



**UNIVERSIDAD
DEL PACÍFICO**

Derecho
Facultad de Derecho

**APALANCAR SIN QUEBRANTAR: ANÁLISIS DE VALIDEZ DE
LAS OPERACIONES DE *LEVERAGED BUYOUT* EN EL PERÚ
BAJO EL ARTÍCULO 106 DE LA LEY GENERAL DE
SOCIEDADES**

**Trabajo de Suficiencia Profesional
presentado para optar al Título Profesional de
Abogado**

**Presentado por
Victor Andrés Tejada Frisancho**

Asesor: Thomas Alexander Thorndike Piedra
[0009-0001-0148-7362](tel:0009-0001-0148-7362)

Lima, marzo 2026

REPORTE DE EVALUACIÓN DEL SISTEMA ANTIPLAGIO

FACULTAD DE DERECHO

A través del presente documento la Facultad de Derecho deja constancia de que el Trabajo de Suficiencia Profesional “APALANCAR SIN QUEBRANTAR: ANÁLISIS DE VALIDEZ DE LAS OPERACIONES DE LEVERAGED BUYOUT EN EL PERÚ BAJO EL ARTÍCULO 106 DE LA LEY GENERAL DE SOCIEDADES” presentada por el Sr. VICTOR ANDRES TEJADA FRISANCHO, con DNI 70606592, para optar el Título Profesional de Abogado, fue sometido al análisis del sistema antiplagio Turnitin el 04 de marzo del año 2026; obteniendo el siguiente resultado:

12% Similitud general

El total combinado de todas las coincidencias, incluidas las fuentes superpuestas, para ca...

Filtrado desde el informe

- Bibliografía
- Texto citado

Fuentes principales

- 12% Fuentes de Internet
- 3% Publicaciones
- 5% Trabajos entregados (trabajos del estudiante)

Marcas de integridad

N.º de alertas de integridad para revisión

No se han detectado manipulaciones de texto sospechosas.

Los algoritmos de nuestro sistema analizan un documento en profundidad para buscar inconsistencias que permitirían distinguirlo de una entrega normal. Si advertimos algo extraño, lo marcamos como una alerta para que pueda revisarlo.

Una marca de alerta no es necesariamente un indicador de problemas. Sin embargo, recomendamos que preste atención y la revise.

Fuentes principales

Las fuentes con el mayor número de coincidencias dentro de la entrega. Las fuentes superpuestas no se mostrarán.

1	Internet	hdl.handle.net	4%
2	Internet	www.cuatrecasas.com	<1%
3	Internet	doku.pub	<1%
4	Internet	revistas.pucp.edu.pe	<1%
5	Internet	repositorio.pucp.edu.pe	<1%
6	Internet	repositorio.comillas.edu	<1%
7	Internet	idoc.pub	<1%
8	Trabajos del estudiante	Pontificia Universidad Católica del Perú	<1%
9	Internet	docplayer.es	<1%
10	Internet	andrescusi.files.wordpress.com	<1%
11	Internet	www.isu.edu	<1%

Detalles del documento

Identificador de la entrega

trn:oid:::1:3494855253

Fecha de entrega

1 mar 2026, 8:26 p.m. GMT-5

Fecha de descarga

4 mar 2026, 11:43 a.m. GMT-5

Nombre del archivo

Trabajo_de_Suficiencia_Profesional_-_LBOs.docx

Tamaño del archivo

369.9 KB

82 páginas

26.499 palabras

148.528 caracteres

De acuerdo con la política vigente, el porcentaje obtenido de similitud con otras fuentes está dentro de los márgenes permitidos.

Se emite el presente documento para los fines estipulados en el Reglamento de Grados y Títulos de la Facultad al que pertenece el interesado.

Lima, 04 de marzo de 2026



Thomas Alexander Thorndike Piedra

ORCID: 0009-0001-0148-7362

AGRADECIMIENTOS

A Víctor y Pilar, mis padres, por enseñarme lo que verdaderamente importa en la vida.

A Flavia, mi hermana, a quien admiro tanto.

A mis grandes amigos. Ellos saben quiénes son.

RESUMEN

Este trabajo analiza si las operaciones de *leveraged buyout* (LBO) pueden implementarse válidamente en el Perú pese a la prohibición de asistencia financiera del artículo 106 de la Ley General de Sociedades (LGS), delimitando su alcance, las estructuras compatibles y una propuesta de reforma para un marco más seguro y eficiente. Para ello, desarrolla un análisis doctrinal del artículo 106 de la LGS, ordena pruebas funcionales sobre el nexo causal y el interés social, revisa las estructuras típicas de LBO empleadas en el Perú, y contrasta la evidencia de la práctica local, a partir de lo cual propone un modelo de autorización condicionada.

Los resultados muestran que un LBO es válido: (i) cuando la financiación es externa y la compañía objetivo se mantiene aislada hasta el cierre; (ii) cuando existe un beneficio corporativo verificable con salvaguardas para minoritarios y acreedores; y (iii) cuando se evita cualquier nexo causal entre recursos de la objetivo y el precio o el servicio inmediato de la deuda. Además, se proponen criterios operativos y una reforma del artículo 106 de la LGS orientada a autorizaciones *ex ante*.

ABSTRACT

This paper examines whether leveraged buyout (LBO) transactions can be validly implemented in Peru despite the financial assistance prohibition in Article 106 of the General Corporations Law (LGS), by delineating its scope, identifying compatible structures, and outlining a reform roadmap for a safer and more efficient legal framework. To that end, it develops a doctrinal analysis of Article 106 of the LGS, sets out functional tests regarding causal nexus and corporate benefit, reviews typical LBO structures used in Peru, and contrasts the evidence from local practice, on the basis of which it proposes a model of conditional authorization.

The results show that an LBO is valid: (i) when financing is external and the target company remains ring-fenced until closing; (ii) when there is a verifiable corporate benefit with safeguards for minority shareholders and creditors; and (iii) when any causal link between the target's resources and the purchase price or the immediate servicing of the debt is avoided. In addition, the paper proposes operational criteria and an amendment to Article 106 of the LGS oriented toward *ex ante* authorizations.

TABLA DE CONTENIDO

CAPÍTULO I: INTRODUCCIÓN	9
1.1. Problema de investigación.....	9
1.2. Antecedentes históricos de operaciones de LBO.....	11
1.3. Justificación y objetivos	12
1.4. Hipótesis	13
CAPÍTULO II: ENTENDIMIENTO DE LAS OPERACIONES DE LBO Y DEL CONCEPTO DE ASISTENCIA FINANCIERA	15
2.1. Entendimiento de las operaciones de LBO.....	15
2.1.1. Concepto	15
2.1.2. Compañías atractivas para LBOs	18
2.2. Relevancia de las operaciones de LBO en el mercado peruano e internacional	22
2.3. Principales ventajas y desventajas de las operaciones de LBO desde una perspectiva económica y jurídica	24
2.3.1. Ventajas económicas	24
2.3.2. Ventajas jurídicas	27
2.3.3. Desventajas económicas	27
2.3.4. Desventajas jurídicas	29
2.3.5. Balance y criterios para maximizar ventajas y acotar desventajas	31
2.4. Tipos de LBOs	32
2.5. Qué es la asistencia financiera y cuál es la finalidad de la prohibición de asistencia financiera en el derecho societario peruano y espíritu del artículo 106 de la LGS	34
2.5.1. Concepto	34
2.5.2. Finalidad de la prohibición de la asistencia financiera prohibida y espíritu del artículo 106 de la LGS	36
CAPÍTULO III: LBO EN EL PERÚ: VALIDEZ, RIESGOS Y LECCIONES PRÁCTICAS	43
3.1. Análisis de validez de las operaciones de LBO bajo la actual regulación peruana y revisión de estructuras válidas y comprobadas	43

3.2.	Criterios de validez	46
3.3.	Estructuras de LBOs típicas.....	48
3.3.1.	LBO vía fusión	48
3.3.2.	LBO vía transferencia de fondos	53
3.3.3.	LBO vía liquidación	55
3.3.4.	LBO vía cesión de posición contractual	56
3.3.5.	LBO vía refinanciamiento de deuda a nivel de grupo	57
3.4.	Consideraciones y buenas prácticas	58
3.5.	Consecuencias de incumplir la prohibición de asistencia financiera del artículo 106 de la LGS	61
3.5.1.	Responsabilidad de administradores: alcance, presupuesto y vías de exigencia	61
3.5.2.	Nulidad de los actos de asistencia financiera y de acuerdos societarios: un debate abierto	62
3.6.	Riesgos que enfrentan los distintos <i>stakeholders</i> en la implementación de LBOs en Perú	67
3.7.	Casos de éxito o precedentes relevantes de LBOs en el mercado peruano que permitan extraer lecciones prácticas	69
CAPÍTULO IV: DISCUSIÓN, PROPUESTAS Y PERSPECTIVAS DE REFORMA		73
4.1.	Propuesta de reforma del artículo 106 LGS: de la prohibición absoluta a un régimen de autorización condicionada.....	73
4.2.	Valoración de la regulación del Anteproyecto de la LGS.....	75
4.3.	Mecanismos regulatorios podrían adoptarse para equilibrar la protección de intereses sociales y la promoción de la eficiencia empresarial.....	76
CAPÍTULO V: CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES		78
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS		82

