada es la compra de acciones; sin embargo, depende del caso en concreto o del interés del cliente que se busca perseguir. En ese sentido ¿considera que ella es la estructura de adquisición más utilizada?

Definitivamente. Desde el punto de vista tributario, regulatorio, laboral, financiero, no hay mejor opción que la compra de acciones. Conceptualmente, uno hace una transacción privada y, al minuto siguiente, cuenta con toda la planilla de trabajadores, con todos los permisos aplicables, y con todos los demás elementos que permiten el funcionamiento de la empresa adquirida.

¿Cuándo uno **no** debe optar por una compra de acciones? Cuando existan problemas prácticamente insuperables en el *target* (por ejemplo, graves problemas financieros que lo lleven a tener no sólo patrimonio negativo sino bajas posibilidades de recuperación, o contingencias severas tributarias o laborales que pongan en peligro la viabilidad de la empresa). En esos contextos muy complejos, lo que se hace típicamente es evitar la compra de la compañía en problemas, y más bien procurar la adquisición de sus activos claves, con todas las protecciones apropiadas, claro está, para no enfrentar acciones de nulidad en caso la empresa en cuestión entre en un proceso de quiebra. Ello genera costos tributarios y complejidades legales porque deben transferirse los trabajadores, obtenerse nuevos permisos e implementar todo aquello que permita la operatividad de la empresa. No obstante, y salvo casos puntuales de responsabilidad solidaria, se protege al adquiriente de las contingencias que quedan en cabeza del vendedor.

Por otro lado, hay casos en que el panorama es incluso peor: podría ni siquiera ser conveniente comprar los activos porque hay problemas o contingencias difíciles de separar, o porque el comprador no está lo suficientemente convencido aún de querer comprar acciones o activos. Es allí donde se recurre a –como mencionaba– los JV. Si bien los JV se pueden usar en un sinnúmero de estructuras de negocio, también sirven cuando estamos en presencia de empresas que tienen muchas contingencias y que financieramente no están bien. Usualmente, hay problemas en el negocio cuando está afectado por el mercado mismo (por ejemplo, las empresas retail hoy amenazadas por el negocio online), por el país (por ejemplo, el ruido político peruano o la crisis inflacionaria argentina), o por situaciones específicas y puntuales (por ejemplo, un problema ambiental con grave consecuencias económicas). Para mitigar tales problemas, el potencial comprador ingresa a un esquema de JV.

Otra opción es la compra parcial de acciones que permite al interesado adquirir solo una parte de las acciones y que, así, se mantenga al accionista original en la operación (quien queda con una participación igual o minoritaria). De esa manera, se reduce la exposición del adquiriente, mientras que al mismo tiempo alinea sus intereses a los del accionista original, frecuentemente, para que este lleve a cabo tareas clave para la subsistencia del

negocio, incluyendo la interacción y comunicación con los trabajadores y el relacionamiento con bancos y, principalmente, con proveedores y clientes.

Ahora bien, en ocasiones ni el negocio ni el riesgo país permiten la adquisición de una empresa. En estos casos, y si fuera que la operación del negocio es verdaderamente estratégica para el inversionista, no debe descartarse el ingresar a un esquema de contrato de gerencia o, en todo caso, de maquila del producto por parte de la empresa que registra o enfrenta los problemas económicos ya descritos. En el caso del contrato de gerencia, el inversionista, en lugar de comprar el activo, pasa a gerenciarlo e inyectar dinero como capital de trabajo, con lo cual se genera capacidad de supervivencia e, incluso, recuperación de la compañía *target*. Si todo va bien, el gerente eventualmente puede poseer una opción de compra que, al ejercerla, le permitiría convertirse en el accionista de la empresa y, por tanto, hacerse de ella. En caso contrario, el gerente podría recuperar el financiamiento inyectado en la empresa y, por supuesto, el peor escenario debería ser la imposibilidad de recuperar el dinero prestado, pero sin que vaya a contaminarse esta situación al inversionista.

Sin perjuicio de lo anterior, la compra de acciones sigue siendo la estructura ideal. En nuestro Estudio, inclusive en las situaciones complejas de estos últimos años, hemos visto sobre todo compras de acciones.

VII. ¿Cómo aprecia el comportamiento de los grandes grupos económicos peruanos en materia de M&A? ¿Considera que se están internacionalizando o, de lo contrario, cree que se está enfocando más en el Perú?

En línea de lo que mencioné anteriormente, existe un cambio de paradigma en los grupos económicos peruanos. Después de los años 90 y a comienzos de los 2000, siendo grupos muy concentrados en el Perú, comenzaron a ver fuera del país una prioridad, y esa prioridad fue, principalmente, Latinoamérica. Tenemos, entre otros, al Grupo Gloria, Grupo Romero, Grupo Breca, Quimpac y UNACEM, todos invirtiendo en el exterior.

La crisis, presente no solo en el Perú sino también en la región, ha hecho que Latinoamérica no sea el único destino para los grupos peruanos. Si bien no descuidan al Perú ni a la región, estos grandes grupos tienen ahora una visión más internacional. Por ejemplo, el grupo Mulder, tras vender Química Suiza, ingresó al mercado europeo para una serie de negocios vinculados a mascotas: producción de alimentos y cadenas de tiendas para mascotas, negocios muy interesantes a nivel mundial. Otros casos son los de UNACEM y Grupo Romero que mencioné anteriormente. Ello demuestra que ha habido un cambio de paradigma de las empresas peruanas para enfrentar al mercado más exigente, más competitivo; pero que también ofrece niveles de seguridad. El *risk allocation* es importante tanto para el ser humano como para las empresas.

VIII. En doctrina, hay una contraposición con respecto al control previo de fusiones y adquisiciones. Por ejemplo, Alfredo Bullard se encuentra en contra de este control previo; sin embargo, podemos ver que este se aplica en muchos países del primer mundo. En ese sentido, ¿se encuentra a favor de que se aplique un control previo de fusiones y adquisiciones? ¿Cómo cree que viene impactando este control por el regulador peruano en la dinámica transaccional del M&A?

Yo, al igual que Alfredo, estuve siempre en contra de la promulgación de una ley que verse sobre control de fusiones y adquisiciones. Esta, además de ser una oposición desinteresada, es una oposición, hasta cierto punto, heroica de mi parte. Digo 'heroica' porque, evidentemente, el tema antimonopolio es una fuente de generación de trabajo para los estudios de abogados muy importante; pero, desde el punto de vista de principios, siempre estuve en contra.

En primer lugar, porque considero que debe sancionarse el abuso de la posición de dominio, no la posición de dominio *per se*. En segundo lugar, porque hay evidencia de que en países como, por ejemplo, Brasil, el control de fusiones y adquisiciones retrasó, debilitó y, hasta cierto punto, impidió el crecimiento de las empresas brasileras, que pudieron haber tenido una mayor presencia en su mercado original que sirviera como plataforma para su crecimiento internacional, dejando el mercado a merced de competidores que llegaba por primera vez a Brasil. En tercer y último lugar, porque efectivamente la generación de sinergias y el desarrollo de economías a escala que generan las integraciones son muy positivos para el mercado y no hay ninguna evidencia económica que indique que la posición de dominio mayor *per se* genera un perjuicio al consumidor y a la economía. Lo importante es ver si alrededor de las empresas con participaciones amplias de mercado existe un sistema legal que genera altas barreras de entrada a ese mercado o no. Si efectivamente hay barreras altas para el ingreso al mercado, ese monopolio estará en una zona de confort desfavorable para el consumidor y para la competencia. Muy por el contrario, si las barreras son bajas (y eso es lo que debería suceder), el solo beneficio del monopolio de su situación

como tal será el mensaje más potente para que entren nuevos competidores.

El mejor ejemplo de lo mencionado es cuando Backus compró Cervesur, empresa a la que yo asesoré en esa transacción. Backus tomó prácticamente el 99% del mercado cervecero peruano de ese entonces y, muchos vieron con mucho recelo que Backus tomara tal cuota de mercado.

La pregunta es: ¿la evidencia indica que Backus abusó de su posición de dominio? La respuesta es no: los precios no aumentaron, sino que bajaron. Es más, mejoró distribución del producto, llegando a lugares que antes no eran abastecidos. Pero lo interesante es que, una vez consolidada la posición de Backus, y precisamente debido a la apertura del mercado peruano, entró AmBev con su marca Brahma, generando nuevamente un mercado competitivo. Luego, sabemos cómo siguió la historia: AmBev se fusionó con Sab Miller, y hoy tenemos competencia de las cervezas importadas y artesanales. El mercado nunca se detiene y no se puede prever su evolución ni desde una oficina burocrática ni desde la cátedra universitaria más reconocida.

De ese modo, yo siempre he sido, tanto desde el punto de vista teórico como del práctico, opositor al control previo de fusiones y adquisiciones. Habiendo dicho esto, lamentablemente esa discusión académica terminó: se aprobó la vigente ley que establece el control previo de operaciones de concentración empresarial (Ley 31112). En cuanto a la industria de M&A, no percibo ningún impacto material hoy por hoy. Evidentemente, las transacciones no van a dejar de darse por la existencia del control de fusiones y adquisiciones pues, salvo muy particulares casos, la amplia mayoría de concentraciones son aprobadas sin condiciones, muy pocas son aprobadas con condiciones y, aun menos, son rechazadas por las autoridades antimonopolio. Entonces, ello no constituye una afectación a la industria de M&A. Lo que sí produce es un retraso en el cierre de las transacciones y la generación de serie de ángulos en el trabajo que no había antes y que, evidentemente, ahora tenemos que enfrentar.

Finalmente, en medio de todo, Indecopi está haciendo un trabajo bastante razonable en términos de manejo de procedimientos. Existe una buena interacción con Indecopi cuando hay dudas sobre la aplicación de esta ley (que es nueva), y en parte gracias a ello el efecto negativo en la industria de M&A no es mayor. El costo de transacción ha aumentado un poco, pero no creo que sea tan relevante. Ahora bien, la gran mayoría de las transacciones involucran porcentajes menores de participación de mercado. No creo que podamos presenciar hoy, por ejemplo, una fusión como fue la de su momento la que hubo entre Backus y Cervesur. Considero las transacciones que impliquen una gran concentración de mercado son las únicas que van a verse realmente afectadas, mientras que el resto deberían seguir su curso normal.

IX. ¿Cuánto se atrasa el cierre de una transacción de M&A con la incorporación de este paso previo que es el control previo de fusiones? ¿cuatro, cinco meses, o varía?

El plazo del retraso puede variar dependiendo del caso concreto. El gran número de transacciones se resuelven en la fase 1 del procedimiento, que se caracteriza por ser rápida y dura hasta 55 días hábiles, considerando la presentación del expediente. A la fase 2, que puede tomar hasta 120 días hábiles más, entran muy pocas. Además, en estos casos el comprador usualmente está más acostumbrado a estos plazos, dada su experiencia y el tamaño de las transacciones (que suelen ser por grandes sumas de dinero).

X. ¿Alguna vez ha visto un caso en la que el inversionista se haya desanimado por esta espera? ¿Genera mucha incertidumbre en el inversionista, o este ya tiene conocimiento del largo proceso y no suelen retirar su decisión?

Como mencioné, en transacciones grandes los actores ya están bastante familiarizados con este tipo de problemas. Del lado del comprador, este elemento debe tomarse en cuenta para fines no solo de la negociación de la transacción, sino también de los aspectos financieros vinculados: debe tener, en su momento, los fondos comprometidos de quien corresponda para pagar el precio cuando se expida la autorización. Ello significa, a su vez, que hay un volumen considerable de dinero esperando la autorización, lo cual representará costos para el comprador.

Del lado del vendedor, también debe tomarse la decisión estratégica de elegir como posible comprador a quién resulta más conveniente desde el punto de vista de facilidad para obtener la autorización antimonopolio. Un postor podría ofrecer más dinero, pero, al tener inversiones en el país, probablemente deba pasar por control antimonopolio. Un postor internacional sin presencia alguna en el mercado peruano, por el contrario, podría ofrecer menos dinero, pero, al no tener inversiones en el país, no tendría en principio que atravesar el control antimonopolio, con lo cual la transacción podría cerrar inmediatamente después de la firma. Por ello, considero que el control antimonopolio complejiza la parte estratégica de la transacción.

Al asesorar a distintos vendedores, en algunas transacciones nuestra visión es hacer una venta rápida, por lo que –dependiendo del caso– podríamos decidirnos por excluir a postores con presencia en Perú y optar por inversionistas internacionales. La parte negativa de ello es que el vendedor puede perder valor al no tener como comprador uno que posee sinergias con el *target* a ser adquirido, y que, por tanto, podría ofrecer un mayor precio. Por ejemplo, cuando los *private equity* venden sus empresas típicamente lo hacen a inversionistas estratégicos porque estos, usualmente, aprecian más el negocio en venta (debido a, entre otros motivos, tener mayor conocimiento y experiencia en dicho negocio), tienen sinergias y pueden obtener economías de escala y, por tanto, pueden pagar más de lo que pagarían fondos de *private equity*. El problema está en que estos inversionistas estratégicos podrían no resultar el comprador ideal si deben atravesar por control antimonopolio, el cual es un problema que antes no existía.

En síntesis, el control antimonopolio: ¿genera demoras? Sí. ¿Hubiera preferido que no se implemente? Sin duda. ¿Genera valor para las transacciones? No. Sin embargo, al final del día, se trata de que Perú siga a las más importantes economías del mundo que cuentan con control antimonopolio.

XI. Varios países del primer mundo han establecido sectores estratégicos de la economía para controlar cierta inversión extranjera. El caso más típico es el de Estado Unidos, que ha implementado ciertas medidas proteccionistas ante inversiones chinas. En nuestro marco constitucional no está permitido que haya este tipo de proteccionismo ante inversiones extranjeras, dado que la Constitución establece que el inversionista extranjero debe ser tratado en igualdad de condiciones que el inversionista nacional. En esa línea ¿cómo ve esta problemática en el Perú, teniendo en cuenta la creciente inversión de la China en sectores como energía y minería? Si el marco constitucional lo permitiera ¿debería aplicarse estas medidas proteccionistas como lo hace Estados Unidos?

Siendo un liberal, o como se suele denominar actualmente, un libertario, no estoy de acuerdo con este tipo de controles ni de regulaciones que restringen la libertad de empresa. Los activos escasos se tienen que destinar a aquellos que pagan u ofrecen más por ellos y, por tanto, el mercado debe decidir quién es el comprador final, no una autoridad política o agencia gubernamental.

Hoy por hoy se habla mucho de la inversión china en el Perú y se discute sobre la conveniencia de implementar restricciones a la inversión china. En términos más específicos, puede haber la preocupación de que sectores importantes puedan ser controlados por empresas extranjeras. Situaciones similares han llevado que en otros países se implementan controles que impiden una excesiva presencia extranjera en ciertos sectores e, inclusive, impiden presencia alguna cuando se trata de sectores específicos o de países puntuales.

Ahora bien, tales controles implicarían conferirle al gobierno un poder enorme. Este podría ser utilizado de forma muy distinta a lo que idealmente deberían ser. Recordemos que acabamos de pasar por el gobierno de Castillo, y no creo que a quienes impulsan la idea de que el gobierno vete tal o cual inversión les gustaría dar ese tipo de poder e influencia a un gobierno sin el rigor u objetividad necesaria para una correcta evaluación y decisión. Por ello, me parece que es un arma de doble filo más allá de la discrepancia teórica.

Además, se presentan más complicaciones referidas a cuáles son los criterios sobre los cuales se establece ese tipo de control, porque puede terminarse en un nacionalismo iracundo. Sobre esto, el caso más fuerte, a mi parecer, no es el de Estados Unidos, sino el de la Unión Europea, ya que ellos tienen controles más severos. Hace poco, transacciones en Francia fueron impedidas de concretarse por este tipo de control a la inversión extranjera. En estos casos, la inversión no provenía de China, sino de ¡Canadá! Entonces, podemos advertir que los criterios aplicables a estos controles pueden llegar a ser muy coyunturales, muy sesgados, muy subjetivos, y muy dependientes del gobierno de turno.

Creo que un control de este tipo debilita la estabilidad jurídica y abre la puerta a represalias como consecuencia de las restricciones que se emitan. Imaginemos, por ejemplo, de un caso concreto donde ser prohíba la inversión de China. Ello tendría evidentes repercusiones hacia Perú, donde la inversión china está bastante presente.

Entonces, lo que sí resulta importante, a la luz del control antimonopolio, no es tanto prohibir las adquisiciones de posición de dominio sino impedir el abuso de esta. Más que tener un mecanismo que prohíba la inversión de un país o empresa determinados, debemos contar con regulación que, efectivamente, pueda activarse en casos donde se evidencie un abuso de posición de dominio, o en situaciones concretas en donde la situación geopolítica del país o su defensa corran peligro. Sobre esto último, hay preocupaciones de todo

tipo. Por ejemplo, ha habido voces señalando los riesgos de que la distribución de energía en una ciudad entera pueda ser manejada por una empresa extranjera, o que un puerto importante como Chancay pueda utilizarse como base naval. Sinceramente, considero que estas preocupaciones no justifican la restricción o prohibición a inversiones extranjeras en activos estratégicos, sino en todo caso la regulación que garantice el correcto uso de tales activos.

XII. ¿Cómo proyecta el mercado del M&A en el 2024?

Creo que va a ser mejor que el 2023. Hay una cierta estabilidad en el país, a tal punto que muchos episodios complejos y ciertamente negativos en el mundo político pasan desapercibidos en la industria del M&A. Por ello, creo que va a ser un buen año. Aún hay algunos *drivers* importantes para esta expectativa, entre ellos el hecho que muchos grupos internacionales, por diversas razones, tienen previsto vender activos importantes en la región, incluyendo Perú, lo que naturalmente, generará importante actividad dada la importancia de los activos que estarían en venta.

Por otro lado, también está previsto que mejoren los números del Perú en cuanto a crecimiento económico y mayor consumo. De otro lado, esperamos que la tasa de interés siga bajando. Por ello, veo que sectores como el pesquero, agroindustrial, y de servicios como educación, salud y financiero (entre otros) generen actividad en M&A. A su vez, no veo que el control de fusiones y adquisiciones (u otros elementos exógenos) puedan significar para el 2024 un debilitamiento de la industria de M&A que, sin llegar a los niveles que tuvo hace unos años, me inclino a pensar que va a estar suficientemente activa.

MISCELÁNEAS

10.18800/themis.202302.027

EL DESARROLLO DE LOS FIBRA EN EL PERÚ

THE DEVELOPMENT OF FIBRA IN PERU

Rocío Gordillo Soto*
Payet, Rey, Cauvi, Pérez

FIRBI or FIBRA are vehicles that have revolutionized traditional real estate investment. The objective of these vehicles is to give access to all types of investors, including natural persons, to the real-estate market through the acquisition of shares in these vehicles that invest in income-generating real estate assets, and that also enjoy of tax benefits.