CAPÍTULO I: INTRODUCCIÓN

1.1. Problema de investigación

En el mercado peruano de *private equity* y de fusiones y adquisiciones se emplean estructuras de *leveraged buyout* (“LBO”). Estas son adquisiciones societarias en las que un adquirente financia una parte sustancial del precio de compra de las acciones de una compañía objetivo con deuda estructurada. Una vez consumada la adquisición, dicha deuda es atendida en medida relevante por la propia compañía objetivo mediante sus flujos de caja o activos (concepto que será desarrollado con mayor profundidad en el Capítulo II). De hecho, la evidencia académica reporta que el apalancamiento puede situarse entre 60% y 90% del precio de compra, según distintos períodos y mercados, ilustrando la centralidad de la financiación con deuda en la arquitectura de los LBOs (Hurduzeu y Popescu, 2015).

Esta dinámica aterrizada al territorio peruano sitúa a los LBO en potencial tensión con la prohibición de asistencia financiera del artículo 106 de la Ley General de Sociedades (la “LGS”) que impide que la sociedad otorgue préstamos o garantías para la adquisición de sus propias acciones.

La pregunta central que guía el presente trabajo de investigación es si, a la luz de dicha prohibición, los LBO pueden estructurarse válidamente en el Perú, y bajo qué consideraciones legales los operadores financieros y jurídicos deben actuar. Para mayor claridad, el artículo 106 de la LGS establece expresamente lo siguiente:

“Préstamos con garantía de las propias acciones:

En ningún caso la sociedad puede otorgar préstamos o prestar garantías, con la garantía de sus propias acciones ni para la adquisición de éstas bajo responsabilidad del directorio.”

Respecto a la redacción del artículo 106 LGS, que en el siguiente capítulo se analizará con mayor detalle, coincidimos mayoritariamente con la doctrina nacional. Consideramos que la norma prohíbe los siguientes cuatro supuestos: (i) que la sociedad objetivo otorgue préstamos para que un tercero o accionista adquiera sus propias acciones;

(ii) el otorgamiento por parte de la sociedad objetivo de garantías personales o reales sobre sus propios activos para dicho fin; (iii) otorgamiento de préstamos con garantía de sus propias acciones; y (iv) garantías respaldadas con sus propias acciones. A efectos del análisis de operaciones de LBO en el mercado peruano, nos enfocaremos principalmente en los supuestos (i) y (ii), dado que los supuestos (iii) y (iv) no constituyen, en la práctica, los escenarios que generan tensión con las estructuras de adquisición apalancada.

Asimismo, notamos que la redacción del artículo 106 de la LGS es ambigua y ha dado lugar a posiciones divergentes sobre el alcance de la prohibición, la sanción aplicable de la conducta tipificada y su aplicación analógica a estructuras no tipificadas, lo que incrementa la incertidumbre en transacciones complejas como lo son las operaciones de LBO.

Precisamente, parte de la doctrina peruana considera que la asistencia financiera en el Perú es una regla imperativa, pero no extensiva, que no debería aplicarse por analogía a supuestos no previstos, salvo fraude a la ley.

Otra línea, en cambio, alerta del riesgo de que, en sede judicial, se extienda la prohibición a esquemas que busquen indirectamente el mismo resultado, apelando a la noción de fraude a la ley (Echaíz, 2017; López, 2004).

Por esos motivos, la ausencia de lineamientos normativos específicos y de criterios jurisdiccionales uniformes genera costos de estructuración. Esto, junto con un sistema de administración de justicia lento y poco sofisticado, genera un clima de inseguridad jurídica que desincentiva la inversión y la sofisticación del mercado de M&A en el Perú.

Este trabajo aborda el problema planteado desde tres ángulos. Primero, clarifica el alcance de la prohibición del artículo 106 LGS y sus fundamentos; segundo, identifica las estructuras de LBO que, correctamente implementadas, no vulnerarían la prohibición ni incurrirían en fraude a la ley; y, tercero, propone mejoras normativas que permitan una implementación eficiente y segura de estas operaciones, equilibrando eficiencia y protección de grupos de interés.

1.2. Antecedentes históricos de operaciones de LBO

Los LBO emergen en Estados Unidos en la década de 1960 y alcanzan un auge notorio en los años 80, impulsados por la identificación de activos subvaluados y la disponibilidad de deuda, con firmas como KKR, Thomas Lee Partners y Forstmann Little como protagonistas (Echaíz, 2017). El hito simbólico fue la adquisición de RJR Nabisco en 1988, que consolidó a los LBO como vehículo emblemático de dicha década.

El *boom* de los LBOs tuvo tal magnitud que entre 1979 y 1989 se realizaron más de 2,000 LBO por un valor agregado aproximado de USD 250,000 millones, revelando la escala alcanzada por este fenómeno (Hernández y Carrión, 2015). Una mirada más cercana al LBO de RJR Nabisco ayuda a entender las virtudes y tensiones del modelo. Fue una batalla de ofertas entre la propia gerencia y KKR, financiada con deuda de alto rendimiento, que expuso el dilema entre disciplina financiera y riesgo de sobre apalancamiento, así como el rol de los directorios en maximizar valor para los accionistas. La operación, immortalizada por la crónica periodística y analizada por la doctrina jurídica, marcó un antes y un después al instalar cuestionamientos sobre gobierno corporativo, incentivos y protección de acreedores. Incluso, se realizó un libro sobre dicha adquisición denominado “*Barbarians at the Gate*” publicado en 1989 por Bryan Burrough y John Helyar.

Posteriormente, desde finales de los noventa y, especialmente, entre 2004 y 2007, se observó una reactivación global de las compras apalancadas, incluida Europa y el Reino Unido, con volúmenes y tamaños de operación récord, nuevamente apuntalados por mercados de *high-yield* y préstamos apalancados en auge antes de la crisis financiera global (Echaíz, 2017). Ahora bien, tras la crisis de 2008, la emisión *high yield* para LBOs se paralizó en 2009, pero se reabrió desde 2012, con un repunte del financiamiento mediante bonos y préstamos apalancados que revalidó el papel central del mercado *high yield* en la continuidad de las operaciones LBO (Hurduzeu y Popescu, 2015).

En la última década, el dinamismo del sector ha continuado y, aunque los niveles de apalancamiento promedio son más conservadores que en los años ochenta, las operaciones de gran escala han mantenido la vigencia del LBO como método de adquisición en sectores como tecnología y salud, reavivando debates sobre disciplina y resiliencia financiera. La doctrina internacional ha destacado el impacto positivo en creación de valor y eficiencia

del mercado, aunque también ha advertido sobre riesgos de sobreendeudamiento en contextos de exuberancia financiera (Renneboog y Vansteenkiste, 2017).

En el Perú, la penetración del LBO es más reciente y se explica en gran medida por la entrada de fondos de *private equity*. Asimismo, en el Perú se ha observado una proliferación progresiva del uso de estas estructuras por parte de inversionistas institucionales, lo que refuerza la necesidad de reglas claras y operativas.

1.3. Justificación y objetivos

La justificación del presente trabajo es doble: académica y práctica.

En el plano académico, la regulación peruana de asistencia financiera es escueta y ambigua, lo que dificulta delimitar el ámbito de la prohibición y reduce la previsibilidad de resultados. La doctrina nacional ha señalado mayoritariamente que el artículo 106 de la LGS contiene una técnica legislativa débil. Al tiempo que protege sujetos y bienes jurídicos legítimos como el capital, acreedores y socios minoritarios, carece de un diseño que equilibre, de modo claro, protección y eficiencia transaccional que el mercado demanda para ser un país competitivo en la región.

En el plano práctico, las operaciones de LBO están presentes en la realidad transaccional peruana y global. Su adecuada estructuración puede generar beneficios de eficiencia y dinamismo en el mercado, siempre que se incorporen salvaguardas para grupos de interés.

Por ello, este trabajo busca aportar criterios claros para operadores jurídicos que asesoran en M&A, banca y *private equity*, ofreciendo un mapa de riesgos y soluciones bajo el marco vigente. Se parte de una premisa analítica: la prohibición del artículo 106 LGS debe interpretarse restrictivamente por su naturaleza limitativa y sancionadora, evitando su extensión analógica a supuestos no tipificados, salvo casos de fraude a la ley, lo que exige una mirada funcional sobre nexo causal, finalidad de la operación y tutela de intereses. En esa línea, los LBO son viables en el Perú, especialmente mediante estructuras que

desarrollaremos en los siguientes capítulos, siempre que se preserve la racionalidad económica y la protección de minoritarios y acreedores.

Los objetivos específicos del presente trabajo de investigación son los siguientes:

- Clarificar el alcance del artículo 106 LGS, identificando sus elementos, bienes jurídicos protegidos y consecuencias jurídicas, con énfasis en la prohibición de financiar o garantizar la adquisición de acciones propias.
- Identificar las principales estructuras de LBO empleadas en la práctica y analizar su compatibilidad con la prohibición, destacando condiciones de licitud bajo el marco legal vigente.
- Proponer salvaguardas para mitigar riesgos de fraude a la ley y de afectación a *stakeholders*.
- Formular recomendaciones y mejoras normativas que evolucionen de un régimen meramente prohibitivo, alineado con experiencias comparadas y mejores prácticas.

1.4. Hipótesis

La hipótesis central de la investigación sostiene que las operaciones LBO pueden implementarse válidamente en el Perú pese a la prohibición de asistencia financiera del artículo 106 de la LGS, siempre que: (i) el financiamiento del precio sea estrictamente externo; (ii) la compañía objetivo permanezca “*ringfenced*” o aislada hasta el cierre; (iii) exista un beneficio corporativo verificable; (iv) se implementen salvaguardas efectivas para accionistas minoritarios y acreedores; y (v) se evite un nexo causal entre los recursos de la compañía objetivo y el precio o el servicio inmediato de la deuda de adquisición.

Bajo este enfoque funcional, lo determinante es el “para qué” del diseño y la asignación real de riesgos, de modo que la compatibilidad práctica del LBO depende de la separación de fuentes y usos, la acreditación del interés social y la documentación robusta que pruebe la licitud de la estructura. Cualquier reorganización posterior (como una fusión)

debe responder a un plan de integración y un negocio verificable, y no como un atajo para que la compañía objetivo asuma el precio o garantice la deuda de adquisición.

Como corolario, la presente investigación plantea que un tránsito regulatorio desde la prohibición rígida hacia un régimen de autorización condicionada *ex ante* elevaría la seguridad jurídica. Este régimen, que incluiría informes independientes, mayorías reforzadas y *test* de solvencia, fortalecería la tutela de *stakeholders* y facilitaría transacciones eficientes sin abdicar de la protección del interés social.

Asimismo, se propone la incorporación de un supuesto de *safe harbor* que excluya la aplicación de la prohibición cuando la operación no genere que la compañía objetivo devenga en estado de insolvencia y sea aprobada por unanimidad de la junta general. Este mecanismo eliminaría el conflicto de agencia que justifica el escrutinio exhaustivo mientras se preserva la protección de acreedores.

Este marco permitiría “apalancar sin quebrantar”, separando con nitidez la ingeniería financiera legítima del vaciamiento patrimonial proscrito por el artículo 106 de la LGS, sin sacrificar la eficiencia transaccional que el mercado demanda.

CAPÍTULO II: ENTENDIMIENTO DE LAS OPERACIONES DE LBO Y DEL CONCEPTO DE ASISTENCIA FINANCIERA

2.1. Entendimiento de las operaciones de LBO

2.1.1. Concepto

A las operaciones de LBO podríamos definir las como adquisiciones societarias en las que un adquirente, típicamente un fondo de *private equity* a través de una sociedad vehículo especial, adquiere el control de una compañía objetivo financiando una parte sustancial del precio de compra por dicha participación con deuda estructurada de forma previa al cierre. Dicha deuda se diseña para que, una vez consumada la adquisición, sea atendida en medida relevante por la propia compañía objetivo, ya sea por asunción directa, por la concesión de garantías, un refinanciamiento a nivel de grupo que incluye a la deuda de adquisición o mediante reorganizaciones societarias, utilizando como fuente de repago o mitigante del riesgo de repago, a los flujos de caja futuros y/o activos de la sociedad objetivo.

Esta estructura se caracteriza por un elevado nivel de apalancamiento con proporciones deuda y capital frecuentemente predominantes a favor de la deuda. Lo interesante de las operaciones de LBO es que permiten al comprador realizar adquisiciones de gran tamaño aportando relativamente poco capital propio y amplificando los retornos del *equity* si el plan de negocio se ejecuta conforme a lo previsto.

Si bien el apalancamiento introduce disciplina financiera y puede optimizar la estructura de capital, el riesgo central reside en la capacidad de la compañía objetivo para generar caja estable y suficiente, pues un desempeño por debajo de lo esperado puede traducirse en tensiones de liquidez y, en última instancia, en insolvencia.

La doctrina peruana coincide con nuestra definición propuesta y describe a un LBO como una operación de adquisición en la que un comprador adquiere acciones de una compañía objetivo financiando una porción significativa del precio de compra de las acciones con deuda, trasladando (directa o indirectamente) el costo de esa financiación a la propia compañía objetivo, que lo asume o repaga con sus activos y flujos de caja futuros

(Echaíz, 2017). En la práctica peruana, esta lógica se instrumenta con vehículos de propósito especial, apalancamiento mayoritario y repago con recursos de la compañía objetivo, bajo diversas estructuras jurídico-financieras. En un LBO típico, la deuda suele representar el componente predominante de la estructura (con tramos senior y mezzanine), mientras el *equity* cumple un rol minoritario pero disciplinador de incentivos (Hernández y Carrión; 2015).

Por su parte, López (2004) ha destacado que, aunque la esencia de un LBO es la financiación con deuda y el repago con recursos de la compañía objetivo, existe debate sobre si debe exigir necesariamente “toma de control” o también admite adquisiciones sin control. Una postura influyente exige control y repago con recursos de la compañía objetivo, mientras otra admite LBOs también en adquisiciones sin control siempre que la estructura y el repago respondan a la lógica de apalancamiento. En cualquier caso, la nota definitoria es el desplazamiento de la carga financiera hacia la compañía objetivo, lo que la diferencia de una simple compra apalancada del comprador con repago fuera de la compañía objetivo.

Respecto a esta discusión, somos de la opinión que para que una operación califique como LBO debe existir toma de control. Esta exigencia no es solo una preferencia terminológica, sino que responde a la lógica económica y al diseño jurídico-financiero de la operación. Para sostener ello, nos basamos en la opinión de autores como el mismo López (2004, p. 6), quien sostiene expresamente que “*se requiere necesariamente la toma del control de la sociedad (‘Target’) o de sus activos*”, además de financiamiento predominantemente con deuda y repago con flujos de la propia compañía objetivo. Asimismo, Rossi (2018, p. 28) enfatiza que un LBO “*no [es] un simple mecanismo de inversión, sino un mecanismo a través del cual se busca (y se consigue) la toma de control de una compañía objetivo*”, siendo su rasgo más importante que “*la compañía objetivo es la que soporta la carga financiera*” de esa toma de control. También, Hernández y Carrión (2015, p. 50) listan entre las características del LBO la “*toma de control de la Target*”, el financiamiento principalmente con deuda y la amortización de esa deuda con flujos de la compañía objetivo. Esta convergencia doctrinal marca que el control no es accesorio, sino estructural.

En nuestra opinión, sin control, el adquirente difícilmente podría asegurar la canalización estable de flujos para el servicio de la deuda ni imponer las reformas operativas necesarias, lo cual minaría la esencia y viabilidad del LBO. Consideramos que la función económico-jurídica del LBO exige control para que su racionalidad se materialice, dado que esta operación se diseña para: (i) trasladar el peso del financiamiento a la compañía objetivo; (ii) alinear incentivos mediante disciplina de deuda y gobierno corporativo intensivo; y (iii) ejecutar un plan de creación de valor bajo propiedad concentrada. Este “traslado” y esta disciplina requieren capacidad decisoria efectiva sobre la compañía objetivo -por ejemplo, definir política de dividendos, optimizar estructura de capital, acordar *covenants*, ejecutar desinversiones de activos no esenciales, reemplazar o incentivar a la gerencia-, facultades que típicamente solo confiere el control societario. Esta posición encuentra sustento en la doctrina. Forno (2020, p. 177) lo expresa de modo nítido al destacar que un LBO “*tiene por finalidad adquirir el control de una sociedad*” mediante deuda, y su distinción radica en que la compañía objetivo “*soporte toda o cuando menos una buena parte de la carga financiera*” de la adquisición. De allí que dicho autor identifique las “tres partes esenciales” del LBO: (i) toma de deuda para adquirir el control; (ii) compra de acciones; y (iii) traslado de la carga de la deuda a la compañía objetivo.