International experience demonstrates that understanding the particular market of each country and based on this, constantly improving the regulation of FIRBI or FIBRA is what generates the development of this market.

Keywords: Real-estate market; FIBRA; FIRBI; REIT.

Los FIRBI o FIBRA son vehículos que han revolucionado la forma en la que se invierte en real estate*. A través de estos vehículos, se busca que todo tipo de inversionistas, incluyendo personas naturales, puedan acceder a dicho mercado a través de la adquisición de certificados de participación en estos vehículos dedicados a la inversión en activos inmobiliarios generadores de renta, y que, además, gozan de beneficios tributarios.*

La experiencia internacional demuestra que entender el mercado particular de cada país y, sobre la base de ello, perfeccionar constantemente la regulación de los FIRBI o FIBRA es lo que genera el desarrollo de este mercado.

Palabras clave: Mercado inmobiliario; FIBRA; FIRBI; REIT.

* Abogada. Magíster en Derecho (LL.M) por University College London. Especialista en derecho corporativo, derecho de mercado de valores y, además, derecho bancario y financiero. Asociada principal del estudio Payet, Rey, Cauvi, Pérez Abogados (Lima, Perú). Contacto: rgs@prcp.com.pe

Nota del Editor: El presente artículo fue recibido por el Consejo Ejecutivo de THĒMIS-Revista de Derecho el 27 de julio de 2023, y aceptado por el mismo el 11 de septiembre de 2023.

I. INTRODUCCIÓN

Los Fideicomisos de Titulización para Inversión en Renta de Bienes Raíces (en adelante, FIBRA) son vehículos de inversión inmobiliaria equivalentes a los *Real Estate Investment Trusts* (en adelante, REIT) que tienen por finalidad invertir en bienes inmuebles generadores de ingresos y que fueron incorporados a nuestra legislación en el año 2015, encontrándose aún en desarrollo, tanto a nivel de la regulación como en el mercado.

Las características especiales de este tipo de vehículos, así como los beneficios tributarios sobre los que se fundamenta su existencia, han generado el éxito de los REIT en su lugar de nacimiento, los Estados Unidos de América (en adelante, EUA), así como a nivel global, y la eventual transición de dicha figura en los FIBRA que conocemos en la región.

Se trata de una alternativa de inversión que representó un cambio importante para los inversionistas que normalmente no tenían acceso a inversiones inmobiliarias en gran escala, y que ha revolucionado la forma en la que se ejerce la propiedad sobre activos inmobiliarios. En EUA, los REIT nacieron, y evolucionaron, con un enfoque inclusivo a fin de permitir a todos los ciudadanos acceder a los beneficios de la inversión en bienes raíces comerciales de alta calidad. El éxito en alcanzar dicho objetivo es claro. Conforme lo señala la National Association of Real Estate Investment Trust (en adelante, Nareit), el 45% de los hogares estadounidenses invierten en REIT de manera directa o a través de fondos mutuos, ETF u otros fondos (2023).

En nuestro país, los denominados **FIBRA**, para efectos prácticos en este artículo, pueden ser constituidos como patrimonios fideicometidos de titulización[1] o como fondos de inversión[2]. A pesar de su relativamente reciente incorporación, los FIBRA, impulsados por los incentivos tributarios por la inversión en los mismos, han generado interés de los aportantes de bienes inmuebles, así como de inversionistas en general.

Conforme a nuestra regulación, los FIBRA deben cumplir con los siguientes requisitos para ser considerados como tales: (i) sus certificados de participación deben ser colocados por oferta pública primaria a, por lo menos, diez inversionistas que no sean vinculados entre sí, en cada colocación; (ii) al menos el 70% de su activo debe estar invertido en bienes inmuebles, con una permanencia mínima de cuatro (4) años; (iii) el remanente debe encontrarse en depósitos bancarios, instrumentos representativos de deuda emitidos por el Banco Central de Reserva del Perú o el Gobierno Central, o en instrumentos de deuda soberana emitida por gobiernos y bancos centrales de los países donde el FIBRA mantiene inversiones; y (iv) debe distribuir y pagar, una vez al año, al menos el 95% de su utilidad neta distribuible del ejercicio.

En este artículo, se revisará la historia y evolución de los REIT y FIBRA, incluyendo las modificaciones legislativas que se han implementado para perfeccionar su regulación. Posteriormente, se mostrará la situación del mercado en la región, incluyendo el detalle sobre los sectores en los que invierten los FIBRA y la composición de su portafolio. En la siguiente sección analizaremos la regulación de FIBRA en nuestro país y, por último, se revisarán los cambios normativos que se esperan, así como las propuestas adicionales que consideramos relevantes.

II. HISTORIA Y EVOLUCIÓN DE LOS FIBRA

Los REIT fueron creados en el año 1960 en EUA con el objetivo de darles la oportunidad a inversionistas comunes o *retail* de invertir en *real estate* y, a la vez, disfrutar de beneficios similares a la inversión en participaciones en fondos (Chan *et al*., 2003). Así, se crearon los REIT como vehículos de inversión similares a los fondos mutuos que invertían en un portafolio de *real estate* generador de ingresos, los cuales son distribuidos en su mayoría (90%) a los inversionistas, con el beneficio de que únicamente se pagarán impuestos sobre las distribuciones que reciba cada inversionista dependiendo de la naturaleza de dicha distribución. De esta forma, se buscaba darles la oportunidad a inversionistas *retail* de acceder a los beneficios de esta clase de inversión, los cuales antes solo eran accesibles para grandes intermediarios financieros o personas con alto patrimonio (Nareit, 2023). Todos los inversionistas tenían ahora la posibilidad de invertir en *real estate*, sin necesidad de comprar bienes inmuebles, a través de su inversión en los REIT, que, además, cuentan con un portafolio diversificado, gestionado y operador de manera profesional.

[1] El Fideicomiso de Titulización para Inversión en Renta de Bienes Raíces (FIBRA) se encuentra regulado en el Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos, aprobado por Resolución CONASEV 001-1997 (en adelante, el Reglamento de Titulización).

[2] El Fondo de Inversión en Renta de Bienes Inmuebles (FIRBI) se encuentra regulado en el Reglamento de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras, aprobado por Resolución SMV 029-2014-SMV-01 (en adelante, el Reglamento de Fondos de Inversión), y en el Reglamento de la Ley de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras (en adelante, Ley de Fondos de Inversión), aprobado mediante Decreto Legislativo 862.

Desde su creación, la ley establecía restricciones significativas en las operaciones de los REIT y en sus inversiones, a fin de que estos mantengan sus beneficios tributarios, similares a los que se tienen hoy en día. Entre ellos: (i) el porcentaje obligatorio de reparto de distribuciones, que hoy es 90% del ingreso; (ii) la obligación de invertir al menos el 75% de sus activos en *real estate*; y (iii) tener al menos 100 accionistas, de los cuales los cinco (5) principales no pueden tener en conjunto más del 50% (*5/50 rule*). Sin embargo, dichos requisitos fueron evolucionando y ajustándose al mercado. Fue así como, en su etapa inicial los REIT fueron establecidos como vehículos de inversión pasiva en activos de *real estate*, lo cual incluía, por ejemplo, la inversión en activos financieros como préstamos hipotecarios[3] (Chan *et al*., 2003).

Sin embargo, no fue hasta la emisión de la Tax Reform Act of 1986 que se introdujo cambios como permitir a los REIT la integración vertical y que, además de poder contratar a un independiente para prestar servicios de administración al REIT, estos pudieran tener una administración interna (*internal management)* (Feng *et al.* 2011), que permitieron a los REIT convertirse en vehículos de inversión activos. Brockman *et al.* (*2014*) señalan que dichos cambios permitieron a los REIT realizar sus propias decisiones de inversión y ejercer la administración y operación de sus propias propiedades; asimismo, ello permitió a los REIT tener un manejo más eficiente de sus *fees* y costos, y mitigar eventuales conflictos de interés entre la administración (antes exclusivamente externa) y los REIT. Cabe señalar que, si bien el cambio representó un hito importante para los REIT, eventualmente los beneficios de una estructura sobre otra, es decir, entre una administración y/o gestión externa versus una interna, podrían ser más difusos y dependen de cada vehículo.

Entre los factores que mencionan Chan *et al.* (2003, pp. 36-39) para el crecimiento de la industria de los REIT encontramos modificaciones legislativas como: (i) la Omnibus Budget Reconciliation Act of 1993, que permitió que los fondos de pensiones no sean considerados como un solo inversionista, para efectos del cumplimiento del requisito mínimo de accionistas de los REIT, sino que se tomaba en cuenta a todos los inversionistas del fondo de pensiones como inversionistas individuales; y (ii) la REIT Simplification Act of 1997 y la REIT Modernization Act of 1999, a través de las cuales se introdujeron cambios como permitir a los REIT tener subsidiarias que provean de servicios a los arrendatarios que los REIT no puedan proveer sin que ello descalifique a los REIT de su calidad como tales, la reducción del mínimo de distribuciones de 95% a 90%. Así, Chan et al. (2003) señalan que los cambios trajeron beneficios como la participación de inversionistas institucionales, lo cual ha incrementado la transparencia en la información, y la mitigación de riesgos de conflictos de intereses al proveerse a los REIT de la posibilidad de tener administración interna.

En relación con la participación de inversionistas institucionales en los REIT, Brockman *et al.* (2014) resaltaban el papel que estos jugaron, y juegan, en el gobierno corporativo de los REIT. Al respecto, dichos autores explican que el hecho de que los inversionistas institucionales realizaran inversiones de largo plazo en estos vehículos significó un beneficio en términos de monitoreo sobre el desempeño de los REIT, aliviando problemas de agencia.

Los REIT han servido de modelo para el establecimiento de vehículos similares de inversión en los demás países. Así, por ejemplo, conviene analizar la evolución de este tipo de vehículos en México, siendo este el antecedente más cercado al nuestro.

En México, la alternativa de los REIT son las FIBRA, que nacieron también en el marco de las modificaciones a la Ley sobre el Impuesto a la Renta de dicho país a inicios del 2004. Actualmente, dicha norma establece las reglas que deben cumplir los fideicomisos inmobiliarios para que califiquen como FIBRA, los cuales son similares a las que tenemos en nuestra regulación.

Cabe señalar que, en la regulación mexicana, se incluye en la definición de FIBRA a los fideicomisos que se dediquen a la adquisición o construcción de bienes inmuebles que se destinen al arrendamiento o la adquisición del derecho a percibir ingresos provenientes del arrendamiento de dichos bienes, así como a otorgar financiamiento para esos fines con garantía hipotecaria de los bienes arrendados, siempre que cumplan con determinados requisitos. A diferencia de ello y de lo permitido en EUA para los REIT, en nuestro país, no se regula la posibilidad de que los FIBRA o FIRBI se dediquen a otorgar financiamientos para los fines antes indicados.

Por otro lado, se establecen otros requisitos similares a los que tenemos en el Perú, como, por ejemplo, el plazo mínimo de cuatro (4) años de perma-

[3] Actualmente, existen tanto REIT tradicionales que invierten en bienes inmuebles generadores de rentas o ganancias, como REIT hipotecarios que invierten en hipotecas y valores respaldados por hipotecas. Asimismo, existen entidades híbridas que combinan ambas clases de inversión.

nencia de los inmuebles en el FIBRA, así como la obligación de repartir, al menos una vez al año, al menos el 95% del resultado fiscal del ejercicio inmediato anterior generado por los bienes integrantes del fideicomiso. Más adelante veremos que el concepto de utilidad neta distribuible al que está asociado el porcentaje de distribución mínima en nuestra regulación es ligeramente distinta a la definida en la Ley sobre el Impuesto a la Renta mexicana cuando se refiere a 'resultado fiscal'.

Un cambio importante en la regulación de los FIBRA en México fue la eliminación del tope regulatorio de endeudamiento en diciembre del 2020, el cual, hasta dicha fecha, era de 50% del valor contable de los activos totales del FIBRA y del índice de cobertura de servicio de deuda, el cual debía ser mayor a 1.0x.

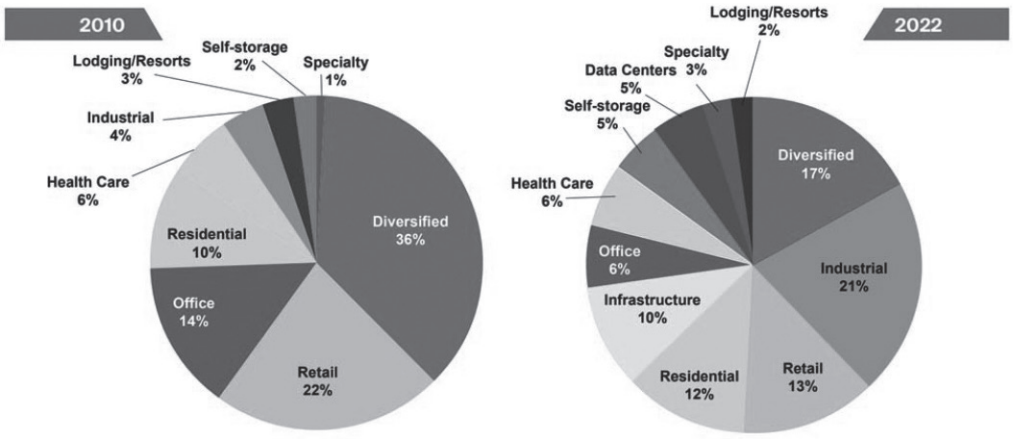
La Asociación Mexicana de FIBRA Inmobiliarias (en adelante, Amefibra) señala que la Secretaría de Hacienda, la Bolsa Mexicana de Valores y los legisladores unieron en las FIBRA diferentes productos fiduciarios con la intención de que en el fideicomiso se mantuviera la propiedad de los desarrollos inmobiliarios, los rente y a través de la emisión de certificados públicos o privados, se financie la operación con interesantes rendimientos, incrementando los mismos gracias a los beneficios fiscales (2023).

III. MERCADO Y M&A DE REIT Y FIBRA

Así las cosas, con los constantes ajustes normativos y pese a sucesos como la crisis financiera del año 2008 (Sun *et al.*, 2013) o la pandemia generada por el COVID-19 (Méndez, 2021), los REIT se han consolidado en el mercado de EUA. Al respecto, Nareit reporta que, al 2023, el 45% de los hogares estadounidenses invierten en REIT de manera directa o a través de fondos mutuos, ETF u otros fondos (2023, p. 5).

Asimismo, Nareit (2023) ha informado en su último reporte cómo ha cambiado la composición de los portafolios de los REIT desde el 2010 al cierre del 2022. Es interesante ver cómo esta ha cambiado dramáticamente, siendo que ahora los REIT han aumentado en 17% su participación en el sector industrial[4] (21%). Otro dato importante es la incursión de los REIT, de manera importante, en los sectores *data center*[5] (5%) e infraestructura[6] (10%), los cuales ni siquiera se mostraban en el gráfico del 2010.

Gráfico 1
Property Sector Market Capitalization



Fuente: Nareit (2023, p. 11)

Conforme a información publicada por Nareit y S&P Global Market Intelligence (2023), desde el año 2015, han existido treinta y cinco (35) *Initial Public Offerings* (en adelante, IPO) de REIT, habiéndose levantado un capital de US$ 716 495.000. Sin embargo, como puede apreciarse del cuadro adjunto, las IPO han ido disminuyendo en los últimos años y desde el 2022 no han existido IPO

[4] Los Industrial REIT son titulares de instalaciones logísticas que juegan un papel crucial en *e-commerce* y almacenamiento de refrigeración que son empleadas para mantener la calidad de los productos, incluyendo productos electrónicos, medicinas y comestibles para ser despachados por *delivery* (Nareit, 2023, p. 11).

[5] Los Data Center REIT son titulares de instalaciones que alojan servidores empleados para transferencia y almacenamiento de datos e internet (Nareit, 2023, p. 11).

[6] Los Infraestructure REIT son titulares de torres y FIBRA de comunicación que alojan equipos de transmisión de voz y mensajería y permiten que la información fluya alrededor del mundo (Nareit, 2023, p. 11).

de REIT. Expertos han indicado que la inflación y el consecuente incremento en las tasas de interés por el Sistema de Reserva Federal de los EUA (FED por sus siglas en inglés) explican el hecho que en el 2022 no hubiera ninguna IPO de REIT[7], suceso que no se veía desde el 2001 (Schenke, 2022). No obstante, del cuadro publicado por Nareit puede apreciarse también que, aunque en menor medida que en periodos anteriores, en el 2022 sí existieron colocaciones a través de las llamadas ATM Issuances (*At-the-market Offerings*), las cuales son ofertas públicas realizadas para levantar capital a través de *follow-on;* y negociaciones en el mercado secundario. Con todo ello, los expertos son optimistas en la recuperación del mercado de REIT.

Tabla 1
Historical Offerings of Securities

April 30, 2023

	Total		Initial Public Offerings		Secondary Equity: Common Shares		Secondary Equity: Preferred Shares		Secondary Equity: ATM Issuance[1]	Secondary Debt: Unsecured	
Period	Number	Capital Raised ($M)	Number	Capital Raised ($M)	Number	Capital Raised ($M)	Number	Capital Raised ($M)	Capital Raised ($M)	Number	Capital Raised ($M)
Annual Totals (including current year to date)											
2015	162	62,777	7	1,423	75	23,433	8	2,236	3,534	72	32,201
2016	196	76,833	4	1,690	75	26,158	36	4,655	7,707	82	37,261
2017	263	100,146	9	2,950	75	27,875	52	10,970	8,379	127	50,767
2018	129	55,633	5	3,264	53	16,654	10	1,580	8,913	61	25,222
2019	246	112,948	2	220	84	31,995	27	4,454	13,134	133	63,146
2020	205	106,103	4	899	46	17,793	15	3,190	11,123	140	73,099
2021	260	133,592	4	837	83	32,708	34	5,626	21,800	139	72,620
2022	100	51,779	0	0	66	20,604	7	895	17,420	27	12,861
2023	30	16,684	0	0	10	2,874	4	685	-	16	13,125

Fuente: Nareit y S&P Global Market Intelligence (2023)

Considerando la maduración del mercado de REIT en EUA, existe también ya una gran actividad de *mergers and acquisitions* (en adelante, M&A) de REIT. Al respecto, Einhorn *et al.* (2000) señalan que los M&A de REIT son similares a otras transacciones de M&A en muchos aspectos; sin embargo, pueden tener una serie de obstáculos a considerar debido, principalmente, a las restricciones para mantener la calificación de REIT. Por ejemplo, mencionan dichos autores, el cumplimiento de la *5/50 rule* antes comentada.