Siguiendo con el concepto de LBO, conviene destacar que la doctrina internacional que, a grandes rasgos, no discrepa de la doctrina nacional, lo define de manera consistente. Por ejemplo, Palepu (1990) describe el LBO como una operación en la que patrocinadores financieros adquieren una empresa, o una de sus divisiones, aportando una fracción relativamente reducida de capital propio y financiando la mayor parte con deuda respaldada por los flujos de caja y los activos de la compañía objetivo. En la misma línea, Jenkinson y Stucke (2011) caracterizan los LBO como adquisiciones que confieren una participación de control a patrocinadores de *private equity*, con financiamiento mayoritariamente apalancado y estructurado por tramos, cuyo repago se sustenta en la generación de caja y en el colateral de la compañía objetivo, y con un foco explícito en la creación de valor previa al *exit*.

A partir de estas definiciones, se observa que la creación de valor en un LBO suele combinar mejoras operativas, disciplina en la asignación de capital, optimización fiscal derivada del escudo de intereses y, cuando corresponde, arbitraje de múltiplos en la salida. Conviene, asimismo, subrayar los riesgos inherentes a un elevado apalancamiento, entre

ellos una mayor sensibilidad al ciclo, la presión de *covenants* restrictivos y el riesgo de refinanciación. En todo caso, a efectos estrictamente definitorios, está claro que los rasgos nucleares de un LBO son el control por parte de los patrocinadores, un financiamiento predominantemente apalancado respaldado por la propia compañía objetivo y un marco de gobierno que favorece la alineación de incentivos y la creación de valor antes del *exit*.

2.1.2. Compañías atractivas para LBOs

El marco conceptual de las operaciones de LBO permite, además de entender su mecánica, establecer con precisión cuándo una compañía objetivo resulta verdaderamente atractiva para este tipo de adquisición apalancada. En términos simples, lo es cuando sus fundamentos financieros y operativos soportan, con un margen razonable de seguridad, el endeudamiento propio del LBO, y cuando su perfil estratégico ofrece palancas claras de creación de valor bajo una nueva propiedad concentrada. La doctrina peruana converge con la práctica internacional de *private equity* y con la lógica de los financiadores en delinear un conjunto coherente de atributos que, integrados, elevan la probabilidad de éxito del LBO.

A continuación, desarrollamos algunas de las características típicas que debe tener la compañía objetivo para ser “apta” para un LBO:

1. En primer lugar, se privilegian empresas con bajo endeudamiento previo y suficiente capacidad de endeudamiento disponible, pues ello deja espacio para incorporar deuda de adquisición sin llevar a la compañía a un umbral de estrés financiero incompatible con su generación de caja. Hernández y Carrión (2015) advierten que “*no toda Target es pasible de ser adquirida vía un LBO*”, resaltando ratios de apalancamiento previos contenidos como condición operativa para la estructura.
2. En segundo lugar, es central contar con flujos de caja estables y previsibles (*free cash flow*) capaces de atender intereses y amortizaciones en distintos escenarios. Hernández y Carrión (2015) destacan “*flujos de caja operativos estables o fuertes*” y, en la misma línea, Echaíz (2017) enfatiza

un “*flujo de caja libre fuerte y estable*”, añadiendo criterios de predictibilidad como demanda estable, contratos de largo plazo y la recomendación técnica de someter las proyecciones a pruebas de estrés. Los flujos de caja libre estables y sólidos constituyen el pilar para respaldar el servicio de la deuda y superar con solvencia las pruebas de estrés de las proyecciones.

3. En tercer lugar, es deseable una posición de mercado sólida con crecimiento moderado y sostenible, evitando planes que exijan capex intensivo que compita con el servicio de la deuda. Echaíz (2017) recoge como rasgo la “*fuerte posición de mercado y oportunidades de crecimiento*”, pero advierte que el crecimiento debe ser estable y no “*demasiado rápido*” si ello compromete caja. Además, documenta la lógica de “*múltiple expansión*” en empresas con perfil de crecimiento robusto. En la experiencia comparada, fondos como KKR priorizan empresas en estado de madurez adecuado con capacidad de generación de caja por encima de sus necesidades de reinversión.
4. En cuarto lugar, es relevante una baja intensidad de inversión recurrente (capex de mantenimiento) y capacidad de eficiencia operativa. Si el negocio demanda mucho capex de mantenimiento, el efectivo para pagar la deuda se reduce. En cambio, cuando el capex de crecimiento es discrecional (puede postergarse) y existen mejoras operativas posibles (costos que bajar sin afectar el negocio principal), la caja disponible para el servicio de la deuda aumenta (Echaíz, 2017).
5. En quinto lugar, se debe contar con una base de activos pasibles de gravarse y activos no esenciales realizables. Una fuerte base de activos provee respaldo a la estructura de garantías y, cuando existen activos no estratégicos, permite desinversiones ordenadas para fortalecer liquidez o acelerar desapalancamiento. La doctrina incluye “*activos líquidos*” como un rasgo deseable.
6. En sexto lugar, es fundamental que la compañía objetivo cuente con un equipo gestor profesional y alineable. Dado que un LBO se apoya en

disciplina de deuda y en gobierno corporativo activo, la continuidad de un *management* competente, o la posibilidad de renovarlo, es clave. Echaíz (2017) pone el acento en una “*gestión profesional y experimentada*” capaz de navegar entornos exigentes. Hernández y Carrión (2015) mencionan la importancia de equipos sólidos. Forno (2020), por su parte, agrega que, usualmente, tras un LBO el adquirente mejora el control de la gerencia y transmite *know-how*, catalizando el crecimiento. La práctica sugiere, además, esquemas de incentivos accionarios para asegurar esta alineación post-adquisición.

7. En séptimo lugar, deben existir señales de creación de valor bajo nueva propiedad. Hernández y Carrión (2015) recogen la doctrina que identifica “*infravaloración relativa*”, bajo desempeño frente a pares y la existencia de catalizadores de expansión como rasgos que incrementan la atractividad de un LBO, justamente porque viabilizan retornos mediante mejoras operativas, estratégicas y financieras. Ello es consistente con los perfiles observados en oleadas históricas de LBO que priorizaron empresas maduras con caja constante y activos susceptibles de optimización o venta.
8. Finalmente, un rasgo transversal es la calibración prudente del apalancamiento con métricas de mercado. Echaíz (2017) documenta prácticas de mercado peruanas en múltiplos deuda/EBITDA razonables y el uso de métricas como cobertura de deuda y préstamo-valor. El énfasis no está solo en el valor de activos, sino en la capacidad de flujo para sostener la deuda en escenarios adversos. Esta prudencia financiera es, en sí misma, un indicador de “*aptitud LBO*”, pues delinea el rango de deuda sostenible dado el perfil de la compañía objetivo.

Las características antes descritas no constituyen requisitos indispensables para que una compañía sea objeto de un LBO, sino que representan atributos típicos o usuales que los patrocinadores financieros y los financiadores suelen buscar en las compañías objetivo. En la práctica, una compañía puede no cumplir con todas estas condiciones y, aun así, resultar atractiva para una operación de adquisición apalancada si existen otros factores

compensatorios o si el diseño de la estructura permite mitigar los riesgos asociados a las condiciones ausentes.

Ahora bien, es de suma importancia destacar que, al momento de analizar compañías objetivo para operaciones de LBO en el Perú, resulta fundamental evaluar si existen acreedores o accionistas minoritarios que puedan ejercer reclamos con legítimo derecho. Esta consideración es crítica porque la presencia de estos *stakeholders* con potencial de oposición puede modificar sustancialmente la estructura legal de la transacción, obligando a los estructuradores a diseñar mecanismos adicionales de protección, consentimientos reforzados o incluso a replantear la arquitectura de la operación. En particular, acreedores con cláusulas de cambio de control, garantías cruzadas o *covenants* restrictivos podrían activar derechos de aceleración, de oposición u otros que les otorgue la ley que comprometan la viabilidad del cierre o de la reorganización posterior.

Del mismo modo, accionistas minoritarios con derechos de información, separación o bloqueo pueden representar contingencias significativas si no son debidamente gestionados mediante aprobaciones informadas y mecanismos de *exit* equitativos. Por tanto, el análisis de la composición accionaria y del perfil de acreedores de la compañía objetivo constituye un aspecto esencial en la evaluación de riesgos del proyecto, dado que puede determinar no solo la factibilidad de la estructura elegida, sino también los costos de transacción, los tiempos de ejecución y el nivel de exposición legal del adquirente.

Somos de la opinión de que una compañía es atractiva para una transacción de LBO cuando combina, principalmente, tres puntos principales: (i) capacidad para cargar deuda (flujos estables, bajo apalancamiento inicial y otorgamiento de garantías); (ii) oportunidad de creación de valor bajo control concentrado (eficiencias, reposicionamiento estratégico, desalojar activos no esenciales y profesionalización); y (iii) gobernabilidad del proceso (*management* alineable, acuerdos con financiadores y estructura societaria que permita ejecutar reorganizaciones lícitas). Cuando estos puntos concurren y el diseño de la estructura respeta los límites del artículo 106 LGS, la operación transita desde posible a atractiva.