Hudgins (2023) señaló que durante el 2022 se anunciaron transacciones por un monto conjunto de US$ 82.63 billones, solo 16.6% por debajo del monto agregado de las transacciones anunciadas en el 2021. Esta información incluye transacciones en las que el vendedor o el *target* es un REIT listado en Nasdaq, NYSE o NYSE American.

Tabla 2
Real estate M&A deals announced in 2022 involving public equity REITs

	Buyer	Target	Announcement date	Deal property focus	Total deal value ($B)*
●	Oak Street Real Estate Capital LLC and GIC Pvt. Ltd.	STORE Capital Corp.	09/15/22	Diversified	14.00
●	Safehold Inc.	iStar Inc.	08/11/22	Diversified	1.78
●	PotlatchDeltic Corp.	CatchMark Timber Trust Inc.	05/31/22	Timber	0.92
●	Prologis Inc.	Duke Realty Corp.	05/10/22	Industrial	25.60
●	Blackstone Inc.	PS Business Parks Inc.	04/25/22	Industrial	7.60
●	Blackstone Inc.	American Campus Communities Inc.	04/19/22	Student housing	12.80
●	Wheeler REIT Inc.	Cedar Realty Trust Inc.	03/02/22	Shopping center	0.29
●	Healthcare Trust of America Inc.	Healthcare Realty Trust Inc.	02/28/22	Healthcare	11.15
●	W. P. Carey Inc.	Corporate Property Associates 18 - Global Inc.	02/28/22	Diversified	2.70
●	Blackstone Inc.	Preferred Apartment Communities Inc.	02/16/22	Diversified	5.80

Deal status: ● Definitive agreement ● Completed

Fuente: S&P Global Market Intelligence (2023)

[7] Para más información, véase a Borchersen (2023).

Para el 2023, los expertos han señalado que se espera que en el segundo semestre del 2023 se incremente el número de transacciones de M&A, principalmente, fusiones. Sin perjuicio de ello, se reconoce la necesidad de obtener deuda para financiar las transacciones, lo cual puede ser complicado y costoso en el contexto actual y en específico por las restricciones aplicables a los REIT (Borchersen, 2023).

En el caso de México, si bien la regulación de FIBRA existe desde el 2004, fue recién en el 2011 que se realizó la primera oferta pública de certificados de un FIBRA en la Bolsa Mexicana de Valores, el denominado FIBRA UNO. Asimismo, en octubre de 2011, se lanzó el índice S&P/BMV FIBRA, que actualmente está conformado por las diez FIBRA más negociadas en la Bolsa Mexicana de Valores[8] y el cual es replicado por el Exchange Traded Fund (en adelante, ETF) denominado 'FIBRATC'[9].

A la fecha, existen diecisiete (17) FIBRA que cotizan en la Bolsa de Valores Mexicanas (Amefibra, 2023), siendo los últimos FIBRA en realizar una oferta pública inicial el Agrofibra (diciembre de 2022) y Fibra Infraestructura y Energía (abril de 2023). Conforme a la información publicada por los FIBRA mexicanos, los sectores en los que invierten son, entre otros, logística, manufactura, educativo, oficinas, hoteles, industrial, y *retail*, y algunas de ellas se dedican también a desarrollos inmobiliarios. Actualmente se viene comentando el impacto que tendría la estrategia de *nearshoring*[10] en la distribución del portafolio de FIBRA en México (Ortiz, 2023)[11]. Conforme a información publicada en El Economista, a junio de este año, FIBRA MTY, Prologis y Nova son los tres FIBRA que, en lo que va del año, han levantado capital (13 000 millones de pesos mexicanos) con emisiones subsecuentes e individuales destinados a la adquisición, expansión y desarrollo de naves industriales, en respuesta a la demanda generada por el *nearshoring* (Santiago, 2023).

En nuestro país, en la actualidad, los únicos operativos son: (i) el Fondo de Inversión en Rentas de Bienes Inmuebles - AC Capitales Renta administrado por AC Capitales SAFI; (ii) los dos (2) Fondos De Inversión en Rentas de Bienes Inmuebles (I y II) administrados por Fondos SURA SAF; (iii) el Fideicomiso de Titulización para Inversión en Renta de Bienes Raíces - Credicorp administrado por Credicorp Capital Sociedad Titulizadora; y (iv) el Fideicomiso de Titulización para Inversión en Renta de Bienes Raíces - Prime, administrado por Grupo Coril Sociedad Titulizadora.

Conforme a información publicada por dichos vehículos en la web de la Superintendencia del Mercado de Valores (en adelante, SMV), en nuestro país estos tienen inversiones mixtas, pero concentradas principalmente en el sector de oficinas. Así, el Fondo de Inversión en Rentas de Bienes Inmuebles - AC Capitales Renta mantiene inversiones en el sector oficinas, educativo y almacenes. Los fondos administrados por Fondos Sura SAF y el Fideicomiso de Titulización para Inversión en Renta de Bienes Raíces - Credicorp mantienen inversiones inmobiliarias en el sector de oficinas. Por su parte, el Fideicomiso de Titulización para Inversión en Renta de Bienes Raíces - Prime cuenta con un patrimonio diversificado, con inversiones en sectores como el industrial, logístico, comercial, oficinas y hoteles.

Si bien el mercado de FIBRA es incipiente en Perú, existe interés por esta alternativa de inversión, por lo que actualmente se vienen estructurando y registrando ante la SMV otros FIBRA, sea bajo la estructura de fondo de inversión o de fideicomiso de titulización.

Como hemos visto a lo largo de este artículo, es justamente la constante revisión y mejora de la regulación lo que ha generado el desarrollo del mercado de FIBRA. En ese sentido, resulta relevante analizar la situación de la regulación de los FIBRA en el Perú y las posibles mejoras o modificaciones a implementarse, considerando también las particularidades de nuestro mercado.

IV. SITUACIÓN DE LA REGULACIÓN DE LOS FIBRA EN EL PERÚ

Lo primero para tener en cuenta respecto a los FIBRA en nuestro país es que, como se ha comentado, se trata de vehículos de inversión inmobiliarios que tienen por objetivo invertir en bienes inmuebles generadores de renta, que distribuyen la mayor parte de sus ganancias entre sus partícipes y que cuentan con beneficios tributarios otorgados, principalmente, a favor de las personas naturales que inviertan en el mismo.

---

8 Componentes: (i) Fibra Prologis; (ii) Fibra Uno; (iii) Terrafina; (iv) Fibra Macquarie; (v) Fibra Danhos; (vi) Fibra MTY; (vii) Fibra Hotel; (viii) Fibra Shop; (ix) Fibra Inn; y (x) Fibra Plus.

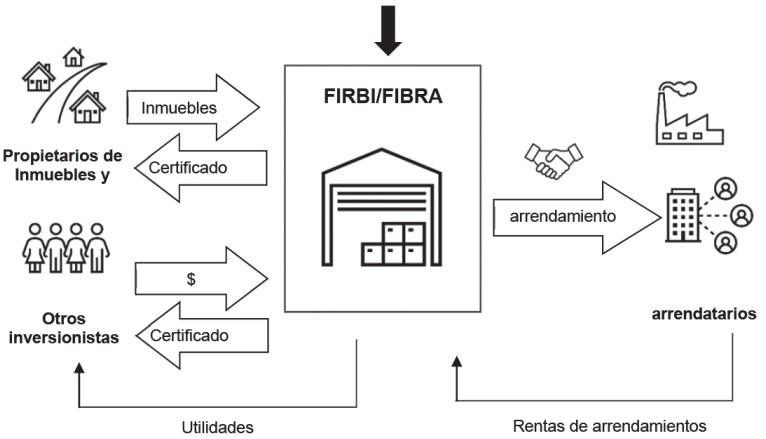
9 Véase a S&P Dow Jones Indices (2023).

10 El *nearshoring* o relocalización es una estrategia usada por empresas consistente en transferir sus procesos productivos o de tecnología a lugares más cercanos al destino final de los productos o servicios, incluso traspasando fronteras, a fin de reducir costos. Así, México se ha visto beneficiado del empleo de dicha estrategia por empresas de EUA que han mudado sus operaciones, o que planean hacerlo, a dicho país.

11 Véase a Ortiz (10 de febrero de 2023).

Asimismo, es preciso tener en cuenta que, en nuestro país, los FIBRA pueden ser constituidos como fondos de inversión (denominados FIRBI a partir de ahora) o como fideicomisos de titulización (denominados FIBRA a partir de ahora), y que, según sea el caso, están regulados el Reglamento de Fondos de Inversión o por el Reglamento de Titulización. La estructura general de los FIRBI y FIBRA es la siguiente: (i) los aportantes transfieren al vehículo bienes inmuebles o realizan aportes dinerarios, a cambio de certificados de participación emitidos por este a través de una oferta pública primaria; y (ii) el FIRBI/FIBRA opera los bienes inmuebles aportados por los inversionistas o adquiridos por el vehículo, a través de un administrador interno o externo, y genera ingresos distribuibles entre los tenedores de dichos certificados de participación o cuota (al menos el 95% de la utilidad neta distribuible).

Gráfico 2



Fuente: Elaboración propia

Ahora bien, antes de entrar a analizar la regulación de mercado de valores aplicable a los FIRBI/FIBRA, es importante contextualizar cómo se crearon estos vehículos y el objetivo de la norma regulatoria y tributaria.

Al respecto, si bien en el año 2015 con la entrada en vigencia del nuevo Reglamento de Fondos de Inversión, se introdujo en la Cuarta Disposición Complementaria Final la figura del Fondo de Inversión en Renta de Bienes Inmuebles, fue en el año 2016 con la publicación del Decreto Legislativo 1188 que se dotó a estos vehículos de los incentivos tributarios que se consideraron necesarios para su desarrollo.

Asimismo, en el año 2016 se modificó el Reglamento de Titulización a fin de incorporar en la regulación a los Fideicomisos de Titulización para Inversión en Renta de Bienes Raíces, y en el año 2017 entró en vigencia la Ley 30532 que tenía como objeto otorgar un tratamiento preferencial a los Fideicomisos de Titulización para Inversión en Renta de Bienes Raíces. Finalmente, en el 2019, entró en vigencia el Decreto Legislativo 1371 que tenía como finalidad, entre otros, perfeccionar el tratamiento tributario preferencial aplicable a las rentas de los FIBRA.

La exposición de motivos del Decreto Legislativo 1188, hace referencia en los antecedentes para la emisión de la referida norma a que los REIT fueron creados en EUA como "una solución enfocada a proporcionar capital fresco a las empresas desarrolladoras de proyectos inmobiliarios, dinamizar el sector construcción y generar una alternativa atractiva para familias e inversionistas institucionales a través de fondos inmobiliarios listados en bolsa" (Decreto Legislativo 1188, 2015). Es decir, que el establecimiento de beneficios tributarios a los FIRBI/FIBRA se dio con el objetivo de generar liquidez al sector inmobiliario y generar una alternativa de inversión inmobiliaria, a través de vehículos listados en bolsa, para todo tipo de inversionistas incluyendo a personas naturales.

Actualmente, a manera general, los principales beneficios tributarios específicos de FIRBI/FIBRA son los siguientes:

a) El impuesto a la renta que se genere por la transferencia de los inmuebles a favor del vehículo a cambio de certificados de participación[12], se diferirá hasta la fecha en que se verifique alguno de los siguientes supuestos: (a) que el FIRBI/FIBRA transfiera total o par-

[12] El impuesto a la renta por la transferencia del bien inmueble por el inversionista al FIBRA se determina considerando como valor de enajenación el valor de mercado de la fecha de transferencia fiduciaria del inmueble al FIBRA (el cual es equivalente al valor de suscripción de los certificados de participación), y como costo computable el que corresponde a dicha fecha.

cialmente el inmueble a favor de un tercero o a un titular de certificados de participación, o (b) que el inversionista transfiera los certificados de participación que recibió por la transferencia fiduciaria del bien inmueble.

Respecto a la transferencia del inmueble al FIBRA, en el caso de los fideicomisos de titulización, en tanto no se trata de una transferencia del derecho de propiedad sino de una en dominio fiduciario, dicha transferencia no se encuentra gravada con el IGV conforme al Texto Único Ordenado (en adelante, TUO) de la Ley del IGV[13] ni con el Impuesto de Alcabala en cabeza del fideicomiso de titulización.

En el caso de transferencias de inmuebles a FIRBI, si bien es aplicable el Impuesto de Alcabala, entre los incentivos establecidos por el Decreto Legislativo 1188, está también el diferimiento del pago de dicho impuesto.

b) Sujeto a los requisitos establecidos en la Ley 30532, la renta gravada obtenida a través de los FIBRA constituidos como fideicomisos de titulización, por las personas naturales domiciliadas o empresas unipersonales constituidas en el exterior, titulares de los certificados de participación tendrá una tasa de 5% (respecto a las rentas provenientes de la explotación de los bienes inmuebles, es decir, de los arrendamientos y/o cesión de uso de dichos bienes).

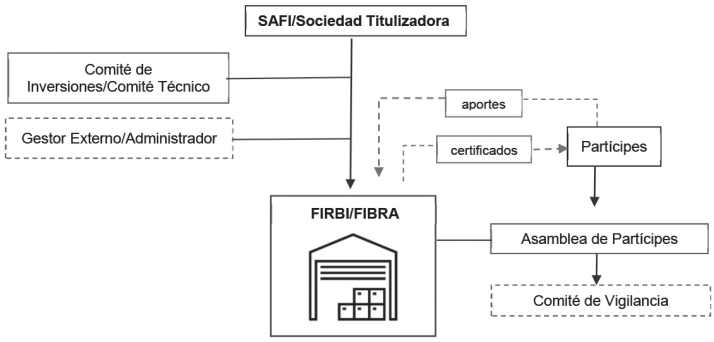
En el caso de los FIRBI, conforme al TUO de la Ley del Impuesto a la Renta y su reglamento[14], el fondo no tiene condición de contribuyente para efectos del Impuesto a la Renta, sino que es transparente para estos efectos. Ello significa que, las utilidades, rentas y ganancias de capital que el fondo obtenga (previa deducción de los gastos pérdidas generadas) son atribuidas a los titulares de cuotas y estos tributan de acuerdo con el régimen fiscal que le corresponde a cada uno. Ahora bien, de similar manera que para los FIBRA constituidos como fideicomisos de titulización, el Decreto Legislativo 1188 ha otorgado, sujeto a que se cumplan ciertos requisitos, una tasa de retención preferencial de 5% por la atribución de rentas por arrendamiento o cesión en uso oneroso de bienes inmuebles generados por FIRBI y que sean atribuidas a personas naturales domiciliadas o empresas unipersonales constituidas en el exterior.

Cabe señalar que, conforme a lo señalado en el Decreto Legislativo 1188 y en la Ley 30532, los beneficios tributarios aplicables a los FIRBI/FIBRA estarán vigentes hasta el 31 de diciembre de 2026, salvo que se extienda su vigencia. Asimismo, existen otro tipo de beneficios tributarios que no son exclusivos de los FIRBI/FIBRA, pero que, según el caso, son aplicables a la inversión en estos. Por ejemplo, la exoneración del Impuesto a la Renta regulada en la Ley 30341 respecto a la ganancia de capital por la enajenación de certificados de participación en rueda de bolsa que, conforme a la primera disposición complementaria final de la Ley 31662, se encuentra vigente para personas naturales, sucesión indivisa o sociedad conyugal, hasta el 31 de diciembre de 2023.

Ahora bien, considerando lo antes expuesto, revisaremos a continuación los principales aspectos de la regulación de los FIRBI/FIBRA emitida por la SMV:

(i) Administración, gestión y operación:

Gráfico 3



Fuente: Elaboración propia

[13] Décimo Quinta Disposición Complementaria Transitoria Final del Texto Único Ordenado de la Ley del Impuesto General a las Ventas e Impuesto Selectivo al Consumo, aprobado por Decreto Supremo 055-99-EF (en adelante, TUO de la Ley del IGV).

[14] Texto Único Ordenado de la Ley del Impuesto a la Renta, aprobado por Decreto Supremo 179-2004-EF (en adelante, TUO de la Ley del Impuesto a la Renta), y su reglamento aprobado por Decreto Supremo 122-94-EF.

Los FIBRA requieren ser administrados por una sociedad titulizadora (en caso se trate de un fideicomiso de titulización) o por una sociedad administradora de fondos de inversión o sociedad administradora de fondos (en caso se trate de un FIRBI). A diferencia de ello, en México, los FIBRA son fideicomisos cuya fiduciaria puede ser una institución de crédito (es decir, una entidad financiera autorizada a captar recursos y entregar créditos) o una casa de bolsa residente en México[15]. Sin embargo, en nuestra regulación, los fideicomisos bancarios sujetos a las normas de la Ley General del Sistema Financiero y de Seguros, Ley 26702 (Ley de Bancos), no pueden emitir valores mobiliarios, sean certificados de participación o instrumentos representativos de deuda, como sí pueden hacer los fideicomisos de titulización.

Esto ha determinado que la creación de FIRBI/FIBRA en el país dependa del número de sociedades titulizadoras o SAFI autorizadas por la SMV para actuar como tales y que además tengan la intención de participar en la estructuración y administración de esta clase de vehículos. Es preciso recordar que, si bien las SAFI estaban ya desde antes de la creación de los FIRBI/FIBRA en el país, acostumbradas a administrar vehículos de inversión con partícipes como lo son los fondos de inversión; las sociedades titulizadoras no contaban con la experiencia en este tipo de vehículos, ya que los fideicomisos de titulización han sido usados históricamente como vehículos de financiamiento para lo cual emiten instrumentos de deuda, pero no certificados de participación.

Sin embargo, como veremos a continuación, las sociedades titulizadoras o SAFI pueden contratar a un gestor o administrador para que brinde asesoría en la gestión de inversiones o en la operación de los activos inmobiliarios. En el caso de los fideicomisos de titulización (FIBRA), el Reglamento de Titulización permite que las sociedades titulizadoras contraten, con cargo al patrimonio fideicometido, a uno o más administradores para brindarle al FIBRA servicios de asesoría, administración, operación o mantenimiento, así como cualquier otra función relacionada con la gestión operativa y de estrategia de negocios del FIBRA y de sus activos. Dicho administrador puede ser externo o interno en cuyo caso deberá ser una subsidiaria del FIBRA, es decir, el FIBRA deberá ser titular de al menos el noventa y nueve (99%) de las acciones o participaciones el administrador. Por otro lado, el Reglamento de Fondos de Inversión no contiene una regulación específica al respecto para FIBRA, pero sí le resulta aplicable la regulación general de fondos de inversión que contiene la posibilidad de que la SAFI contrate a un Gestor Externo con reconocida y amplia experiencia en gestión de portafolios o activos establecidos en la política de inversión del fondo. En este caso, el Reglamento de Fondos de Inversión deja claro que la responsabilidad sobre la gestión del fondo y el debido cumplimiento de las obligaciones de la actividad de gestión se mantendrá en la SAFI.