2.2. Relevancia de las operaciones de LBO en el mercado peruano e internacional

Los LBOs ya han sido definidos con claridad, por lo que corresponde preguntarnos por qué resultan relevantes para el mercado de M&A en el Perú y en el ámbito global. Estas operaciones no constituyen solamente una técnica de financiamiento, pues actúan como un catalizador de la movilidad del control corporativo, de la disciplina en la gestión y del dinamismo en los mercados de capitales, tanto a nivel internacional como en el contexto peruano. Esta relevancia no aparece de manera aislada, sino que responde a una trayectoria comparada y a una práctica local que, pese a restricciones normativas, se ha expandido gracias a la irrupción del *private equity* y a la profesionalización de las adquisiciones apalancadas.

A escala global, los LBO se consolidaron como una palanca para la reasignación eficiente de recursos y han permanecido durante décadas como un mecanismo estable y útil para facilitar la movilidad de capitales y el acceso al mercado, lo que explica su persistencia y su expansión sectorial. La lógica es sencilla y potente. El apalancamiento exige disciplina en el flujo de caja, lo que intensifica los incentivos para la mejora operativa, el reemplazo o el fortalecimiento de equipos directivos y la adopción de estándares de gestión orientados a resultados. Esto se traduce en estructuras de control más eficaces, transferencia de conocimiento y redes de negocios hacia la compañía objetivo, con lo cual compañías subvaluadas o con gestión ineficiente pueden alcanzar su potencial.

Ahora bien, la evidencia reciente indica que los LBO no solo impactan a la compañía objetivo, sino también benefician a sus pares del sector. Tras anuncios de *going-private* respaldados por *private equity*, los pares muestran rendimientos anormales positivos sostenidos entre 1 y 3 años, junto con aumentos en ventas y en rentabilidad. Esto sugiere efectos reales, no solo una reacción de corto plazo (Feng y Rao, 2021). Estos beneficios llegan por tres vías: (i) eficiencia operativa (mayor rotación de inventarios y activos, y ciclos de caja más cortos), (ii) innovación (más eficiencia innovadora y mejor diferenciación de producto) y (iii) gobierno corporativo (más cambios de gerente general y más directores independientes) (Feng y Rao, 2021).

Feng y Rao (2021) añaden que estas externalidades positivas de los LBOs responden principalmente a amenazas competitivas, más que al riesgo de tomas de control. Los efectos en compañías pares persisten aun cuando las firmas están más protegidas frente a adquisiciones, y se intensifican si el objetivo del LBO es grande o si el comprador es un fondo de *private equity* “top 10”, lo que refuerza la lectura competitiva de los *spillovers*.

Por su parte, los LBO también reconfiguran la gobernanza de la compañía objetivo y redefinen buenas prácticas de referencia para sus pares. Ello se refleja en directorios más pequeños, con directores independientes reemplazados por directores del *private equity*. Además, una mayor presencia de *private equity* en el directorio se asocia con menor rotación en la gerencia general y con una menor sensibilidad de esa rotación al desempeño de corto plazo, así como con mejores resultados operativos a lo largo del tiempo (Cornelli y Karakaş; 2012).

Como señalamos en la introducción, en el Perú los LBO han ganado tracción en los últimos años gracias a la entrada y la consolidación de fondos de *private equity*, que estructuran adquisiciones mediante vehículos de propósito especial y financiamiento apalancado. Este desarrollo local se refleja en operaciones complejas, como la compra de Hermes, la cual describiremos posteriormente, donde la estructuración de la transacción exigió un diseño jurídico minucioso para evitar incurrir en asistencia financiera prohibida. La relevancia práctica es doble, pues revela la existencia de demanda por el instrumento y evidencia a la vez el costo de una regulación ambigua que obliga a sobrediseñar para alcanzar seguridad jurídica.

La doctrina y la práctica local coinciden en el diagnóstico. Los LBO agregan valor cuando se estructuran con resguardos de solvencia, proporcionalidad en el endeudamiento y protección de los grupos de interés. Una clarificación normativa podría catalizar la inversión y la competencia en el mercado. En un entorno peruano en el que M&A cumple un rol estratégico para la reasignación de activos y la continuidad de empresas familiares o con potencial latente, la herramienta LBO resulta especialmente relevante para destrabar transacciones que, de otro modo, quedarían fuera del alcance de compradores estratégicos o financieros por restricciones de liquidez.

La madurez del ecosistema local requiere instrumentos que faciliten salidas de socios, profesionalización de la gestión y consolidación sectorial. Los LBO permiten precisamente ese objetivo, ya que acercan liquidez a procesos de sucesión en empresas familiares, habilitan relanzamientos operativos con nuevos equipos y estándares, y dinamizan la competencia por el control sin exigir que el adquirente aporte la totalidad del capital propio. En sectores con flujos estables y con niveles de deuda inferiores a su capacidad, esta arquitectura convierte potencial no explotado en retornos verificables, sin sacrificar la protección de minoritarios y acreedores cuando el diseño es correcto.

Diversa evidencia internacional subraya que los LBO han operado como un mecanismo estable de reasignación de control y disciplina de gestión, con ciclos de auge y reactivación asociados a la profundidad de los mercados de deuda, lo que explica su persistencia y expansión sectorial en economías desarrolladas (Zou, 2023).

En suma, los LBO resultan relevantes porque conectan financiamiento sofisticado con gobierno corporativo disciplinado, multiplican las vías para transacciones de control y, cuando están bien diseñados, generan valor económico sostenible. En el Perú, su creciente uso y el costo de sus restricciones evidencian una oportunidad regulatoria. Es momento de pasar de la ambigüedad que encarece y desalienta a un régimen claro que permita apalancar sin quebrantar.

2.3. Principales ventajas y desventajas de las operaciones de LBO desde una perspectiva económica y jurídica

Desde una mirada integral aparecen beneficios relevantes para la eficiencia del mercado corporativo junto con riesgos que exigen resguardos normativos y contractuales. La discusión en derecho comparado y en doctrina local coincide en que los efectos dependen de la calidad del diseño financiero de la transacción, de la estructura de garantías y de la gobernanza posterior al cierre. A continuación, se desarrollan las ventajas y desventajas más relevantes con enfoque económico y jurídico procurando iluminar la evaluación de conveniencia regulatoria en el contexto peruano.

2.3.1. Ventajas económicas

Una primera ventaja radica en la eficiencia en la asignación de control y en la disciplina de gestión que introducen los LBO a través de nuevas estructuras de propiedad y metas de desempeño más exigentes, lo que incentiva mejoras operativas y de gobierno corporativo en la compañía objetivo (Forno, 2020). La doctrina comparada vincula la ola de LBO con procesos de profesionalización directiva y con tableros más activos en supervisión, lo cual suele traducirse en reducción de ineficiencias y en mayor foco estratégico. La racionalidad económica que guía estas adquisiciones se verifica en el caso local, donde compradores y financiadores demandan un plan de creación de valor y una demostración de retorno ajustado al riesgo antes de estructurar el apalancamiento.

Un ejemplo de ello son los estudios recogidos por Braun y Latham (2009) sobre LBOs, los cuales documentan que parte de la creación de valor proviene de cambios en la gobernanza corporativa, incluida la reconfiguración del directorio y de los esquemas de incentivos, lo que se asocia con mejoras operativas sostenidas en el ciclo público–privado–público de las compañías. Esta evidencia empírica refuerza la tesis de que los LBOs no solo optimizan la estructura de capital, sino que también activan palancas de gestión que elevan el desempeño a lo largo del tiempo (Braun y Latham, 2009).

Un segundo beneficio consiste en el acceso a capital para dinamizar compañías con potencial de crecimiento, especialmente cuando los mercados de capitales son poco profundos y el crédito corporativo tradicional resulta insuficiente para financiar adquisiciones de control y reestructuraciones ambiciosas. En economías emergentes, estas transacciones han servido para atraer fondos especializados que aportan capital, *know how* y disciplina financiera, con efectos positivos en inversión, productividad y competencia en mercados concentrados.

El repaso comparado sugiere que, cuando los mercados de capitales son poco profundos, los LBO relajan restricciones de crédito a objetivos privados y catalizan la adopción de nuevos instrumentos, lo que facilita financiamiento de reestructuraciones y crecimiento, especialmente en Europa continental y otras jurisdicciones que modernizaron su infraestructura de deuda (Renneboog y Vansteenkiste, 2017).

Una tercera ventaja son las externalidades positivas sobre los pares de la industria de la compañía objetivo adquirida mediante LBO, para las cuales existe evidencia de

mejoras en los retornos, la eficiencia operativa, la innovación y las prácticas de gobierno corporativo, impulsadas por la competencia y el aprendizaje. Ello refuerza el argumento de que los LBO dinamizan la disciplina de mercado y elevan los estándares sectoriales (Feng y Rao, 2021).