La figura del Gestor Externo o Administrador es sumamente importante, ya que, como hemos visto, se trata justamente del ente encargado de la gestión de inversiones del FIRBI/FIBRA. Es decir, será aquel que busque, evalúe y analice las alternativas de inversión del FIRBI/FIBRA. Sin perjuicio de ello, se debe precisar que quienes adoptan finalmente las decisiones de inversión o desinversión, son los miembros del Comité de Inversiones o Comité Técnico.

Al respecto, el Reglamento de Titulización establece que la sociedad titulizadora deberá designar a un Comité Técnico de al menos tres (3) personas naturales con una adecuada formación académica y profesional, a fin de que sea dicho órgano el encargado de adoptar las decisiones de inversión y desinversión del FIBRA, de aprobar los aportes de bienes inmuebles (salvo por los casos en los que se requiere aprobación de la Asamblea) y de determinar el precio y las condiciones de las emisiones de certificados de participación, entre otras funciones. En el caso de los FIRBI, el Reglamento de Fondos de Inversión señala que, quien ejerza la gestión del fondo (es decir, la SAFI o el Gestor Externo) deberá nombrar al Comité de Inversiones, el cual será responsable, principalmente, de adoptar las decisiones de inversión y desinversión.

Con lo antes explicado, queda claro que el papel de los titulares de certificados de participación en la Asamblea es uno pasivo. Sin embargo, en el caso de los FIRBI, como vere-

[15] Artículo 187 de la Ley sobre el Impuesto a la Renta mexicana.

mos en la sección IV, el *quorum* y mayorías requeridas por el Reglamento de Fondos de Inversión asume que los inversionistas tienen la intención de tener un rol más activo del que realmente tienen.

Finalmente, en el caso de los FIRBI, debido también a la regulación general de fondos de inversión, existe la figura del Comité de Vigilancia, el cual se encarga principalmente de resolver conflictos de interés.

(ii) Aportes no dinerarios:

Como hemos visto, los aportantes pueden transferir bienes inmuebles o efectivo al FIRBI/FIBRA a cambio de certificados de participación. La realización de dichos aportes no dinerarios se encuentra sujeta a las regulaciones aplicables a los FIRBI y a los FIBRA, en el Reglamento de Fondos de Inversión y el Reglamento de Titulización, respectivamente.

El Reglamento de Fondos de Inversión no contiene una regulación específica para los aportes no dinerarios a favor de FIRBI, por lo que es aplicable la regulación general de fondos de inversión. Esto, puede generar ciertas complicaciones tanto respecto del valor del aporte como de los requisitos para la aprobación de dicho aporte por parte de la Asamblea. Recordemos que el procedimiento general establecido en los artículos 64 y 65 del Reglamento de Fondo de Inversión consiste en que, una vez que el aportante presenta su propuesta por escrito (indicando el valor del bien), el Comité de Inversión debe verificar que el bien cumpla con las condiciones establecidas en el Reglamento de Participación. En caso se determine que el bien cumple con dichas condiciones, el Comité de Inversiones ordena la realización de una tasación del inmueble y, sobre la base de la metodología de valorización de inversiones del fondo, determina el valor razonable del inmueble a ser aportado. Una vez que se cuenta con todos los valores, el Comité de Inversiones comunica al aportante el valor al cual será propuesto el bien para aceptación de la Asamblea General, el mismo que será el **menor valor** resultante entre: (i) el valor propuesto por el aportante; (ii) el valor de la tasación; y (iii) el valor razonable determinado por el Comité de Inversiones. Cabe señalar que el Reglamento de Fondos de Inversión requiere de la aprobación de la Asamblea General a toda clase de aportes no dinerarios, lo cual genera retrasos en la operativa de aportes.

Por otro lado, el Reglamento de Titulización establece que, en el caso de aportes de bienes inmuebles al FIBRA, no aplica la exigencia de realizar una oferta pública primaria para la emisión de certificados de participación a ser entregados como contraprestación por los aportes, y que la aprobación de la Asamblea General es requerida únicamente en dos (2) supuestos. Estos son: a) en caso de aportes de miembros del Comité Técnico, Administrador, sociedad titulizadora, originador, así como sus accionistas, directores y gerentes, y los vinculados a todos los anteriores; y b) en caso de aportes de bienes inmuebles de otras personas o entes jurídicos que de forma individual o conjunta representen más del 20% del patrimonio del FIBRA. En todos los demás casos, se requiere únicamente la aprobación del Comité Técnico. Adicionalmente, el Reglamento de Titulización establece que en el caso de aportes no dinerarios no resulta aplicable el derecho de suscripción preferente.

Como veremos en la sección IV siguiente, la SMV ha publicado un proyecto que incorpora ajustes a la regulación de FIRBI con el objetivo de alinearla a la regulación de FIBRA. Sin perjuicio de ello, en dicha sección comentamos algunos aspectos que consideramos relevantes para complementar los ajustes propuestos por el referido proyecto.

(iii) Emisión de certificados de participación:

En el caso de aportes dinerarios, conforme a las normas de FIRBI y FIBRA, se requiere que los mismos sean realizados en el marco de una oferta pública primaria, en la cual deberán participar al menos diez (10) inversionistas no vinculados, en cada una.

En el caso de los FIBRA, el Reglamento de Titulización reconoce la posibilidad de que las sociedades titulizadoras realicen, por cuenta del FIBRA, sucesivas colocaciones de certificados de participación fungibles entre sí. Como veremos en la sección IV, esta posibilidad no se encuentra actualmente reconocida en el Reglamento de Fondos de Inversión para los FIRBI.

Asimismo, será aplicable a la emisión de certificados de suscripción preferente (salvo excepciones previstas en el artículo 83 del Reglamento de Titulización), el derecho de suscripción preferente. En ese sentido, cada vez que se realice una nueva emisión de certificados de participación, se deberá otorgar

a los demás partícipes el referido derecho a ser ejercido en una rueda de suscripción con un plazo no menor a cinco (5) días hábiles.

(iv) Distribución del 95% de la utilidad neta distribuible:

Otro aspecto importante para tener en cuenta es la definición de Utilidad Neta Distribuible (en adelante, UND) que establece la regulación de FIRBI/FIBRA, ya que esta resulta relevante para entender algunas de las limitaciones que tiene este tipo de vehículos.

La regulación señala que el cálculo de la UND para el pago de los rendimientos se determina sobre la base de las partidas del estado de resultados que implicaron un ingreso o salida de efectivo para el FIRBI/FIBRA. Es decir, no se incluye en la determinación de la UND conceptos como, por ejemplo, la depreciación de los activos del FIRBI/FIBRA. Asimismo, se establece que las utilidades que se distribuyan y paguen en exceso de la utilidad neta reportada en el estado de resultados se reconocerán como una cuenta por cobrar a los titulares de certificados de participación bajo el concepto de pago anticipado de rendimientos, la cual será compensada al momento de la realización del activo correspondiente.

Esta definición es una que incluye conceptos financieros, a diferencia de la definición de "resultado fiscal" utilizada en la regulación de FIBRA de México que se trata de una utilidad contable.

Tomando en cuenta ello y que el requisito regulatorio exigible a los FIRBI/FIBRA es distribuir el noventa y cinco (95%) de la UND, consideramos que el mismo puede generar problemáticas al FIRBI/FIBRA y a los inversionistas que se revisarán en la sección IV siguiente.

V. CAMBIOS NORMATIVOS Y PROPUESTAS A SER EVALUADAS

Como puede apreciarse de la regulación incluida en el Reglamento de Titulización y en el Reglamento de Fondos de Inversión, este último no contiene el mismo desarrollo y precisiones incluidas en el primero para los FIBRA. Fue así como, en septiembre del año 2022, la SMV publicó el Proyecto de modificación del Reglamento de Agentes de Intermediación del Reglamento de Fondos Mutuos de Inversión en Valores y sus Sociedades Administradoras, del Reglamento de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras y del Reglamento de Procesos de Titulización de Activos (en adelante, el Proyecto), el cual contempla propuestas de modificaciones a la Cuarta Disposición Complementaria Final del Reglamento de Fondos de Inversión que tienen por objetivo uniformizar el marco normativo aplicable a los FIRBI con las disposiciones del Reglamento de Titulización referidas a los FIBRA y que a la fecha está pendiente de aprobación final.

Al respecto, el proyecto incorpora en la regulación de FIRBI los requisitos del artículo 84 del Reglamento de Titulización aplicable a los aportes no dinerarios a un FIBRA. Entre ellos, establece que, tratándose de aportes de bienes inmuebles no será de aplicación la exigencia de realizar una oferta pública primaria y solo se requerirá la aprobación de la Asamblea General en determinados casos (véase la sección IV cuando nos referimos a aportes no dinerarios). Estas modificaciones son positivas para perfeccionar la regulación de FIRBI ya que simplifican el procedimiento para aportes y por tanto incentivan el crecimiento de los FIRBI.

Sin perjuicio de ello, sugerimos que, en adición a lo antes expuesto, se precise en el Reglamento de Fondos de Inversión que en los casos de aportes no dinerarios a FIRBI, la aplicación del procedimiento regulado en los artículos 64 y 65 del Reglamento de Fondos de Inversión es supletoria. En relación con dicho procedimiento, ver lo comentado en la sección IV.

Asimismo, en línea con lo previsto en el artículo 83 del Reglamento de Titulización, sugerimos que el Reglamento de Fondos de Inversión recoja también expresamente que, tratándose de aporte de bienes inmuebles, no resulta aplicable el derecho de suscripción preferente. De esta manera, se simplificará el procedimiento de aportes de bienes inmuebles, y además se evita que –por el ejercicio del referido derecho– el FIRBI reciba fondos adicionales que no tengan un destino y deban mantenerse en tesorería afectando la rentabilidad del FIRBI.

Sin perjuicio de lo anterior, existen puntos relevantes, aplicables a FIRBI y FIBRA, que no han sido tomados en cuenta en la elaboración del proyecto, los cuales indicamos a continuación:

– Realización de colocaciones mediante *follow-on*

El Reglamento de Titulización prevé en su artículo 79, la posibilidad de que, en el marco de un programa, la sociedad titulizadora pueda realizar por cuenta del FIBRA sucesivas colocaciones de certificados de participación hasta por el límite máximo del programa.

Sin embargo, las colocaciones sucesivas no eliminan la problemática por el requerimiento de que –a diferencia de la legislación comparada– las colocaciones de certificados de participación a cambio de aportes dinerarios se deban realizar a través de nuevas ofertas públicas primarias, siendo aplicable el otorgamiento del derecho de suscripción preferente.

Ello genera que se deba seguir un procedimiento de registro ante la SMV (el mismo que no se encuentra regulado) y que la colocación se realice a, por lo menos, diez (10) inversionistas que no sean vinculados entre sí. Sobre esto último, es oportuno precisar que la regulación de FIRBI y FIBRA establece que en caso de adquisición de participaciones a través de cuentas globales[16] se podrá considerar como inversionistas a los titulares finales de dichos instrumentos, en cuyo caso la sociedad titulizadora o SAFI deberá acreditar ante la SMV que la colocación cumple con el requisito de dispersión. Sin embargo, ello no incluye a vehículos como los fondos de pensiones u otro tipo de fondos o vehículos que no sean necesariamente cuentas globales, pero que sí representen intereses de un grupo de inversionistas. Asimismo, genera retrasos en la operativa en tanto que se debe otorgar y seguir el procedimiento para el ejercicio del derecho de suscripción preferente (incluyendo la negociación de los certificados de dicho derecho).

Como hemos visto, en otros mercados, como EUA y México, existen las colocaciones para realizar *follow-on*, en las que no se necesita realizar una nueva oferta pública inicial, sino que se trata de una especie de oferta pública subsecuente de capital. En nuestro caso, sugerimos que se explore la posibilidad de realizar emisiones como series de una misma oferta pública o establecer reapertura de emisiones como existe en el mercado de inversionistas institucionales.

– *Quorums* y mayorías de la Asamblea General

Como hemos visto antes en este artículo, el rol de los inversionistas en la Asamblea General es pasivo. Ello, más aún, considerando que este tipo de vehículos ha sido creado para incentivar la inversión por personas naturales y que tiene por objetivo convertirse en una inversión con accionariado difundido. En ese sentido, mientras un FIRBI/FIBRA sea más exitoso en dicho cometido, se generan más problemas para cumplir con los requisitos de *quorum* y mayorías establecidos en la regulación para la adopción de acuerdos por la Asamblea General. A esto se debe añadir el problema comentado en el punto precedente respecto a que las normas no consideran como inversionistas a las personas que se encuentran detrás de, por ejemplo, los fondos de pensiones y otros vehículos similares, sino únicamente a aquellos que tienen su inversión a través de cuentas globales.

De esta forma, en el caso de los FIRBI, los *quorums* y mayorías establecidos en los artículos 93 y 94 del Reglamento de Fondos de Inversión plantean los siguientes problemas: (i) se requiere de un *quorum* elevado para que la Asamblea General pueda sesionar (2/3 y 3/5 de las cuotas en circulación, en primera y segunda convocatoria, respectivamente); y (ii) se requiere de una mayoría absoluta de los certificados de participación suscritos, para la adopción de acuerdos.

Este problema no existe en el caso de los FIBRA, ya que, en tal situación, el artículo 72 del Reglamento de Titulización señala que los procedimientos, *quorums* y mayorías para la convocatoria y adopción de acuerdos por parte de la Asamblea General de Titulares de certificados de participación son establecidos en el acto constitutivo del FIBRA, de acuerdo con lo estipulado en el artículo 323 de la Ley General de Sociedades. Es decir, que salvo por la modificación del acto constitutivo para lo cual siempre se requerirá que el acuerdo se adopte con el voto favorable de la mayoría absoluta de los Certificados de Participación.

Conforme a ello, sugerimos que se uniformicen los procedimientos de adopción de acuerdos por parte de las Asambleas Generales de los FIBRA y los FIRBI de manera que, en el Reglamento de Fondos de Inversión, se establezca que los procedimientos, *quorums*

[16] Conforme a la definición incluida en el Reglamento de Agentes de Intermediación aprobado por Resolución SMV 034-2015-SMV-01, una cuenta global es una cuenta administrada por el agente de intermediación (es decir, una sociedad agente de bolsa) únicamente para el control de operaciones de clientes en mercados extranjeros y para colocaciones, que figure a su nombre, agrupe Instrumentos Financieros y recursos de clientes que son los titulares finales de los derechos u obligaciones relacionados con dicha cuenta.

y mayorías para la adopción de acuerdos de la Asamblea General sean establecidos en el Reglamento de Participación. Ello, sin perjuicio de que para la modificación del Reglamento de Participación se requiera que el acuerdo sea adoptado por la mayoría absoluta de los Certificados de Participación.

Sin perjuicio de lo anterior, consideramos pertinente también revisar el largo listado de temas que, conforme al Reglamento de Titulización, deben ser sometidos a aprobación de la Asamblea General, a efectos de determinar si efectivamente se requiere, para los casos particulares de FIBRA, un pronunciamiento de la Asamblea General o se puede encargar dicho pronunciamiento a otro órgano.

– Definición de la UND

En la sección precedente hemos explicado la definición de la UND y mencionado que esta puede generar ciertos problemas para el FIRBI/FIBRA y para los propios inversionistas de manera directa.

El primer problema se refiere a la capacidad de los FIRBI/FIBRA de acceder a fuentes alternativas de financiamiento. Como hemos visto líneas arribas, la colocación de valores mobiliarios requiere de la realización de nuevas emisiones registradas en la SMV, lo cual puede tomar más tiempo y generar más costos administrativos que la estructuración de un financiamiento bancario, sin considerar el requisito de la participación de como mínimo diez inversionistas no vinculados en cada colocación. En ese sentido, los financiamientos bancarios se muestran como alternativas para que los FIRBI/FIBRA puedan financiar la adquisición de bienes inmuebles generadores de rentas. Ahora bien, considerando la definición de la UND, únicamente el pago de intereses compensatorios de dichos financiamientos, mas no la amortización del capital, se refleja en las partidas del estado de resultados del FIRBI/FIBRA. Ello genera que el FIRBI/FIBRA solo disponga, como máximo, del 5% de la UND (y, de existir, algún excedente de caja), para pagar la amortización de capital. Esta problemática genera que la estructura de financiamientos disponibles para los FIRBI/FIBRA sea una estructura de tipo *bullet*. Es decir, una que solo implique el pago de intereses compensatorios durante el plazo de vigencia del financiamiento y que el 100% del capital sea amortizado al vencimiento, lo cual puede resultar más costoso en comparación con otras estructuras. Esta problemática, sin considerar la afectación a las necesidades de CAPEX del FIRBI/FIBRA, nos lleva a reflexionar sobre si en nuestro medio puede ser conveniente considerar una reducción del porcentaje mínimo obligatorio de distribución (95% de la UND).

El segundo problema que genera la definición actual de UND está vinculado a la facilidad para distribuir a los inversionistas excedentes de caja, incluyendo aquellos flujos que no son considerados dentro de la UND. Sobre este punto, conviene explicar que los FIRBI/FIBRA pueden tener excedentes de caja generados por diversos factores, incluyendo (i) crédito fiscal generado por el pago del IGV en la adquisición de inmuebles, en el caso de FIBRA constituidos como fideicomisos de titulización; o (ii) fondos recibidos mediante emisiones de certificados de participación que no han sido utilizados en su totalidad. Si bien, la regulación establece que dichos excedentes pueden ser invertidos en depósitos de entidades bancarias u otros definidos en el Reglamento de Titulización y en el Reglamento de Fondos de Inversión, no existe una restricción para que dichos excedentes sean distribuidos en su totalidad. Sin embargo, considerando la definición de la UND, dichas distribuciones de excedentes no calificarían como UND. Para que el FIRBI/FIBRA pueda realizar dichas distribuciones tendría que iniciarse un procedimiento de reducción de capital con las implicancias que ello tiene, como por ejemplo, la necesidad de convocar a la Asamblea. En ese sentido, consideramos conveniente que la SMV evalúe la posibilidad de flexibilizar los criterios para el cálculo de la UND, a fin de facilitar la distribución de excedentes.

Sin perjuicio de lo anterior, en caso se considere que se requiere mantener el estándar de 95% de distribuciones, se revise si la definición de UND pueda ser alineada más a un concepto contable, tal como es el caso de México, en el que se considera una definición de resultado fiscal.