Una cuarta ventaja radica en la posibilidad de optimizar la estructura de capital de la compañía objetivo mediante un uso prudente de deuda, lo que reduce el costo promedio ponderado de capital y puede incrementar el valor para los accionistas, siempre que la generación de caja cubra suficientemente el servicio de la deuda y que los proyectos financiados ofrezcan un retorno superior al costo del apalancamiento.

En entornos donde los intereses son deducibles del impuesto a la renta, el escudo fiscal del endeudamiento puede reforzar esa creación de valor, sujeto en todo caso a los límites de subcapitalización, a las reglas de deducibilidad y a los estándares anti-elusión vigentes. Sobre este punto, Hernández y Escribens (2007) destacan que el “escudo fiscal” del interés constituye una ventaja real de los LBO en el Perú cuando la deuda se mantiene en la compañía adquirente y se respetan los criterios de subcapitalización, causalidad y razonabilidad. En esa línea, los autores advierten que dicha ventaja se pierde si la compañía objetivo asume la deuda del comprador, pues en ese supuesto los intereses no son deducibles para la compañía objetivo por carecer de nexo causal con su fuente productora.

Una quinta ventaja radica en que los LBO pueden contribuir a un mercado más dinámico que reduzca costos de agencia y fomente la reasignación de activos hacia manos con mejor capacidad de gestión, lo que se refleja en experiencias comparadas que han transitado desde prohibiciones rígidas hacia marcos habilitantes con salvaguardas, sin renunciar a la protección del capital ni de los acreedores (Echaíz, 2017). La evidencia de que la práctica se ha vuelto recurrente en Perú aun con vacíos normativos y asimetrías de información confirma el atractivo económico de la figura cuando se estructura con prudencia financiera.

Por último, las operaciones de LBO dinamizan segmentos de financiamiento sindicado, así como emisiones de deuda privada. La mayor sofisticación de agentes locales y la interacción con financiadores internacionales fortalece las capacidades de análisis de riesgo y expande el menú de instrumentos disponibles para empresas medianas y grandes.

2.3.2. Ventajas jurídicas

Desde el ángulo jurídico, una ventaja central es la posibilidad de compatibilizar la operación con la protección de minoritarios y acreedores si se estructura dentro de parámetros de mercado y con salvaguardas adecuadas, lo que, según doctrina peruana, permite sostener que la prohibición del artículo 106 de la LGS no implica una interdicción absoluta, sino una regla orientada a evitar perjuicios materiales y conflictos de interés mal gestionados. Esta línea es compartida por López (2004) y por Rossi (2018), quienes admiten la validez condicionada bajo estándares de interés social, solvencia y consentimiento informado. El empleo de sociedades vehículo, aprobaciones sociales informadas y estructuras de reorganización como la fusión posterior a la adquisición, unido a informes de solvencia y transparencia, ha sido aceptado por la práctica sin calificar *per se* como asistencia prohibida, siempre que la motivación económica sea legítima y no exista un nexo causal directo entre fondos de la compañía objetivo y el precio de adquisición en términos que vulneren la norma. Este punto será analizado con mayor profundidad en el siguiente capítulo.

Otra ventaja jurídica se relaciona con la previsibilidad que aportan diseños que recogen consentimiento expreso de minoritarios y acreedores cuando exista potencial afectación, lo que reduce el riesgo de impugnación y de nulidad, y alinea la operación con la finalidad protectora subyacente a la asistencia financiera. Esta aproximación caso por caso ha permitido validar operaciones en la banca local y en financiadores internacionales, que condicionan desembolsos a estructuras que respeten el perímetro del artículo 106 de la LGS y a garantías sustentadas en activos y flujos de la compañía objetivo solo luego de reorganizaciones permitidas o sobre recursos de libre disposición.

2.3.3. Desventajas económicas

La desventaja más visible es el aumento de riesgo financiero por apalancamiento elevado cuando la operación se diseña con deuda desproporcionada respecto del EBITDA y del perfil de flujos de la compañía objetivo, lo que puede precipitar escenarios de iliquidez y concurso si las proyecciones no se cumplen o si el entorno macroeconómico se deteriora

(Echaíz, 2017). La doctrina internacional advierte, además, riesgos de ejecución y de estructura en presencia de deuda excesiva y de *covenants* mal calibrados. Esta fragilidad se agrava en mercados con volatilidad y con acceso limitado a refinanciación.

Otra desventaja económica es el potencial *trade-off* entre servicio de deuda y reinversión eficiente, pues la prioridad de caja hacia el pago de intereses y amortizaciones puede retrasar proyectos de crecimiento o innovación si el plan de creación de valor no contempla amortiguadores suficientes y métricas prudenciales. El riesgo se intensifica en sectores con ciclos largos de inversión o con flujos estacionales, por lo que el diseño financiero debe ser especialmente conservador.

En términos de desarrollo de mercado, la falta de lineamientos claros y uniformes en la práctica local ha introducido costos de transacción adicionales y ha reducido el apetito de ciertos inversionistas por operaciones visibles, lo que empuja a la confidencialidad o a estructuras indirectas que pueden ser menos eficientes que un marco abierto con reglas claras (Echaíz, 2017).

Por otro lado, y en el ámbito macroeconómico, la doctrina también documenta riesgos y posibles externalidades negativas de los LBOs. En un estudio global de 2.450 MBO/MBI (2002-2011) se observa “*asset stripping*”, lo que implica que las compañías venden activos y ajustan empleo, y su desempeño operativo empeora levemente en el corto plazo. Al mismo tiempo, cuando participa un fondo de *private equity*, parte de estos efectos se atenúa y se ve más crecimiento y generación de caja; sin embargo, en conjunto también aumenta la probabilidad de episodios de “*distress*”. Tras el LBO, muchas compañías acumulan más efectivo, principalmente porque cargan con altos niveles de deuda, lo que es consistente con la necesidad de liquidez para servir esa deuda (Capizzi, Giovannini, y Pesic; 2014).

Incluso, en el plano laboral, la evidencia es matizada. Algunos estudios asocian los LBOs con reducciones en empleo o en crecimiento salarial por reasignaciones y recortes de burocracia, mientras otros muestran dinámicas de crecimiento cuando se impulsan estrategias expansivas. El efecto neto parece depender del tipo de operación (MBO/MBI), del sector y de la intensidad de los cambios de gobierno corporativo (Chen y Wang, 2022).

Desde una perspectiva macroeconómica (Renneboog y Vansteenkiste, 2017), existe además el debate sobre si las operaciones de LBO generan un valor neto o simplemente lo redistribuyen entre los distintos agentes económicos. Los críticos sostienen que, en muchos casos, las ganancias de los inversionistas financieros provienen de transferencias de valor desde otros *stakeholders* trabajadores que enfrentan recortes de personal o condiciones laborales menos favorables, proveedores sometidos a renegociaciones contractuales más agresivas, o el propio fisco cuando se optimizan cargas tributarias mediante el escudo fiscal de los intereses. En escenarios extremos, el apalancamiento excesivo puede incluso destruir valor agregado si conduce a quiebras que eliminan empleos, interrumpen cadenas de suministro y generan costos sistémicos para el sector financiero y la economía en general. Esta crítica, aunque matizada por estudios que documentan mejoras operativas genuinas en compañías adquiridas mediante LBO, subraya la importancia de evaluar estas operaciones no solo desde la rentabilidad privada del patrocinador, sino también desde su impacto en la estabilidad del sistema financiero y en la economía real.

2.3.4. Desventajas jurídicas

En el plano jurídico, el principal riesgo es la eventual calificación de asistencia financiera prohibida cuando la estructura traslada a la compañía objetivo el costo de la adquisición sin una separación suficiente entre la financiación de compra y sus propios recursos, o cuando se emplean garantías que, en sustancia, comprometen el capital en beneficio del adquirente. La doctrina nacional ha subrayado este punto con especial énfasis y ha mostrado cautela frente a esquemas que erosionan la integridad del capital y la tutela de los accionistas minoritarios. Desde una lectura conservadora del artículo 106 de la LGS, puede entenderse que este precepto impide que la compañía objetivo otorgue financiamiento, brinde garantías o facilite, con sus activos, la adquisición de sus propias acciones (Elías, 2008). En consecuencia, la amplitud de esta prohibición plantea desafíos al diseñar operaciones de LBO que respeten la autonomía patrimonial y eviten el uso, directo o indirecto, de recursos de la compañía objetivo para la compra.