– Creación de certificados de participación en cartera

Finalmente, se propone también recoger en el Reglamento de Fondos de Inversión las disposiciones del artículo 80 del Reglamento de Titulización según el cual la sociedad titulizadora puede crear un número de certificados de participación del FIBRA y

mantenerlos en cartera únicamente para el pago de retribuciones o contraprestaciones a los miembros del Comité Técnico, Administrador, Originador, Sociedad Titulizadora u otros terceros establecidos en el acto constitutivo, por la prestación de servicios o por la cesión en uso de información relativa a la experiencia industrial, comercial o propiedad intelectual, sujeto a las condiciones establecidas en dicho artículo.

Consideramos que dicha disposición es un mecanismo que coadyuva a alinear los intereses del Comité Técnico, Administrador, y demás personal clave del FIBRA con los objetivos e intereses del FIBRA y sus partícipes. En dicho sentido, resulta beneficioso que la referida disposición normativa sea también incorporada al Reglamento de Fondos de Inversión a fin de que sea aplicable a los FIRBI.

Asimismo, sugerimos que se precise que, en los casos de creación de certificados de participación en cartera de los FIRBI, no resulta aplicable el derecho de suscripción preferente tal y como dicha excepción se encuentra ya recogida en el artículo 83 del Reglamento de Titulización para los FIBRA.

– Beneficios tributarios

Si bien este artículo se centra en aspectos regulatorios de los FIRBI y FIBRA no podemos dejar de mencionar que resulta interesante la discusión respecto a si el beneficio otorgado a personas naturales domiciliadas o empresas unipersonales constituidas en el exterior, titulares de los certificados de participación, respecto a la tasa aplicable de 5% aplicable a la renta obtenida a través de su inversión en los certificados de participación de dichos vehículos.

Como hemos mencionado, dichos beneficios se encuentran vigentes únicamente hasta el 31 de diciembre de 2026. Sin embargo, si se busca no solo impulsar el mercado de FIRBI/FIBRA sino también contribuir permanentemente a su desarrollo mediante la participación de personas naturales, consideramos importante revisar la posibilidad de que dicho beneficio sea permanente para los sujetos antes indicados. Ello, considerando que se trata de inversionistas pasivos, que a través de la tenencia de los certificados de participación únicamente esperan recibir distribuciones sin realizar efectivamente actividad empresarial.

VI. CONCLUSIONES

Los FIRBI/FIBRA han sido creados a fin de generar una alternativa de inversión inmobiliaria distinta a la tradicional –como la adquisición directa de bienes inmuebles– que permita a todo tipo de inversionistas, incluyendo a las personas naturales, invertir en *real estate* a través de la adquisición de valores mobiliarios de renta variable (similares a acciones) emitidos por vehículos de inversión que, además de diversificar el riesgo mediante la tenencia de un portafolio que puede ser variado, cuentan con la participación de gestores y administradores profesionales y especializados en la gestión de este tipo de vehículos, y con beneficios tributarios que los distinguen de otro tipo de inversiones en vehículos inmobiliarios (por ejemplo, fondos de inversión inmobiliarios que no califican como FIRBI).

La regulación de este tipo de vehículos en el país se encuentra en desarrollo. Así, las normas tributarias que otorgan los beneficios específicos a la inversión en estos vehículos han sido modificadas y perfeccionadas desde su emisión en el año 2016. Asimismo, a la fecha existen pendientes de emisión por parte de la SMV modificaciones al Reglamento de Fondos de Inversión que tienen por objeto alinear la regulación de los FIRBI a la de los FIBRA prevista en el Reglamento de Titulización. Sin perjuicio de ello, consideramos que existen aspectos regulatorios y prácticos importantes, incluidos los mencionados en este artículo, que la autoridad podría considerar para impulsar el desarrollo de los FIRBI/FIBRA en nuestro país.

REFERENCIAS

Ambrose, B., & Linneman, P. (2001). REIT Organizational Structure and Operating Characteristics. *The Journal of Real Estate Research*, *21*(3), 141-162.

Asociación Mexicana de FIBRAs Inmobiliarias [Amefibra] (2023). *Amefibra*. https://amefibra.com/el-mercado/indice-fibras/

Borchersen, S. (28 de febrero de 2023). *Investment Bankers See Potential for REIT Rebound in 2023. National Association of Real Estate Investment Trusts [Nareit]*. https://www.reit.com/news/articles/investment-bankers-see-potential-for-reit-rebound-in-2023

Brockman, P., French, D., & Tamm, C. (2014). REIT Organizational Structure, Institutional Ownership, and Stock Performance. *The Journal of Real Estate Portfolio Management*, *20*(1), 21-36.

Ccanto Mayhua, C., & Pachas Burga, R. A. (2019). Los FIBRA como una nueva alternativa de inversión en Perú. *Revista Lidera*, (14), 29-32.

Chan, S., Erickson, J., & Wang, K. (2003). *Real Estate Investment Trusts: Structure, performance, and investment opportunities*. Oxford University Press.

Einhorn, D., Emmerich, A., & Panovka, R. (2000). REIT M&A Transactions – Peculiarities and Complications. *The Business Lawyer, 55*(2), 693-734.

Feng, Z., Price, S., & Sirmans, C. (2011). An Overview of Equity Real Estate Investment Trusts (REITs): 1993-2009. *Journal of Real Estate Literature, 19*(2), 307–344.

Hudgins, C. (11 de enero de 2023). Large REIT privatizations keep real estate M&A levels high in 2022. *S&P Global Market Intelligence*. https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/large-reit-privatizations-keep-real-estate-m-a-levels-high-in-2022-73780108

Hartzell, J., Kallberg, J., & Liu, C. (2008). The Role of Corporate Governance in Initial Public Offerings: Evidence from Real Estate Investment Trusts. *The Journal of Law & Economics, 51*(3), 539-562.

Méndez, A. (6 de enero de 2021). Fibras caen en 2020, pero prometen para el 2021. *El Economista.* https://www.eleconomista.com.mx/mercados/Fibras-caen-en-2020-pero-prometen-para-el-2021--20210105-0068.html

National Association of Real Estate Investment Trusts [Nareit] (2023). *Global REIT Approach to Real Estate Investing*. https://www.reit.com/sites/default/files/2023-04/2023_Global_REIT_Brochure.pdf

National Association of Real Estate Investment Trusts [Nareit] & S&P Global Market Intelligence (2023). Historical Offerings of Securities. *Nariet* https://www.reit.com/sites/default/files/IndustryData/HistoricalOfferings.pdf

Ortiz, J. (10 de febrero de 2023). ¿Qué es el nearshoring y cuál es el papel de los Fibras? *El Economista.* https://www.eleconomista.com.mx/opinion/Que-es-el-nearshoring-y-cual-es-el-papel-de-los-Fibras-20230209-0103.html

Santiago, J. (13 de junio de 2023). Fibras obtienen en Bolsa 13,000 millones de pesos para nearshoring. *El Economista,* https://www.eleconomista.com.mx/mercados/Fibras-obtienen-en-Bolsa-13000-mdp-para-nearshoring-20230613-0119.html

Schenke, J. (12 de diciembre de 2022). There were no REIT IPOs in 2022 form the first time in 21 years (2022). *Bisnow*. https://www.bisnow.com/national/news/commercial-real-estate/no-new-reits-on-wall-street-for-first-time-since-2001-116782

Sun, L., Titman, S., & Twite, G. (2013). REIT and Commercial Real Estate Returns: A Post-Mortem of the Financial Crisis. *National Association of Real Estate Investment Trust [Nareit]*. https://www.reit.com/sites/default/files/media/PDFs/A%20Post%20Mortem%20of%20the%20Financial%20Crisis_002.pdf

LEGISLACIÓN, JURISPRUDENCIA Y OTROS DOCUMENTOS LEGALES

Decreto Legislativo 862, Decreto Legislativo que establece la Ley de Fondos de Inversión y sus sociedades administradoras, Diario Oficial *El Peruano*, 22 de octubre de 1996 (Perú).

Decreto Legislativo 1188, Decreto Legislativo que otorga incentivos fiscales para promover los Fondos de Inversión en Bienes Inmobiliarios, Diario Oficial *El Peruano*, 21 de agosto de 2015 (Perú).

Decreto Legislativo 1371, Decreto Legislativo que modifica el Reglamento de la Ley 30532, Ley que promueve el desarrollo del mercado de capitales y el Decreto Legislativo 1188, que otorga incentivos fiscales para promover los fondos de inversión en bienes inmobiliarios, Diario Oficial *El Peruano,* 30 de diciembre de 2021 (Perú).

Decreto Supremo 055-99-EF, Decreto Supremo que aprueba el Texto Único Ordenado de la Ley del Impuesto General a las Ventas e Impuesto Selectivo al Consumo, Diario Oficial *El Peruano*, 15 de abril de 1999 (Perú).

Decreto Supremo 179-2004-EF, Decreto Supremo, Aprueban el Texto Único Ordenado de la Ley del Impuesto a la Renta, Diario Oficial *El Peruano*, 8 de diciembre de 2004 (Perú).

Decreto Supremo 264-2017-EF, Decreto Supremo que aprueba el Reglamento de la Ley 30532, Ley que promueve el desarrollo del mercado de capitales y del Decreto Legislativo 1188 que otorga incentivos fiscales para promover los

Fondos de Inversión en Bienes Inmobiliarios, Diario Oficial *El Peruano,* 9 de septiembre de 2017 (Perú).

Ley 26702, Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros, Diario Oficial *El Peruano*, 9 de diciembre de 1996 (Perú).

Ley 26887, Ley General de Sociedades, Diario Oficial *El Peruano*, 9 de diciembre de 1997 (Perú).

Ley 30341, Ley que fomenta la liquidez e integración del Mercado de Valores, Diario Oficial *El Peruano*, 12 de septiembre de 2015 (Perú).

Ley 30532, Ley que promueve el desarrollo del Mercado de Capitales, Diario Oficial *El Peruano,* 31 de diciembre de 2016 (Perú).

Ley 31662, Ley que modifica la Ley 31362, Ley de Pago de Facturas MYPE a treinta días, Diario Oficial *El Peruano,* 30 de diciembre de 2022 (Perú).

Ley del Impuesto Sobre la Renta (LIR), Diario Oficial de la Federación [DOF] 11-12-2013 (Mex.).

Resolución CONASEV 001-1997, Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos, 9 de enero de 1997 (Perú).

Resolución SMV 029-2014-SMV-01, Reglamento de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras, Diario Oficial *El Peruano*, 21 de diciembre de 2014 (Perú).

Resolución SMV 034-2015-SMV-01, Reglamento de Agentes de Intermediación, Diario Oficial *El Peruano*, 19 de diciembre de 2015 (Perú).

MEMORIA INSTITUCIONAL

2023-1

THĒMIS
desde 1965

COMISIÓN DE CONTENIDO

La comisión de Contenido es responsable de la edición y publicación de THĒMIS-Revista de Derecho. Durante el ciclo 2023-1, el Consejo Ejecutivo continuó con su labor constante de editar nuestra tradicional revista, que es el producto insignia de la asociación. En esa línea, la comunidad académica pudo presenciar la exitosa publicación de la edición número 82, dedicada al eje temático de Inversión y Recursos Naturales. Esta excepcional edición contó con la coordinación de Karim Kahatt (Kahatt Abogados) y la asesoría temática de Cecilia Azerrad (Kahatt Abogados), quienes otorgaron un extraordinario valor en la revisión de los artículos postulados y la definición de los temas discutidos, desde sus respectivos ámbitos profesionales.

De este modo, se publicaron sobresalientes artículos académicos vinculados a los aspectos jurídicos de las inversiones impulsadas por las industrias y actividades económicas, y su vínculo con los recursos naturales. Estos incluyen la planificación de la inversión en los sectores de electricidad y gas natural; el régimen jurídico de la acuicultura en el Perú; el análisis de los bancos de biodiversidad como alternativa para la inversión en conservación y protección de los recursos naturales; los aspectos de la no transferibilidad de los derechos de uso de agua en el Perú; y las herramientas jurídicas frente a desastres ambientales en el aprovechamiento de recursos naturales. De esta manera, el evento de presentación se llevó a cabo el 24 de marzo de 2023, contando con la participación de destacados especialistas en la materia, tales como Diana Lizárraga, Juan Pablo Gómez-Moreno, Pedro Gamio y Angela García.

Sin embargo, el trabajo no concluyó con el satisfactorio resultado del evento de presentación. La comisión de Contenido continuó de manera proactiva con la elaboración de la edición 83, dedicada a la Propiedad y Derecho Inmobiliario, proyecto que cuenta con la coordinación de Francisco Avendaño (Avendaño Abogados) y la asesoría temática de Luis Felipe del Risco (Avendaño Abogados). Este número estará compuesto de diversos artículos académicos desarrollados por sobresalientes profesionales en el área, además de una mesa redonda que será de gran interés para nuestros fieles lectores. A su vez, se inició la organización de la edición 84, dedicada al Derecho Corporativo y M&A.

Indudablemente, el ciclo 2023-1 culmina de manera exitosa y, una vez más, se erige como un testimonio de la perseverancia, competencia y dedicación que caracterizan a los miembros del Consejo Ejecutivo, y que permiten seguir palpando la calidad de nuestra tradicional y, a la vez, innovadora revista.

COMISIÓN DE PUBLICACIONES

Continuando su labor de elaborar y publicar libros de vanguardia y gran calidad académica, la Comisión de Publicaciones, encargada de la Editorial Jurídica THEMIS, publicó dos libros. Por un lado, “Ensayos de Género y Derecho” recoge artículos sobre hostigamiento sexual, violencia contra la mujer, el trabajo de cuidados, el derecho a la muerte digna, entre otros. Esta publicación tuvo como coordinadora a Andrea Alvarez Tapia.

Por otro lado, “Conceptos: Derecho Procesal” consiste en un conjunto de artículos sobre los conceptos de los principios, reglas e instituciones más importantes y debatidas del conocimiento jurídico procesal. De esta manera, se explica de manera clara y precisa los elementos básicos sobre esta rama del Derecho, siendo de gran utilidad para estudiantes, abogados y el público en general. Este fue elaborado por estudiantes de Derecho de distintas universidades del Perú, de la mano del profesor Luis Alfaro Valverde como coordinador.

Ambos libros tuvieron un evento de presentación en la Facultad de Derecho de la PUCP, con la participación de los autores y destacados comentaristas. Asimismo, son comercializados de manera física.

COMISIÓN DE ACTUALIDAD JURÍDICA

EnfoqueDerecho.com tiene como objetivo principal la difusión de la cultura jurídica a nivel nacional e internacional y como misión, ser un referente en temas de Derecho, apostando por la innovación y el aprovechamiento de las herramientas que la tecnología nos brinda. En ese sentido, nuestra página web y nuestras redes sociales se presentan como espacios rigurosos e imparciales, donde estudiantes y profesionales brindan información académica o de actualidad legal mediante artículos, entrevistas, infografías, entre otros productos de alta calidad.

Durante el ciclo 2023-1, Enfoque Derecho ha contado con un total de nueve miembros que asumieron el reto de continuar con el legado de nuestro portal. Por tal motivo, contamos con el recurso humano necesario para llevar a cabo la cobertura de las principales noticias de coyuntura política y jurídica en el Perú y el resto del mundo. Para ello, elaboramos y publicamos notas de último minuto, editoriales, videos y post informativos.

Asimismo, con la intención de abordar diversos debates y temas de interés en la comunidad jurídica, realizamos conversatorios virtuales con especialistas destacados en diferentes materias, como "Jurisdicción por defecto: entre lo judicial y lo arbitral" y "Entre el fortalecimiento y la burocratización: Discusiones acerca de la modificación a la Ley de prevención y eliminación de barreras burocráticas". A su vez, organizamos eventos académicos con el auspicio de la Pontificia Universidad Católica del Perú (PUCP), como "El debate continúa: Perspectivas críticas en torno a la reforma universitaria y la Sunedu", en la modalidad presencial, y "Un paso a la vez: El camino hacia mi titulación como abogado", en la modalidad virtual.

Igualmente, en aras de generar un mejor contenido y contar con la participación de profesionales reconocidos tanto a nivel nacional como internacional, Enfoque Derecho desarrolló proyectos especiales: las semanas temáticas de "Economía y Derecho" y "Entre premios y leyes: Premios Óscar 2023"; las histerias "Derecho y Fake News" y "El arte de Picasso"; los especiales "Derecho y redes sociales" y "Derecho y adulto mayor"; los podcast "Derecho de Seguros" y "Transición de estudiante a abogado"; y las clases de Derecho Internacional Público. Además, se concretó la apertura de un nuevo blog denominado "Derecho entre líneas", espacio a cargo de Osterling Abogados. En la misma línea, se inició y avanzó las gestiones correspondientes para el ingreso de dos nuevos bloggers a la página web, como la firma de abogados Cuatrecasas (área Mercantil y M&A) y el Estudio Muñiz (área de Infraestructura, APP y OxI), respectivamente.

Finalmente, nos gustaría destacar el arduo trabajo en redes sociales realizado por el equipo de Enfoque Derecho, consolidando nuestro buen posicionamiento como una fuente de información confiable en plataformas como Instagram, donde alcanzamos los 27 mil seguidores; Facebook, donde superamos los 58 mil seguidores; LinkedIn, con más de 16 mil seguidores; Twitter, con más de 10 mil seguidores; YouTube, con 22 mil suscriptores; entre otras redes.

COMISIÓN DE ADMINISTRACIÓN

La comisión de Administración es la encargada de la gestión económica y legal de la Asociación Civil THĒMIS. Nuestras funciones combinan labores administrativas, financieras, comerciales, tributarias y registrales. Siendo nuestro segundo ciclo desde el regreso a la presencialidad, en el 2023-1, hemos continuado con nuestras labores para seguir adaptándonos a la presencialidad.

En ese sentido, iniciamos el ciclo con el perfeccionamiento de nuestra atención a clientes presenciales en nuestra oficina, proporcionando un mejor servicio en la entrega de los productos que ofrecemos. Asimismo, un gran reto para la comisión fue la organización del stand en la "46 Feria del Libro PUCP" que se desarrolló durante la última semana de marzo y la primera semana de abril dentro del campus PUCP. En dicho evento, pudimos ofrecer a los asistentes la nueva "Revista 82: Inversión y Recursos Naturales" editada y publicada por el Consejo Ejecutivo de THĒMIS, así como la Publicación, "Ensayos de Género y Derecho", editada por la comisión de Publicaciones.

De la misma manera, hemos seguido trabajando con las otras comisiones para que puedan lanzar sus líneas de *merchandise*, así como también hemos coordinado la gestión de los fondos de THĒMIS para que se puedan publicar las revistas y publicaciones y sus respectivos eventos de presentación. Y, con los cursos y congresos que organizaron las respectivas comisiones de Cursos y Capacitaciones y Seminarios.

Por último, y no menos importante, hemos destinado un importante esfuerzo de la comisión para mantener actualizado los poderes del Consejo Directivo, el cual, nos permitirá realizar nuestras tareas de forma más eficiente. En esa línea, seguimos mejorando nuestros sistemas de emisión de boletas y facturas para que el servicio ofrecido por THĒMIS sea excepcional. Para lo que queda del resto del 2023, seguiremos sumando todos nuestros esfuerzos por seguir construyendo una gestión eficiente, que nos permita hacer de THĒMIS una asociación jurídica de primer nivel.

COMISIÓN DE CURSOS Y CAPACITACIONES

La Comisión de Cursos y Capacitaciones se dedica a difundir la cultura jurídica mediante la planificación y ejecución de eventos académicos que abarcan diversas áreas del derecho de interés general. Así, durante el periodo 2023-1, gestionamos y llevamos a cabo tres eventos significativos. En primer lugar, organizamos "Regreso a Clases con Themis", talleres de repaso diseñados para los estudiantes de la Facultad de Derecho de la PUCP con el fin de prepararlos para el inicio del semestre académico.

Posteriormente, desarrollamos el "Curso de Litigación Oral", un evento virtual realizado del 10 al 15 de abril. Este curso tenía como objetivo potenciar las habilidades de argumentación, oralidad y litigación jurídica. Para ello, reunió a destacados expertos de Perú, México y Colombia, con el valioso respaldo del Dr. Ricardo Elías Puelles, coordinador del evento.

Por último, nuestra comisión organizó "The Business Toolbox: Curso de Derecho Mercantil y Regulación Empresarial", llevado a cabo del 19 al 27 de junio en modalidad virtual. Este curso contó con la coordinación y destacada participación del Dr. Juan Luis Hernández Gazzo, quien brindó orientación en la selección temática y evaluó la calidad y contenido de cada módulo. Además, el curso reunió a reconocidos especialistas en cada materia, incluyendo a Alfredo Bullard (BFE+), Jose Antonio Payet (PRCP), Alberto Rebaza (RAD), Guillermo Ferrero (PPU), María Haydée Zegarra (RAD), Sheilah Vargas (Hernández y Cía), Susan Castillo (PRCP), Lucía Villarán (BFE+), Alesandra Cocchella (CMS GRAU), entre otros. La Comisión de Cursos y Capacitaciones reitera su compromiso de innovar y difundir la cultura jurídica mediante diversas modalidades como cursos, talleres y capacitaciones.

COMISIÓN DE DESARROLLO SOCIAL

De acuerdo con su misión y visión, durante el ciclo 2023-1, Khuska, el Programa de Desarrollo Social de THĒMIS, ha continuado trabajando permanentemente para promover el desarrollo social a través de la cultura jurídica de forma horizontal. Ello logrado mediante actividades virtuales y presenciales utilizando las redes sociales de Khuska con una línea gráfica innovadora y moderna.

La comisión realizó el proyecto del ciclo "Talleres jurídicos: derechos como madre y ciudadana", organizado junto al Instituto Penitenciario del Perú (INPE) y Quarzo (para una sesión deportiva complementaria al taller jurídico). En este proyecto se realizaron diversas sesiones con el objetivo de difundir la cultura jurídica en favor de madres jóvenes que son residentes del Penal de Santa Mónica. Los talleres realizados fueron "Derechos laborales como ciudadana", "Derechos humanos como madre y ciudadana", y "Derecho penal para todas" con un total de 6 sesiones.

Asimismo, Khuska se mantuvo presente en los meses temáticos, como en torno al Mes del Orgullo (para el cual se realizó el primer evento presencial sobre este tema en la historia de la Facultad de Derecho PUCP), "Día Internacional de la Visibilidad Trans", "Día Internacional del Síndrome de Down", "Día Internacional de la Mujer", entre más fechas importantes para el que se realizaron diversos productos, incluyendo Espacios Sostenibles y más publicaciones. Además se siguieron elaborando diversos productos para Facebook e Instagram, como los Khuska Informa, 1 Minuto con Khuska, Efemérides, Identidades y la introducción del nuevo producto Khuska Semanal.

En adición, durante el ciclo se buscó realizar una mayor cantidad de eventos (presenciales y virtuales) y publicaciones que atiendan al contexto social, en línea con los ejes de Khuska, como "La prensa que nunca fue libre: Influencia política en la libertad de expresión y periodismo", "Estudiantes universitarios: historia y derechos", "Green Flags en San Valentín Volumen 2". Finalmente, también nuevas publicaciones que respondan al contexto político de las manifestaciones y protestas nacionales con una línea de contribuir al debate ciudadano desde la perspectiva de los derechos humanos y el desarrollo social.

COMISIÓN DE SEMINARIOS

La Comisión de Seminarios tiene como propósito la planificación y ejecución de eventos académicos, abordando temáticas de relevancia coyuntural e interés general, a través de diversos Congresos y/o Seminarios realizados en cada ciclo. A lo largo del primer semestre de 2023, la comisión prosiguió con su labor de difundir la cultura jurídica, llevando a cabo tres eventos de notable importancia.

El primero de ellos, denominado "Seminario de arbitraje con el Estado: entre lo público y lo privado", fue coorganizado con el Centro de Arbitraje MARC Perú y tuvo lugar los días jueves 23, viernes 24 y sábado 25 de febrero vía Zoom Webinar. Este encuentro congregó a destacados especialistas, entre abogados e ingenieros, quienes reflexionaron sobre el impacto del arbitraje en el sector de la construcción, el manejo de las contrataciones estatales y las experiencias adquiridas en procesos arbitrales.

Asimismo, se gestionó el seminario titulado "Derecho Administrativo, Regulación de Servicios Públicos y Modelo Económico: Evaluando la intervención del Estado". Bajo la coordinación de Sebastian Gamarra, asociado del estudio Payet, Rey, Cauvi, Pérez Abogados, este evento se desarrolló los días jueves 4, viernes 5 y sábado 6 de mayo a través de Zoom Webinar. La comisión reunió a expertos que analizaron el papel del Estado en el desarrollo económico y social del país, incluyendo aspectos como "la expropiación y la intervención sobre la propiedad", "los contratos ley y su finalidad en el marco de la inversión privada" y "El modelo de promoción de inversión en infraestructura", entre otros.

Por otro lado, la comisión consideró de suma relevancia la organización y ejecución del "III Congreso de Derecho Laboral", llevado a cabo los días jueves 8, viernes 9 y martes 13 de junio en el auditorio "Jorge Avendaño Valdez" de la Facultad de Derecho de la PUCP. Este evento, que congregó a más de 350 personas, se enfocó en nuevas tendencias en materia laboral, la relación de trabajo en el Perú y las debilidades del sistema laboral peruano.

Este congreso contó con la participación de destacados ponentes provenientes de estudios jurídicos como Vinatea & Toyama, De las Casas & Ulloa, Rubio, Leguia & Normand, Cuatrecasas, Miranda & Amado, Rebaza, Alcázar & De las Casas, Olaechea, Cornejo Laboralistas, Linares Abogados y Phillippi, Prietocarrizosa, Ferrero Du & Uría. Además, el evento fue auspiciado por los estudios Vinatea & Toyama, Rebaza, Alcázar & De las Casas, y Navarrete Maldonado; contando con la colaboración de las editoriales Gaceta Jurídica y Palestra.

La Comisión de Seminarios reafirma su compromiso de continuar innovando y contribuir con la difusión de la cultura jurídica.

COMISIÓN DE IMAGEN INSTITUCIONAL

La función de la comisión de Imagen Institucional es promover la marca THĒMIS mediante la elaboración, gestión y difusión de contenido publicitario a través de las redes sociales y demás canales de difusión de la Asociación. Para ello, los comisionados de Imagen Institucional diseñan las líneas gráficas de todas las campañas publicitarias de los productos THĒMIS, sean revistas, libros, cursos, seminarios, eventos adicionales, entre otros. En esta oportunidad, se colaboraron con las líneas gráficas y creación de afiches y portadas relativas a ambos congresos realizados ("Congreso de Derecho Administrativo, Regulación de Servicios Públicos y Modelo Económico" y "III Congreso de Derecho Laboral"); todos los cursos organizados ("Regreso a Clases con THĒMIS", "Curso de Litigación Oral" y "The Business Tooobox: Curso de Derecho Mercantil y Regulación Empresarial"); ambas publicaciones lanzadas ("Ensayos de Género y Derecho" y "Conceptos: Derecho Procesal"); las revistas publicadas y/o sus respectivos *call for papers* ("Revista 82: Inversión y Recursos Naturales", "Revista 83: Propiedad y Derecho Inmobiliario" y "Revista 84: Derecho Corporativo y M&A"); así como la publicidad relativa a la participación de la asociación en la 46 Feria del Libro PUCP.

Asimismo, esta comisión tiene a su cargo la realización del tradicional Acércate a THĒMIS. En esta oportunidad se escogió la temática de "Spiderman: Into The Spiderverse" para dicho evento, representando el descubrimiento de nuevos universos que se produce al pertenecer a la asociación y a cada una de las comisiones que la conforman. En él, cada uno de los ponentes compartieron sus experiencias en torno a lo vivido en la asociación, alentando a la postulación de nuevos miembros.

El evento se realizó el 28 de junio del 2023 y contó con los siguientes miembros extraordinarios: Julia Loret de Mola –socia del área de Competencia del estudio Payet, Rey, Cauvi, Pérez–, Ricardo Elías Puelles –socio fundador del estudio Elías Puelles–, Alessia Roca –asociada del área de Derecho Financiero del estudio Miranda & Amado–, Javier Alonso de Belaúnde –asociado senior del área de Solución de Controversias / Constitucional del estudio Hernández & Cía.–, Alejandra Quintanilla –asociada del área de Derecho Corporativo y M&A del estudio Payet, Rey, Cauvi, Pérez–, Guillermo Arribas –asociado principal del estudio Payet, Rey, Cauvi, Pérez–, y Thalia Villegas –asociada del área de Solución de Controversias del estudio Bullard, Falla, Ezcurra–.

COMISIÓN DE RECURSOS HUMANOS

El ciclo 2023-1 fue el segundo ciclo presencial después de la virtualidad y, a pesar de haber afrontado con éxito el ciclo anterior y toda la experiencia ganada, la Comisión de Recursos Humanos sabía que se venían retos nuevos por enfrentar en este ciclo.

Como es bien sabido, la comisión de Recursos Humanos tiene por objetivo velar por el bienestar general de THĒMIS y sus miembros. En esa línea, cumple con 2 funciones principales: la función fiscalizadora y la función integradora.

En el marco de la función fiscalizadora se realizaron entrevistas de inicio y fin de ciclo con todos los miembros de la asamblea con el objetivo de conocer su experiencia en la asociación e identificar posibles puntos de mejora. A la par, durante el ciclo, se tuvo reuniones con directores y comisionados donde se trataron temas relacionados al ambiente dentro de sus respectivas comisiones. Asimismo, se creó un cronograma semanal para organizar la limpieza de la oficina de THĒMIS.

En el marco de la función integradora se realizaron distintas actividades como la Fiesta de Bienvenida (de nuevos miembros) y Despedida (de los antiguos) a la que denominamos "Proyecto Ē", la Semana THĒMIS, con temática de Al Fondo Hay Sitio, e Intercomisiones, con temática de Kids Choice Awards.

Asimismo, se iniciaron las gestiones para llevar a cabo el primer Almuerzo de Asociados Extraordinarios después de 4 largos años de no haberse realizado por la pandemia. Dichas gestiones no solo involucraron esfuerzos de la comisión de Recursos Humanos, sino que a la iniciativa también se unieron miembros de otras comisiones e incluso asociados extraordinarios, quienes apoyaron con sus ideas, experiencia y contactos. Lamentablemente, pese a todos los esfuerzos involucrados, por temas de presupuesto y falta de espacios adecuados para realizar el evento que queríamos, no se pudo concretar. Sin embargo, se rescata el aprendizaje obtenido en el camino y sin duda se mantiene como una tarea pendiente para el futuro que estamos seguros una próxima comisión podrá materializar con éxito.

Pese a la frustrada iniciativa anterior, una actividad prepandémica que sí se logró relanzar con mucho éxito fue el famoso Campathēmis, en el cual 40 miembros de la asociación nos embarcamos en un fin de semana en Chaclacayo donde pudimos disfrutar y compartir juntos en un ambiente fuera del usual campus universitario.

HISTORIA DE LA COMISIÓN DE CONTENIDO

En 1965, **THĒMIS** se fundó con la idea de difundir la cultura jurídica a través de un solo producto que ha perdurado y se ha modernizado a lo largo de los años. Se trata de **THĒMIS-Revista de Derecho**, una publicación editada por alumnos de la Facultad de Derecho de la PUCP, pertenecientes a la Asociación Civil **THĒMIS**. El editor general de **THĒMIS-Revista de Derecho** es el director de la Comisión de Contenido. La edición de nuestro producto bandera ha estado a cargo, desde sus inicios, por los siguientes abogados, académicos y estudiantes de Derecho:

PRIMERA ÉPOCA

THĒMIS 1	Domingo García Belaúnde, Luis Arbulú Alva, Luis Stucchi Díaz
THĒMIS 2	Domingo García Belaúnde, Luis Arbulú Alva, Luis Stucchi Díaz
THĒMIS 3	Domingo García Belaúnde, Luis Arbulú Alva, Luis Stucchi Díaz
THĒMIS 4	Domingo García Belaúnde
THĒMIS 5	Domingo García Belaúnde
THĒMIS 6	Luis Arbulú Alva
THĒMIS 7	Luis Arbulú Alva

SEGUNDA ÉPOCA

THĒMIS 1	José Daniel Amado Vargas, Fernando Arias-Stella Casillo, Eduardo de Rivero Santana, Jacqueline Chappuis Cardich, Gustavo López- Ameri Cáceres
THĒMIS 2	José Daniel Amado Vargas, Fernando Arias-Stella Casillo, Eduardo de Rivero Santana, Jacqueline Chappuis Cardich, Gustavo López- Ameri Cáceres
THĒMIS 3	José Daniel Amado Vargas, Fernando Arias-Stella Casillo, Eduardo de Rivero Santana, Jacqueline Chappuis Cardich, Gustavo López- Ameri Cáceres
THĒMIS 4	José Daniel Amado Vargas, Fernando Arias-Stella Casillo, Eduardo de Rivero Santana, Jacqueline Chappuis Cardich, Gustavo López- Ameri Cáceres
THĒMIS 5	Beatriz Boza Dibós
THĒMIS 6	Beatriz Boza Dibós
THĒMIS 7	Beatriz Boza Dibós
THĒMIS 8	Beatriz Boza Dibós
THĒMIS 9	María Teresa Quiñones Alayza y Juan José Ruda Santolaria
THĒMIS 10	María Teresa Quiñones Alayza y Juan José Ruda Santolaria
THĒMIS 11	María Teresa Quiñones Alayza y Juan José Ruda Santolaria
THĒMIS 12	María Teresa Quiñones Alayza y Juan José Ruda Santolaria
THĒMIS 13	Javier Chocano Portillo y César Parodi Martins
THĒMIS 14	Javier Chocano Portillo y César Parodi Martins
THĒMIS 15	Javier Chocano Portillo
THĒMIS 16	Verónica Zavala Lombardi
THĒMIS 17	Verónica Zavala Lombardi
THĒMIS 18	Martín Mejorada Chauca
THĒMIS 19	Martín Mejorada Chauca
THĒMIS 20	Martín Mejorada Chauca
THĒMIS 21	Eduardo Sotelo Castañeda
THĒMIS 22	Eduardo Sotelo Castañeda
THĒMIS 23	José Ignacio Castro Otero
THĒMIS 24	José Ignacio Castro Otero
THĒMIS 25	Enrique Felices Saavedra
THĒMIS 26	Enrique Felices Saavedra

THĒMIS 27	Enrique Felices Saavedra
THĒMIS 28	Enrique Felices Saavedra
THĒMIS 29	Enrique Felices Saavedra
THĒMIS 30	José Juan Haro Seijas
THĒMIS 31	José Juan Haro Seijas
THĒMIS 32	Juan Antonio Égüez Toledo
THĒMIS 33	Gonzalo Zegarra Mulanovich
THĒMIS 34	Gonzalo Zegarra Mulanovich
THĒMIS 35	Gonzalo Zegarra Mulanovich
THĒMIS 36	Gonzalo Barrionuevo Alba
THĒMIS 37	Gonzalo Barrionuevo Alba
THĒMIS 38	Bruno Amiel Rodríguez-Carpi
THĒMIS 39	Bruno Amiel Rodríguez-Carpi
THĒMIS 40	Bruno Amiel Rodríguez-Carpi
THĒMIS 41	Gilda Spallarossa Lecca
THĒMIS 42	Carlos Arata Delgado
THĒMIS 43	Carlos Arata Delgado
THĒMIS 44	Fernando Berckemeyer Olaechea
THĒMIS 45	Enrique Pasquel Rodríguez
THĒMIS 46	Mirella Miranda Nique
THĒMIS 47	Alejandro Manayalle Chirinos
THĒMIS 48	Alejandro Manayalle Chirinos
THĒMIS 49	Javier Alonso de Belaúnde de Cárdenas
THĒMIS 50	Javier Alonso de Belaúnde de Cárdenas
THĒMIS 51	Óscar Súmar Albújar
THĒMIS 52	Óscar Súmar Albújar
THĒMIS 53	Luis Miguel Velarde Saffer
THĒMIS 54	Luis Miguel Velarde Saffer
THĒMIS 55	Mario Drago Alfaro
THĒMIS 56	Mario Drago Alfaro
THĒMIS 57	María José Higueras Chicot
THĒMIS 58	Claudia Lazarte Abarca y Mariano Peró Mayandía
THĒMIS 59	Mariano Peró Mayandía y Guillermo Arribas Irazola
THĒMIS 60	Guillermo Arribas Irazola
THĒMIS 61	Marco Zaldívar Chauca
THĒMIS 62	Marco Zaldívar Chauca
THĒMIS 63	Carlos Fernando de Trazegnies Valdez
THĒMIS 64	Carlos Fernando de Trazegnies Valdez
THĒMIS 65	Luis Fernando Roca Lizarzaburu
THĒMIS 66	Luis Fernando Roca Lizarzaburu
THĒMIS 67	Gonzalo J. Monge Morales
THĒMIS 68	Carla Regina Odar Chang
THĒMIS 69	Carla Regina Odar Chang y Erick E. Vargas Guevara
THĒMIS 70	Erick E. Vargas Guevara y Ciro Vladimir Ortega Mejía
THĒMIS 71	Ciro Vladimir Ortega Mejía y Joseline Zela Concha
THĒMIS 72	Renzo Augusto Zárate Villantoy y Joseline Zela Concha
THĒMIS 73	Renato Higa Griffin
THĒMIS 74	Gabriela Rosa Pacheco Rodríguez
THĒMIS 75	Axel Valverde Pariasca
THĒMIS 76	Axel Valverde Pariasca y Lucia Beatriz López Gallardo
THĒMIS 77	Lucía Beatríz López Gallardo y Luz Andrea Caycho Cáceres
THĒMIS 78	Luz Andrea Caycho Cáceres y Sol María Guevara Ratto
THĒMIS 79	Chiara Lucía Jacob Camaiora
THĒMIS 80	Franco Arce Saldarriaga y Joyce Uriol Quiroz
THĒMIS 81	Joyce Uriol Quiroz y Miguel Garcés Gutiérrez
THĒMIS 82	Miguel Garcés Gutiérrez
THĒMIS 83	Danae Ramos Granados
THĒMIS 84	Valentina Hernández Bernos