Otro riesgo jurídico relevante es el fraude a la ley cuando una reorganización se utiliza solo para eludir la prohibición, sin una motivación económica autónoma y prevalente. Conforme a Vásquez (2013), el fraude a la ley es la búsqueda, mediante un itinerario

indirecto que emplea medios en abstracto lícitos (en especial el instrumento contractual), de un resultado económico y jurídico prohibido o regulado por una norma imperativa. Suele materializarse a través de actos coligados que, en conjunto, reproducen el resultado vedado que el ordenamiento procura impedir. En tales casos, la evaluación debe centrarse en la operación económica global y en la causa concreta de los actos; si no existe un interés económico propio y apreciable que justifique la secuencia negocial, y la coordinación revela un propósito elusivo, corresponde aplicar el remedio previsto por la norma. Además, la configuración del fraude no requiere acreditar un ánimo subjetivo de defraudar, sino basta con que el resultado global objetivamente prohibido se alcance por vías indirectas, aun cuando las partes no advirtieran la ilicitud del resultado (Vásquez, 2013).

Aplicado a reorganizaciones societarias y a estructuras de LBO, la calificación de fraude a la ley se activa cuando la reorganización posterior (como, por ejemplo, una fusión) se instrumentaliza exclusivamente para eludir la prohibición de asistencia financiera, trasladando a la compañía objetivo el costo o riesgo de su propia adquisición, sin razones de negocio válidas y prevalentes que protejan la integridad del capital, a los acreedores y a los minoritarios (López, 2004; Echaíz, 2017). Por el contrario, si la estructura acredita beneficio corporativo, solvencia post operación y salvaguardas a los *stakeholders*, no hay fraude ni extensión analógica del artículo 106 de la LGS.

La ambigüedad del artículo 106 de la LGS constituye una desventaja institucional. Su texto carece de excepciones explícitas y de criterios operativos (p. ej., identificación del receptor, momento y pruebas del nexo causal), lo que ha producido interpretaciones divergentes en la doctrina y en la práctica, con aumento de contingencias y de costos de estructuración, en perjuicio de la estandarización de buenas prácticas y de la seguridad jurídica. El efecto práctico de dicha ambigüedad es un entorno de incertidumbre que complica la interlocución con financiadores, encarece el cierre de transacciones y desalienta el apetito inversionista. En suma, la inseguridad jurídica resultante merma la predictibilidad de criterios y puede erosionar la confianza de los inversionistas en la capacidad del sistema jurídico peruano para dar respuestas claras y consistentes en materia de adquisiciones apalancadas.

Finalmente, existen riesgos de gobierno corporativo cuando el control *post* adquisición concentra poder decisorio sin contrapesos adecuados ni mecanismos de gestión de

conflictos, especialmente en operaciones con participación del *management*, lo que exige estándares reforzados de independencia, *disclosure* y aprobación social para preservar la integridad del proceso y la tutela de los accionistas minoritarios (Cornelli y Karakaş, 2012). La correcta asignación de decisiones a la junta y no solo al directorio, junto con parámetros de solvencia y publicidad razonable, mitiga estos riesgos.

2.3.5. Balance y criterios para maximizar ventajas y acotar desventajas

El balance general sugiere que los LBO pueden ser una palanca de eficiencia y de dinamización del mercado cuando se diseñan con prudencia financiera, gobernanza sólida y respeto riguroso del perímetro jurídico de la asistencia financiera. Esto implica evitar un nexo causal directo entre recursos de la compañía objetivo y el precio de adquisición, acreditando siempre interés social y condiciones de mercado.

La revisión de Renneboog y Vansteenkiste (2017) apoya este balance, y la experiencia local recogida por Tuesta (2023) sugiere que es posible alcanzar dicho estándar con diseños responsables. De la revisión de la literatura académica, la práctica comparada y local converge a grandes rasgos en cuatro criterios operativos que maximizan ventajas y acotan desventajas:

Primero, separación funcional entre la financiación de la adquisición y los activos de la compañía objetivo durante la compra, con eventuales reorganizaciones posteriores sustentadas en motivos económicos independientes y superiores al simple repago.

Segundo, pruebas de solvencia y liquidez conservadoras que aseguren capacidad de servicio de deuda sin sacrificar inversión eficiente y sin tensionar el equilibrio patrimonial.

Tercero, protección reforzada de minoritarios y acreedores mediante información completa, aprobación social informada y, cuando corresponda, consentimientos explícitos que neutralicen cualquier perjuicio material.

Cuarto, documentación exhaustiva que evidencie condiciones de mercado y gestión de conflictos, alineada con la finalidad protectora del artículo 106 de la LGS y con las mejores prácticas de buen gobierno corporativo.

En suma, el análisis económico y jurídico concurrente muestra que las ventajas de los LBO dominan sobre sus riesgos cuando se los asume con diseños que internalizan las salvaguardas adecuadas. A la inversa, los riesgos se materializan cuando se pretende forzar estructuras sin sustento económico ni tutela de *stakeholders*, lo que no solo compromete valor, sino que expone a severas contingencias legales. Un marco de referencia que combine disciplina financiera, gobernanza y respeto material de la prohibición de asistencia financiera permite liberar el potencial de esta herramienta sin quebrantar la integridad del régimen societario peruano.

2.4. Tipos de LBOs

La sistematización de los distintos tipos de LBO distingue, por un lado, quién efectúa la adquisición y, por otro, cómo se estructura la operación para canalizar la carga financiera hacia la objetivo. Aquí abordaremos únicamente la primera dimensión. En el capítulo siguiente analizaremos las estructuras que desplazan la deuda a la objetivo y su relación con la prohibición de asistencia financiera. La clasificación por adquirente agrupa las siguientes cuatro figuras de uso extendido:

1. MBO. La primera es el *management buyout* o MBO. Describe adquisiciones promovidas por la gerencia vigente de la compañía objetivo, usualmente acompañada por un patrocinador financiero. La ventaja informativa de la gerencia reduce asimetrías, mejora la valoración y permite un diagnóstico más fino de riesgos (Renneboog y Vansteenkiste, 2017). Forno (2020) sistematiza que el MBO se caracteriza porque la gerencia de la compañía objetivo es quien la adquiere, a menudo en consorcio con un inversionista especializado. Un referente clásico es RJR Nabisco que inicialmente se planteó como un MBO antes de la puja definitiva del patrocinador financiero. La doctrina también documenta el caso de la compañía O M Scott and Sons como MBO con mejoras operativas asociadas a incentivos de propiedad y disciplina del endeudamiento (Renneboog y Vansteenkiste, 2017).

2. MBI. La segunda figura es el *management buy in* o MBI. Responde a la toma de control por un equipo gestor externo cuando se perciben ineficiencias internas y se busca reemplazo de capacidades clave. Forno (2020) explica que el adquirente busca controlar la gerencia por considerarla ineficiente. La evidencia comparada destaca que el equipo entrante encara mayores asimetrías y que estos procesos pueden ser más hostiles por la menor información privada frente a MBO (Renneboog y Vansteenkiste, 2017).
3. BIMBO. La tercera modalidad es el *buy in management buyout* o BIMBO. Esta combina continuidad y renovación al integrar parte del equipo directivo con profesionales externos que cubren déficits de gestión. Forno (2020) lo caracteriza como un híbrido que mezcla características del MBO y del MBI. Por su parte, Echaíz (2017) resalta su atractivo para patrocinadores financieros por reunir información cercana de quienes permanecen y especialización de los que ingresan.
4. IBO. La cuarta modalidad es el *institutional buyout* o IBO. Aquí el liderazgo corresponde a un inversionista institucional como un fondo de *private equity*. Este es el tipo de LBO más clásico y el que más se produce en el Perú por mano de patrocinadores financieros, incluyendo formatos de *club deal* (Forno, 2020). La doctrina internacional usa el término IBO para referirse a adquisiciones donde los nuevos dueños son exclusivamente inversores institucionales o fondos de *private equity* y en muchos casos se mantiene a la gerencia con esquemas de participación accionaria (Renneboog y Vansteenkiste, 2017).

Adicionalmente, existen variantes que completan el mapa y que permiten capturar casuísticas relevantes. El *employee buyout* o EBO atribuye el liderazgo a los trabajadores. Echaíz (2017) advierte que una adquisición por trabajadores no resulta tan atractiva para financiadores por la falta de experiencia y la limitada base de capital en comparación con MBO o MBI. Por otro lado, el *owner buyout* u OBO describe el aumento de participación de accionistas ya presentes y suele intensificar el debate sobre la asistencia financiera cuando la compañía objetivo termina soportando el endeudamiento. Echaíz (2017) considera que podría ser una de las modalidades más cuestionadas por esa razón.