Exmiembros de la Asociación Civil THĒMIS

Mariel Abad Vergara | Luis Abramovich Ackerman | Carmen María Accinelli Obando | Otto Alonso Acosta Bernedo | Ana Valeria Acosta Salaverry | Luis Enrique Adrianzén Trint | Úrsula Afán Castillo | Valeria Aguado Araujo | Édgar Aguirre Ramos | Alexandra Aguirre Sumarriva | Romina Alarcón Bonilla | Guillermo Alarcón Zubiaurr | Omar Alejos Mata | Javier Albán González | César Antonio Alcorta Suero | Jenny Aliaga Aliaga | Luis Aliaga Blanco | Jimena Aliaga Gamarra | María Cristina Alva Noriega | Juan Carlos Alvarado Ortiz | Andrea Valeria Álvarez Tapia | José Daniel Amado Vargas | Marisa Amado Vargas | María José Amado Villacorta | Kathy Ames Valdivieso | Bruno Amiel Rodríguez-Carpi | Alejandra del Carmen Aquije Cornejo | Andrés Avelino Aramburú Piaggio | Andrea Apolín Vargas | Carlos Arata Delgado | Agnes Arbaiza Mejía | Marco Antonio Arbayza Obeso | César Arbe Saldaña | Joao Windson Arbildo Caro | Luis Arbulú Alva | Gabriela Arbulú León- Prado | Teresa Arce Coronel | Mario Arce Rodríguez | Franco Arce Saldarriaga | Diana Arciniega López | Sergio Arellano Gonzales | Fernando Arias- Stella Castillo | Cristina Arizmendi Bellido-Tagle | Ariana Armacanqui Paredes | Guillermo Arribas Irazola | Giancarlo Arrivasplata Núñez | Arturo Arróspide Villarán | Carla Arteaga Alarcón | Sergio Avendaño Bavestrello | Lucía Ávila Bedregal | Carolina Awapara Penalillo | Álvaro Ayllón Bondy | Felipe Ayulo Elejalde | Cecilia Azerrad Urrutia | Mirella de la Cruz Aquino | Inés Baca de la Piedra | Juan Luis Balarezo Revilla | Francesco Balbi Castellano | Dania Baldeón Miranda | Miguel Balmaceda Castillo | Fabiola Baquerizo Micheline | Alonso Barreda Ayllón | Jorge Gonzalo Barrionuevo Alba | Ana Cristina Barrionuevo Luna | Manuel Barrios Arbulú| María Barrón Rodríguez | Sebastián Basombrío Dughi | Sandra Basurco García-Zapatero | Ariana Bassino Balta | Jack Batievsky Sapck | Pamela Battifora del Pozo |Andrés Bayly Letts | Kiara Bazán Santillán | Micaela Bedoya Bahamonde | Carmen Luisa Bedoya Eyzaguirre| Eduardo Bedoya Pérez | María del Carmen Bedoya Valdez | Maria Lucía Bellido Bertie | Adriana Bellido Ludowieg | María Fátima Benavides Maza | Ximena Benavides Reverditto | Francisca Benavides Roose | Carla Bengoa Rojas | Úrsula Ben-Hammou Novoa | Licy Benzaquén Gonzalo | Fernando Berckemeyer Olaechea | Gonzalo Bernal Neunmann | Gabriela Bernales Wan | Javier Berrospi Vivar | Sergio Alejandro Berrospi Vivar | María Cecilia Blume Cillóniz | Iván Blume Moore | Miluska Bobadilla Chancafe | Zuly Niskar Bolaños Enríquez | Ramiro Bolaños Flores | Gonzalo Bonifaz Tweddle | Costanza Borea Rieckhof | Lorena Borgo Hannach| Víctor Alfonso Bosleman Córdova | Beatriz Boza Dibós | Guillermo Bracamonte Hinostroza | Flavia Bravo Bermeo| Laura Bravo Chagua | Ángel Sebastián Bravo Morales | Gabriel Bravo Taquía | Elizabeth Briones Gómez | Patricia Brocos Duda | Mayra Bryce Alberti | Alfredo Bullard González | Vivian Bustamante Yabar | Cyndel Caballero Fernández | Daniel Cabrera Morgan | Franco Marco Caccia Arana | Liz Ana María Cachi Delgado | Fernando Cáceres Freyre | Franklin Cáceres Freyre | Aldo Cáceres Martínez | Augusto Cáceres Vega | Andrea Cadenas Cachay | Alejandra Calderón Santillán | Ana Calderón Torres | Héctor Calero Ramírez | José Calero Zavaleta | Jorge Calle Brush | Analía Calmell del Solar del Río | Javier Calmell del Solar Monasi | María Jimena Camacho Vega | Andreína Camargo Neyra | Paula Lucía Camino Morgado | Arisa Pamela Campos Ramírez | Cecilia Cánepa Olaechea | Lilian Cánepa Yufra | Carlos Alfonso Canevaro Montesinos | Fernando Cantuarias Salaverry | María Fernanda Caparó Beltrán | Alejandro Cardoza Ayllón | Juan Andrés Carrera Acosta | Pamela Léia Caro Coria | Mariella Carrasco Gadea | Verónica Carrasco Núñez |Alejandra Sofía Carrillo Ayala | Diego Carrión Álvarez-Calderón | Christian Armando Carvajal Valenzuela | Carlos Casabonne Stoessel | Juan Manuel Casalino Franciskovic | Patricia Casaverde Rodríguez | Julio Casma Rocha | Renzo Castagnino Abásolo | Alejandra Castañeda Andrade | Gian Paul Castañeda Carruitero | Fernando Castañeda Melgar| Marcelo Castilla Báez | Andreé Castro Arequipeño | José Ignacio Castro Otero | Diego Castro Panez | Evelyn Castro Ramos | Álvaro Castro Reátegui | Junior David Castro Reynoso | Augusto Francisco Cauti Barrantes | Nadia Cautivo Padilla | Constanza Cavallero Portugal | Alejandro Cavero Alva | Gabriel Cayani Banda | Luz Andrea Caycho Cáceres | Mariana Cazorla Quiñones | Daniel Chancafe Rosas | María Fernanda Chanduví Herrera | Daniela Chang Rodríguez | Jackeline Chappuis Cardich | Vanessa Chávarry Meza | Adriana Chávez Copa | Ariana Chávez Cortez | Melady Steffania Chávez Macuado | María José Chávez Pozzi-Escott | Mauricio Checa Oliva | Jorge Chiang

Belliki | Carolina Chipollini Román | Liz Chirinos Cuadros | Marco Alejandro Chirinos Herrera | Javier Chocano Portillo | Rafaela Chumpitazi Saltarich | Astridt Chuy Colonia | Karina Chung Fernandini | Aldo Renato Cisneros Jirón | Camilo Clavijo Jave | María Andrea Colina Cardoso | Úrsula Collimboy Sayán | Jorge Contreras Condezo | Lorena Cook Llosa | Marcel Cordero Cabrera | Patricia Córdova Muñaqui | Luis Felipe Cornejo Arenas | Nicolás Cornejo Gerner | Rita Cornejo Lanao | Carlos Cornejo Vargas | Micaela Cortés Cabieses | Iván Cortés Tejada | Mariliha Alejandra Corzo Tueros | Carlos Cotera Solano | Chiara Crestani Queirolo | Juan Carlos Crisanto Vargas | Claudio Cruces Larco | Pablo Cueto Saco | Ana Sofía Cuevas Sánchez | Lucia Cuglievan Blume | Vera Czichowsky Hinterseer | Jorge Dajes Fleishman| Joanna Dawson Pendavis | Alberto de Belaúnde de Cárdenas | Javier Alonso de Belaúnde de Cárdenas | Luis de Bernardis Llosa | Federico de Cárdenas Romero | Arantxa de la Flor Giuffra | Fernando de la Flor Koechlin | Nicolás de la Flor Puccinelli | José María de la Jara Plaza | Martín de la Jara Plaza | Fernando Damián de la Puente Limay | Javier de la Vega Gómez | Jimena de la Villa Bayona | Camila de Lasa Larrea | Gabriela Lucía de Olazával Aguilar | Milagros de Pomar Saettone | Eduardo de Rivero Santana | Sebastián de Rutté Boisset | Patricio Ato del Avellanal Carrera | Rodrigo del Carpio Alarcón | Enrique del Castillo Fernández | Fernando del Mastro Puccio | María Verónica del Mastro Puccio| José Antonio del Risco Ramírez | Álvaro del Valle Roeder | Óscar del Valle Salinas | Chantal Marie Deleplanque Sánchez | Mariana Delgado Zeppilli | Miguel Denegri Portela | Tomás Denegri Vargas| Kai Díaz-Albertini Northcote | José Díaz del Valle | Gabriel Díaz Málaga | Margarita Díaz Picasso | Talía Díaz Rodríguez | Nathalie Díaz Silva | Gisella Domecq Garcés | Andrea Domínguez Noriega | Mario Drago Alfaro | Paul Duclós Parodi | Camila Dueñas Quiñones | Enzo Dunayevich Morales | Augusto Durand Palacios | Diego Durand Torres | Javier Echecopar Sabogal | Juan Antonio Égüez Toledo | Inés Elías Dupuy | Juan Diego Elías Puelles | Ricardo Elías Puelles | María José Erausquin Herrada | María José Escobar Castillo | Angela Mérylin Escobar Huanca | Cedrik Hernán Espejo Tello | Stephanie Espejo Espinal | Alessandra Espino Beltrán | Walter Esquivel Valera | Anthony Exebio Mori | Yhasira Elisa Fabián Terreros | Rodrigo Falla Valdez | Jacqueline Febres Ballón | Enrique Felices Saavedra | Kevin Fernando Fernández Herrera | Gabriela Isabel Fernández Mendoza | Enrique Ferrand Rubini | Arturo Ferrari Carrasco | Cristina Ferraro Delgado | Verónica Ferrero Díaz | Manuel Ferreyros Pérez-Ízaga | Pamela Ferro Cornejo | Gustavo Fierro Campos | Alejandra Flecha Corvetto | Rodrigo Flores Benavides | Daniel Flores Consiglieri | Cristina Flores Ligarda | Rossmery Flórez Huacasi | Francisco José Floríndez Aramburú | Hugo Forno Odría | Ian Michael Forsyth Daneri | Laura Francia Acuña | Daniel Francisco Pimentel | Fernanda Franco Dulanto | José Enrique Frías Amat y León | Daphne Friedman Flores | Sandra Fuentes Ñique | Alexia Gaitán Meléndez | Nicolás Galindo García | Marcos Gallardo Jimenez | Alejandra Estefanía Gallardo Siguas | Patricia Gallegos Quesquén | Susana Gallo Alzamora | Giuseppe Galluccio Tonder | Viviana Gálvez Córdova | Edgardo Gamarra Bellido | Marco Antonio Gamarra Galindo | Nicol Lucero Gaona Buitrón | Carlos Garatea Grau | Adriana Garcés García | Gabriela García Arcía | Domingo García Belaúnde | Víctor Geancarlo García Huamán | Juan García-Montúfar Sarmiento | Alejandra García Oviedo | Alessandra García Rojas | Frank Fermín García Santos| José Luis Gargurevich Valdez | Santiago Gárnica Franco | Mijael Garrido-Lecca Palacios | Rubiela Gaspar Clavo | Bruno Giusti Díaz | Carlos Glave Mavila | Andrés Gómez de la Torre Barrera | Enrique Gómez Ossio | Carlos Andrés Gómez Ramos | Corina Gonzales Barrón | Cristina Gonzales Camarena | Daniel Gonzales La Rosa | Arabella Gonzales Netto | Cinthia Gonzales Ramos | Lucrecia González-Olaechea Dutari | Óscar González Romero | Cristy Layla Gonzales Sifuentes | Gianina Gotuzzo Oliva | José Bernardo Goyburu Vassallo | Carlos Granda Bullón | Agustín Grández Mariño | Daniella Guerrero Menes | Melisa Guevara Paredes | Sol Guevara Ratto | Nydia Guevara Villavicencio | Ian Dolph-Jean Guimaray Vidal | Mauricio Gustín de Olarte | Juan Carlos Gutiérrez Azabache | Carlos Hamman García-Belaúnde | José Juan Haro Seijas | Allan Hennings Marianyi | Gabriela Herbozo Villayzán | Mariella del Carmen Hernández Valencia | Ximena Herrera Blácido | Kristiam Herrera-Carrasco Monteagudo | Fanny Herrera Cevasco | Fernando Hesse Alfageme | Alonso Hidalgo Salinas | Renato J. Higa Griffin |María José Higueras Chicot | Gerardo Holguín Salazar | Zoila Horna Zegarra| Ísabo Hospinal Alcántara | Steven Hu Huang | Juan Israel Huamán Koo | Mario Huapaya Nava | Camilo Huaroc Chacón | Loana Huerta Hidalgo | Eduardo Hurtado Arrieta | Fernando Hurtado de

Mendoza Pomar | Úrsula Indacochea Prevost | Patricia Inga Falcón | Eduardo Gonzalo Iñíguez Ortiz | Gianfranco Iparraguirre Romero | Roy Irribarren Calderón | Rosario Isasi Morales | Katia Cecilia Jacinto Moya | Chiara Lucía Jacob Camaiora | Alessandra Jaramillo Rojas | José Alfredo Jiménez García | María Alejandra Justo O'Hara | Baldo Kresalja Roselló | Rúzika Kresalja Santos | Antonio Kuljevan Pagador | Diego La Rosa Gonzales del Riego | Sheila La Serna Jordán | Juan Miguel Labarthe Ferreyros | Félix Labrín Mendoza | Alexa Laguna García | Rafael Lanfranco Gallofré | Fernando Lanfranco Garrido Lecca | Elizabeth Laqui Martínez | Katherine Larios Pulido | Erick Lau Gastelo | Anthony Laub Benavides | Claudia Lazarte Abarca | Elsa Marina Lazarte Zabarburú | Joaquín Lazo Pérez-Palma | Denise Ledgard Antúnez de Mayolo | Alexandra Lelouch Loebl | Adrián Rodolfo Lengua Parra| Wendy León Espinoza | Sebastián León Saavedra | Alessia Lercari Bueno | Mario Lercari Bueno | Nicolás Lerner von Mallinckrodt | Eliana Gisella Lesem Guerra | Ciomar Levano Vía | Julián Li Díaz | Diego Ignacio Liendo Ganoza | Ariana Lira Delcore | Francisco Lira Miró Quesada | Isabel Lira Miró Quesada | Alejandro Lira Pinedo | Juan Alberto Liu Sánchez | Beatriz Llanos Cabanillas | Pedro Llerena Córdova | Mónica Llosa Gastañeta | Alejandra Llosa Parró| Gustavo López-Ameri Cáceres | José Rodrigo López Castro | Lucia Beatriz López Gallardo | Henrry López Javier | Uber Adán López Montreuil | Julia Loret de Mola Cáceres | Eduardo Loret de Mola Ugarte | Claudia Lovón Benavente | Óscar Lozada Mego | Lucía Luna Negrón | Álvaro Luna-Victoria Saravia | Rosa Isabel Luna-Victoria Jammaers | Roberto Guillermo MacLean Martins | Kiana Maggiolo Cook | Mariana Mallea Quiroz | Elody Malpartida Zamora | Francisco Mamani Ortega | Alejandro Manayalle Chirinos | Renato Manrique Portal | Naried Mansilla Lingán | Jonatan Samuel Marcés Everness | Chiara Marinelli Tagliavento | Úrsula Martínez García | Mercedes Martínez Meza | Lucía Martínez Mezón | Juan José Martínez Ortiz | Natalia Martínez Rosado | Flavia Martínez Tarazona | Kathia Martínez Tarazona | Pablo Martínez Valdez | Giuseppe Marzullo Carranza | Verónica Maseda Beaumont | Camila Masini Ortiz | Daniel Masnjak Marín | Paola Massa Belaúnde | Giorgio Massari Figari | Daniela Maurate de la Torre | Elías Maya Zusman | Renzo Kenneth Mayor Mayor | Joaquín Alejandro Mejía Cacho | Juan Carlos Mejía Cornejo | Jorge Melo Vega | Ernesto Mendiola Chirinos | Mariana Mendoza Benza | María del Carmen Mendoza Delgado | Patricia Mendoza Franco | Fiorella Mendoza Graza | Ana Paula Mendoza Rázuri | Daniela Meneses Sala | Marilú Merzthal Shigyo | Diana Milberg Garrido-Lecca | Hector Gianfranco Míñope Ferro | Francisco Miranda Aguilar | Guillermo Miranda Benavides | Renzo Miranda Lucas | Mirella Miranda Nique | Josefina Miró-Quesada Gayoso | Manuela Alejandrina Molina Altamirano | Fernando Molina Rey de Castro | Gonzalo Monge Morales | Luis Javier Montalva Capella | Grecia Montesinos Calero | Rosa María Montero Musso | Juan Francisco Monteverde Vargas | Óscar Montezuma Panez | Giacomo Montiel Ibarguren | Miguel Morachimo Rodríguez | Diego Morales Alferrano | Elva Morán Rodríguez | Sheyla More Sánchez| Andrea Morelli Ferreyros | Jorge Luis Morelli Ferreyros | Sebastián Morello Montes | Giuliana Moreno Horna | Grecia Moreyra Arias | Pablo Mori Bregante | Johanna Mosqueira Gonzáles |Vasco Mujica Roggero | Ítalo Muñoz Bazán | Milagros Muñoz Bazán| Jaime Mur Campoverde| Jackeline Murillo Díaz | Valeria Alejandra Murrieta Noly | Milagros Mutsios Ramsay| Alonso Nájar Ramal | Héctor Willman Navarro Toledo | Vasco Navarro Toledo | Mariana Negri Mendiola | Aritha Neyra Mejía | Paul Nina Nina | Gonzalo Milton Noriega Chuquiray | Ariana Novoa Suarez | Manuel Noya Sarmiento | Fabio Núñez del Prado Chaves | Manuel Núñez Farfán | Freddy Salvatore Núñez Marmanillo | Mary Cielo Núñez Minaya | Monica Núñez Salas | Raúl Ñato Zevallos | Romina Alicia Ñaña Ramos | Cecilia O´Neill de la Fuente | Yascila Oblitas Obeso | Diego Ocampo Acuña | Paola Ochoa Olivera | Carla Regina Odar Chang | Lucía Olavarría Salinas | Pilar Olavide Galdós | Pía Gabriela Olea Ubillús | Pilar Oliva Rocca | Antonio Olórtegui Marky | Bernando Ortega Malatesta | Ciro Vladimir Ortega Mejía | Mishel Ortiz Ayala | Katherine Lisseth Ortiz Cornejo | Gonzalo Ortiz de Zevallos Olaechea | Carlos Osorio Alza | Valeria Osorio Véliz | Andrés Osterling Letts | Gabriela Pacheco Rodríguez | Giselle Pacheco Guillén | Claudia Pacora Rodríguez | Rodrigo Padilla Philipps | Ximena Palacios Landauro | Álvaro Palao Carrera | Xavier Palao Carrera | Andrea Marcela Paliza Olivares | Emilio Paliza Ortega | Paola Palma Mormontoy | Susana Paniagua Jara | Valentín Paniagua Jara | Fernando Pardo Segovia | César Augusto Parodi Martins | Andrea Parra Estela | Diego Alonso Parra Ortiz | Mario Pasco Lizárraga | Enrique Pasquel Rodríguez | Carlos Alberto Patrón Salinas | Denisse Paucar Laurencio | Juan

Manuel Pazos Aurich | José Pedraza Newton | Milan Pejnovic Delgado | Eduardo Peláez Santillán | Macarena Penny Yrigoyen | Nayeli Peña Asenjo | Fernando Peña Neves | Álvaro Peña Villanueva | Miranda Peñaloza Gonzales | Sebastián Pepper Smith | Joseline Pérez Cámara | Miguel Ángel Pérez Caruajulca | Carolina Pérez Harm | Diego Pérez Terry | Mariela Pérez-Costa Piscoya | Luz María Pérez-Garland Gamio | Mariano Peró Mayandía | Chiara Pescetto Bustamante | Alejandro Peschiera Bonifaz | Cristina Phicihua Aliaga | Renato Piazzón Falcone | Noé Fernando Nicolás Piérola Castro | Grecia Pillaca Burga | Antonio Pinilla Cisneros | Wandha Pichardo Yupanqui | Pilar Pizarro Bustamante | Alejandra Podestá Gutarra | Alfredo Polo Gálvez | Vladimir Popov | Andrea Portaro Pancorvo | José Miguel Porto Urrutia | Diego Portocarrero Koechlin | Stefany Porudominsky Rotstain | Patricia Pow-Sang Tejada | Rafael Prado Bringas | Bertha Prado Manrique | Angélica Patricia Pretell Gómez | Manuel Privat Colla | Roque Puch de Romaña | Luis Guillermo Puelles Olivera | Juan Sergio Puicón Deza | Rafael Puiggrós Aramburú | Diego Pulgar-Vidal Lehmkemper | Flavia Queirolo Nicollini- Pflucker | Alejandra Quintanilla Gutiérrez | María Teresa Quiñones Alayza | Matías Quiroz Arellano | Carmen Luz Quiroz Romero | Emily Quispe Cullampe | Arturo Magno Quispe Quiroz | Cindy Quispe Valencia | Rodrigo Rabines Matta | Sergio Ismael Ramírez Cárdenas | Pedro Ramírez Pequeño | Roxana Ramírez Ráez | Christian Ramírez-Gastón Durán | Fernando Ramírez-Gastón Lecca | Stacy Ramírez Wong | Danae Lucienn Ramos Granados | Gabriela Ramos Traverso | Rodrigo Ramos Vásquez | Silvana Rebagliati Castro | Alberto Rebaza Torres | Aldo Reggiardo Denegri | Fernanda Rénique Vega | Cristina Rey Montes | Claudia Cristina Reyes Juscamaita | Tamara Rezqallah Arón | Virginia Rieckhof Borja | Viviana Ritchie Martínez | Eduardo Reyna Oie | Farid Borhan Rifai Bravo | Carla Rizo-Patrón Labarthe | Ricardo Rizo-Patrón Olaechea | André Robilliard Escobal | Alejandro Robles Quispe | Grecia Robles Vila | Alessia Roca Lizarzaburu | Luis Fernando Roca Lizarzaburu | Alessandra Camila Rocca Rodríguez | Lucía Rodrigo Rohrhirsch | Ana Lucía Rodríguez Angulo | Sergio Rodríguez Asencios | Romina Rodríguez Damiani | María Paz Rodríguez Galiano | Brunella Fiamma Rodríguez Giorgio | José Luis Rodríguez Guardamino | Víctor Rodríguez Macedo | Daniel Rodríguez Tamo| Marco Patricio Rodríguez Terry | Darío Rodríguez Uriol | Diana Roig Trelancia | Carlos Rojas Klauer | Valeria Rojas Valverde | Rodrigo Román Olarte | Angela Romero Carranza | Diana Romero Rodríguez | Marcelo Roncal Pagador | Miguel Ángel Ronceros Neciosup | Miguel Rosas Ramírez | Carla Rossini Medina| David Jesús Rubio Alcantara | Juan José Ruda Santolaria | Ángela Ruiz de Somocurcio Cornejo | Milo Ruiz Gonzales | Arturo Ruiz Ortiz | Ignacio Ruiz Valle | Jennifer Saavedra Sáenz | Silvia Ruiz Sandoval | Rosario Saco Oliva | María Gracia Sáenz González | Jhunelly Salazar Briceño | Rafael Salazar Gamarra | Sebastián Salazar Jeaunneau | Michel Salazar Tarazona | Alonso Salazar Zimmermann | Michelle Salcedo Teullet | José Antonio Salgado Silva | Alexis Salinas Temoche | Liliana Salomé Resurrección | Marjorie Salvador Chávez | María Fernanda Sanabria Gamboa | Rafael Sánchez Ríos | Mauricio Santa Cruz Vásquez | Jordi Sardá Paz | Maria José Sardón Barrios | Rocío Saux Valdez | Luis Andrés Schrader Mindreau | Christian Schroeder Romero | Lucía Sedano Arévalo | Michel Seiner Pellny | Claudia Mariana Sequeiros Ugarte | María Teresa Serpa Santos | Karen Sheppard Castillo | Estefanía Shulca Romero | Hernando Domenack Sifuentes | Cynthya Siles Estabridis | Juliana Silva Cabrera | Rosa Sobrados Burgos | Kerli Solari Díaz | Gerardo Solís Vissher | Sebastián Soltau Salazar | Karla Soria Valeriano | Sara Sotelo Aguilar | Eduardo José Sotelo Castañeda | Martín Sotero Garzón | Gilda Spallarosa Lecca | Brenda Sparrow Alcázar | Patrick Stenning de Lavalle | Luis Stucchi Díaz | Óscar Súmar Albújar | Mitchel Sztrancman Torres | Claudia Sztuden Napadenschi | Deisy Taboada Huamán | Alejandro Tafur Coronel-Zegarra | Andrea Tapia Olivares | Adriana del Pilar Tapia Quintanilla | Rossana Pilar Taquia Gutiérrez | Luciana Tataje Villalobos | Martín Tayro Cuba | Isabel Mabila Tello Carbajal | Jaime Thorne León | Edison Tito Peralta | Ludim Toledo Calla | Andrés Fernando Toledo Pérez | María del Pilar Torres | Daniela Torres Seperak | Romina Toso Altamirano | Augusto Townsend Klinge | Josefina Townsend Diez-Canseco | Daniela Tramontana Hinostroza | Carlos Fernando de Trazegnies Valdez | Jorge Trelles Castro-Mendívil | Óscar Trelles de Belaúnde | Gladis Triveño Chan Jan | Mariella Nathalia Trujillo Würtella | Manuel Ugarte Maggiolo | Camila Ugaz Heudebert | Jadhira Unda Valverde | Rafael Urbina Fletcher | Renato Urbina Santillán | Alejandra Uribe del Águila | Joyce Alexandra Uriol Quiroz | Brenda Valderrama Norabuena | Mateo Francisco Valdez Alcazar | Jessica Valdivia Amayo | Andrés Valdivia Montes | Fernanda

Valdivia Rossel | Renato Martín Valdizán Cervantes | Eduardo Valdizán Sala | Agustín Valencia-Dongo Medina | Axel Valverde Pariasca | Carlos Valverde Reyes | Cristina van Zuiden Pancorvo | Erick E. Vargas Guevara | Luis Ernesto Vargas Loayza | Lucía Varillas Palacios | María Inés Vásquez Albán | Nelly Vásquez Jiménez | Delia Vásquez Llerena | Robinson Vásquez Montes | Katia Vásquez Reyes | Aracelly Vásquez Yrigoín | Miguel Vega Alvear | Nuria Vega Flores | Inés Vega Franco | Rodrigo Vega Méndez| Fernando Vega Sánchez | Jorge Vega Velasco | Claudia Velarde Arnáez | Jorge Velarde Arnáez | Sebastián Velarde Ferreyros | Luis Miguel Velarde Saffer | Nicole Velazco Velazco | César Eduardo Véliz Núñez | Pedro Mario Vera Ortiz | Bryan Vera Vargas | Cristina Verano Calero | Verónica Vergaray Béjar | Aaron Verona Badajoz | Inti Vidal Felip | Nancy Vidal Rodríguez | Ramón Vidurrizaga de Amézaga | Crisbeth Lorena Vigo Florián | Vanessa Villalobos Ylizarbe | Rosa Mariela Villalón Orellana | Alessandra Villanueva Aramayo | Micaela Villanueva Carreño | Diego Villanueva Contardo | Gonzalo Villanueva Llanos | María Fernanda Villanueva Ruete | Carmen María Villarán Ascenzo | Milagritos Villavicencio Pachas | Jimena Villegas Ingunza | Thalía Villegas Zorrilla | Piero Vivar Pajuelo | Joyce Vivas Huaccho | María Teresa Vizcarra Alarcón | Sebastián Vizcarra Montero | María José Vizcarra Pasapera | Percy Wilman Arriarán | Deborah Woll Castañeda | Christian Fernando Wong Vargas | Leonela Yauri Malpica | Rocío Yépez Minaya | Angie Yman Palomino | Enzo Yturrizaga Aguirre | Rodrigo Zaldívar del Águila | Marco Ismael Zaldívar Chauca | Mayra Zambrano García | Cristian Zamora Dávila | Fiorella Zamora Mego | Bruno Zanolo Maggiolo | Avecita del Carmen Zapata Cano | Verónica Zavala Lombardi | Ximena Zavala Lombardi | Sofía Zavala Quiroz | Eliana Zavala Uzuliaga | Gonzalo Alonso Zegarra Mulanovich | Juan Carlos Zegarra Vílchez | Joseline Zela Concha | Carlos Zelada Acuña | Grecia Zorrilla Garay | Gloria Zubizarreta Rondón | Diego Humberto Zumarán Castro | Fiorella Zúñiga Dede

MIEMBROS HONORARIOS DE THĒMIS

Giorgio Del Vecchio †| Felipe Osterling Parodi †| Jorge Avendaño Valdez †| César Landa Arroyo | Javier de Belaúnde López de Romaña | Carlos Fernández Sessarego †| Javier Neves Mujica †

AGRADECIMIENTOS

THĒMIS-Revista de Derecho agradece a todas las personas e instituciones que colaboraron con nosotros de distintas maneras, y sin cuyo apoyo, no hubiera sido posible la publicación de la presente edición; en particular a:

José Antonio Payet, Alberto Rebaza, Sergio García Long, Francisco Baldeón, Santiago Montes de Oca, Pablo Artagaveytia, Raúl Vizcarra, Luis Felipe Huertas del Pino, Carlos Arata, Rocío Gordillo, Isabella Monsante, Javier Garibay, Sebastián Fernández, Adrian Tuesta, Guillermo Auler, Antonio Santander, Mauricio Ruiz, Luis Rodríguez, Miyanou Dufour, Samuel Véliz, Rafael Corzo, Eduardo Wiese, Maria Angélica Meneses, Erick Palao, Guillermo Ferrero, Alessandro Mussio, Luciana Palomino, Paolo Robilliard, Alonso Barreda, Juan Luis Hernández, José Reaño, Edison Tabra, Diego Carrión, José Luis Medina, Diana Sandoval y Fernando Rodriguez.

Gabriela Córdova Torres, Ismael Canales Negrón y Gustavo Ponce Estrada.

THĒMIS-Revista de Derecho agradece de forma especial a los miembros que dedicaron parte de su vida universitaria al trabajo de nuestra institución y que se retiran junto con la presente edición; a ellos les deseamos siempre lo mejor:

Andrea Apolín, Dania Baldeón, Miguel Balmaceda, Flavia Bravo, Gabriel Bravo, Juan Carrera, Gabriel Díaz, Camila Díaz, Grecia Moreyra, Vasco Navarro, Romina Ñaña, Fernanda Paz, Nayeli Peña, Wandha Pichardo, Danae Ramos, Maria José Sardón, Lucía Sedano, Brenda Valderrama, Sebastián Vizcarra y Henry Araujo.

Normas para los autores para la publicación en THĒMIS

1. THĒMIS-Revista de Derecho considerará para su publicación artículos originales, no publicados en cualquier otro medio nacional o internacional. Los artículos deberán versar sobre temas de contenido jurídico o relacionado con el mundo del Derecho.

2. Los artículos presentados serán evaluados por el sistema de arbitraje por pares a doble ciego, el cual consiste en la evaluación de los artículos por dos árbitros con mayor grado académico que el autor. Asimismo, los árbitros son externos a la Revista y revisan los artículos de forma anónima. Las partes de la Revista que están sometidas a arbitraje por pares a doble ciego son el tema central y las misceláneas.

3. Todos los artículos contarán con una reseña tanto en español como en inglés, llamada gorrito o *abstract*, y que no deberá exceder los 800 caracteres.

4. El formato del artículo será Arial tamaño 11, con espaciado simple y sin sangría. Los subtítulos del artículo serán presentados en el mismo tipo de letra y tamaño y con sangría de 1 centímetro. Los pies de página se presentarán en el mismo tipo de letra, con tamaño 8 y con sangría de 0.5 centímetros. En todos los casos el texto debe estar justificado.

5. Todas las palabras en un idioma distinto del español deben ir en cursivas, salvo los nombres de personas, instituciones y obras.

6. Relieve: Si se pone alguna palabra de relieve, esta deberá ir en negrita.

7. Palabras clave: En español e inglés. Descripción del contenido del trabajo usando cinco palabras clave para su inclusión en los índices nacionales o internacionales. Se presentará al final de la reseña.

8. El formato de las referencias bibliográficas es el APA (American Psychological Association) sétima edición.

9. En la parte final del artículo se deberá incluir un apartado bibliográfico, siguiendo el siguiente orden:

   Referencias

   Colocar las referencias de autores siguiendo el formato APA (séptima edición) y para las referencias legales, The Bluebook: A Uniform System of Citation.

10. Todos los artículos deberán ser presentados con una carátula de acuerdo al modelo que se encuentra en la siguiente página.

11. La edición de todos los artículos será realizada por los miembros del Consejo Ejecutivo, según los criterios de edición de la Revista y bajo el formato de edición escalonada en tres ocasiones.

12. Los miembros, editores, autores, árbitros y demás colaboradores de THĒMIS-Revista de Derecho están sujetos a los Criterios de Ética de la Revista, disponibles vía *web*.

TÍTULO DEL ARTÍCULO

ARTICLE TITLE

Nombre y apellidos del autor*

Institución en la que el autor enseña o labora

En caso corresponda, vínculo del autor con THĒMIS (Miembro honorario, Miembro del Consejo Consultivo, Exmiembro del Consejo Ejecutivo, Exmiembro del Consejo Directivo o Exeditor General)

Short paragraph on the article, with the object to invite people to read it.

It must be two short paragraphs, in which further details on the article can be mentioned briefly, as well as the themes that the article will develop or the solutions that the author presents to determined issues.

KEYWORDS: Five keywords that allow people to find the article by the themes developed. For instance: Administrative Law; Tax Law; Civil Law; Civil Code; public employment.

Breve reseña sobre el artículo, que invite al público a leerlo.

Deben ser dos párrafos breves, en los que se pueden enunciar algunos breves detalles del artículo y de los temas que éste tratará, o las soluciones que propondrá el autor a determinados problemas.

PALABRAS CLAVE: Cinco palabras clave que permitan al público llegar al artículo por los temas que trata. Por ejemplo: Derecho Administrativo; Derecho Tributario; Derecho Civil; Código Civil; empleo público.

---

* Abogado (u otra profesión ejercida, siempre sin especificación de la institución en la que se obtuvo el título). Grado académico y universidad en la que se obtuvo. Cargos que ha llevado a cabo en el pasado (opcional). Indicar si es profesor y en qué universidad imparte clases. Membresías. Cargo ejercido en la institución en la que se desenvuelve profesionalmente. Contacto: correo del autor para fines académicos.

Nota del Editor: Fecha en que el autor envió la versión final del artículo y fecha en la que el Consejo Ejecutivo de THĒMIS-Revista de Derecho lo aceptó.

THĒMIS-REVISTA DE DERECHO 85

La siguiente edición de THĒMIS-Revista de Derecho tendrá como eje central **40° Aniversario del Código Civil (1984-2024)**.

PARTICIPACIÓN EN THĒMIS-REVISTA DE DERECHO

THĒMIS-Revista de Derecho se encuentra en constante convocatoria abierta para recepción de artículos relativos al tema central que el Consejo Ejecutivo elija, o a cualquier otro tema relacionado a la disciplina del Derecho.

Todos los interesados en colaborar con **THĒMIS-Revista de Derecho** mediante sugerencias, comentarios o la publicación de artículos, pueden enviar un correo electrónico a **themisconsejoeditorial@gmail.com**.

THĒMIS-Revista de Derecho agradece todo envío sin comprometerse a su publicación.

© **Claude Monet**
(Rue Laffitte, 1840 - Givery, 1926)

Canal in Amsterdam, c. 1874
Óleo sobre lienzo
55 cm x 65 cm