En suma, la tipología por adquirente permite identificar con mayor precisión patrones de incentivos, asimetrías de información y arreglos de gobernanza, por ejemplo entre compradores estratégicos, fondos de *private equity* o equipos directivos en MBO, que inciden de manera diferenciada en la sensibilidad de cada modalidad frente a la prohibición de asistencia financiera. Esta lectura comparada revela cómo el horizonte de inversión, la estructura de control, los costos de agencia y la capacidad de diseñar mitigaciones (p. ej., *covenants*, aportes de *equity* o garantías de terceros) determinan tanto el nivel de exposición normativa como las vías de cumplimiento. De este modo, clasificar por tipo de adquirente no solo ordena el análisis de riesgos, sino que orienta el diseño contractual y la arquitectura de la transacción para evitar supuestos de asistencia prohibida y, a la vez, preservar la eficiencia económica del negocio.

2.5. Qué es la asistencia financiera y cuál es la finalidad de la prohibición de asistencia financiera en el derecho societario peruano y espíritu del artículo 106 de la LGS

2.5.1. Concepto

La legislación peruana carece de una definición legal expresa de la asistencia financiera. El marco normativo enumera supuestos de prohibición y remite la construcción conceptual a la doctrina.

Tras una revisión integral de la literatura académica, podemos sostener que la asistencia financiera comprende todo apoyo económico, directo o indirecto, que una sociedad pone a disposición de un tercero y que, por su diseño y consecuencias, contribuye de manera verificable a que dicho tercero adquiera acciones emitidas por la propia sociedad o por su controladora, trasladando total o parcialmente a la sociedad el costo o el riesgo de la compra. La idea central es la causalidad económica y la tutela del patrimonio social.

Conceptualmente, la doctrina peruana es clara al entablar el perímetro de la figura a manifestaciones tanto directas como indirectas. No solo resultan relevantes los préstamos y las garantías, sino también pueden serlo las condonaciones, novaciones, pagos por subrogación, cesiones de posición contractual o la asunción de gastos vinculados a la

adquisición, siempre que tales actos trasladen a la sociedad el impacto financiero de la compra de sus acciones. Lo decisivo es si la transacción facilita objetivamente la adquisición, desplazando su costo hacia el patrimonio social. Desde esta perspectiva, el momento en que se otorga la asistencia es indiferente. Lo determinante es la finalidad objetiva de favorecer la adquisición por un tercero (Forno, 2020).

En esta misma línea, Echaíz (2017, pp. 67-68) acoge la noción comparada y sostiene que la asistencia financiera comprende “*operaciones de naturaleza económica*” que implican una atribución patrimonial, efectiva o potencial, a un tercero para posibilitar que adquiera acciones de la sociedad, siendo clave el nexo causal entre la financiación y la adquisición.

Por su parte, Carretero (2008) propone entender por asistencia financiera aquellas operaciones de naturaleza económica que comportan una atribución patrimonial, potencial o efectiva, a favor de un tercero para que adquiera acciones de la sociedad o de su dominante, con una finalidad de favor y con conexión causal entre la asistencia y la adquisición. La autora subraya, además, su estructura triangular, que involucra al menos dos negocios jurídicos.

Por su parte, López (2004) aborda el concepto desde un entendimiento amplio y funcional, en línea con lo establecido por Forno. Sostiene que la asistencia financiera abarca donaciones, garantías, indemnidades, préstamos, liberaciones, condonaciones, novaciones, cesiones u otros acuerdos que faciliten la adquisición de acciones, y enfatiza el análisis patrimonial de la “*sustitución de activos*” cuando la sociedad presta o garantiza para la compra de sus propias acciones.

Conviene, por último, destacar el aporte de Ferrero y Guarniz (2015), quienes tratan la asistencia financiera como operaciones en las que la compañía objetivo garantiza financiamientos de terceros o concede crédito para que un tercero adquiera acciones, incluso cuando el bien vendido son “*las propias acciones*”. Su enfoque pone el acento en los problemas de gobierno corporativo y en la tensión interpretativa entre una lectura literal y otra antifraude.

2.5.2. Finalidad de la prohibición de la asistencia financiera prohibida y espíritu del artículo 106 de la LGS

El artículo 106 de la LGS es una norma breve con vocación expansiva cuyo espíritu central es la protección de los intereses de los accionistas minoritarios y los acreedores de la compañía objetivo. Su misión es impedir que el patrimonio social sea el combustible de su propia adquisición y que, por esa vía, se distorsione la distribución del poder dentro de la compañía.

Es una regla de prudencia societaria que busca preservar la integridad del capital, la neutralidad del órgano de administración frente a disputas de control y la igualdad de trato de los accionistas. Detrás de su redacción hay una arquitectura protectora de bienes jurídicos que la norma ha intentado cautelar.

No obstante, la prohibición de asistencia financiera del artículo 106 de la LGS no debe interpretarse como un veto a los LBOs en sí mismos. Antes bien, su compatibilidad dependerá de si la estructuración respeta la racionalidad económico-financiera del negocio y se implementan salvaguardas legales eficaces para evitar la “asistencia financiera prohibida” y proteger, de forma efectiva, a los accionistas minoritarios y a los acreedores (Hernández y Carrión, 2015). Bajo esta lectura, el apalancamiento no es el problema, sino lo será que la compañía objetivo se convierta en la fuente -directa o encubierta- del financiamiento de su propia adquisición.

La LGS dispone expresamente que *“en ningún caso la sociedad puede otorgar préstamos o prestar garantías, con la garantía de sus propias acciones ni para la adquisición de éstas bajo responsabilidad del directorio”*. A partir de este tenor, la doctrina ha sistematizado cuatro prohibiciones analíticas que delimitan el perímetro de la asistencia financiera proscrita: (i) la sociedad no puede otorgar préstamos para la adquisición de sus propias acciones; (ii) no puede prestar garantías para ese fin; (iii) no puede otorgar préstamos con garantía de sus propias acciones; (iv) ni prestar garantías dando en garantía sus propias acciones. Esta lectura cuadripartita, difundida por Ferrero y Guarniz (2015) y desarrollada por Rossi (2018), busca dotar de previsibilidad a una cláusula cuyo enunciado literal es equívoco.

Elías (2008, p. 261) acertadamente explica que el dispositivo “*impide que la sociedad anónima realice operaciones de garantía o préstamos, con garantía de sus propias acciones (...) y [cualquier] préstamo o garantía (...) que tenga por objeto respaldar una compra de acciones emitidas por ella, con o sin garantía de estas últimas*”. Su ratio se enlaza con cerrar el paso a fraudes a la autocartera y al control indirecto, y con disipar conflictos de interés del directorio. Esta finalidad converge con el eje proteccionista resaltado por Echaíz (2017) y Rossi (2018) respecto a la integridad de capital, la tutela de los socios minoritarios y el resguardo de la propia sociedad frente a vaciamientos patrimoniales en beneficio de adquirentes.

Ahora bien, la prohibición opera cuando existe un vínculo funcional entre la asistencia y la adquisición. Importa el “para qué”. Aunque el precepto no establezca un estándar probatorio específico, el análisis debe recaer en el diseño económico de la operación. Si la estructura desplaza a la sociedad el costo o el riesgo de la compra de sus acciones, el nexo se satisface incluso si los actos se atomizan en el tiempo. Forno (2020) enfatiza que es irrelevante si la asistencia ocurrió antes o después de la adquisición. Lo determinante es si la operación, objetivamente, facilitó la compra trasladando su impacto financiero a la sociedad.

No obstante lo anterior, en el caso típico de una estructura de LBO, el momento de constitución de las garantías sobre los activos de la compañía objetivo debe ser inmediatamente después de que el comprador adquiera su control, nunca antes. Los compromisos pueden ser previos, pero la formalización de las garantías debe ocurrir post-adquisición para evitar el nexo causal que configuraría asistencia financiera prohibida. Esta estructura permite a los bancos tener seguridad de que contarán con las garantías necesarias, mientras se respeta la prohibición del artículo 106 de la LGS. Por ello, autores peruanos señalan que si la garantía o el préstamo se formaliza después de que la adquisición ya se consumó con fondos provenientes enteramente de terceros, entonces dicha garantía no fue el medio que causó la adquisición y, por tanto, no existiría el nexo causal que la norma exige (Echaíz, 2017). En la misma línea, Hernández y Carrión (2015) enfatizan que la independencia del financiamiento respecto de la compañía objetivo y la ausencia de garantías previas al cierre son los elementos determinantes para excluir la aplicación de la prohibición. Sin embargo, Forno (2020), considera que si la secuencia de actos revela un diseño preordenado para que la compañía objetivo soporte el costo de su propia adquisición,

sin racionalidad económica autónoma que lo justifique, el mero carácter post-cierre de las garantías no impediría la calificación como fraude a la ley.

Está claro que la asistencia financiera en el Perú puede adoptar ropajes formales diversos para eludir la literalidad del artículo 106 de la LGS. Ahora bien, la equivalencia sustancial impide que la literalidad del artículo sirva como atajo para estructuras que, con distinto ropaje, producen el mismo efecto prohibido. Así lo ilustra Ferrero y Guarniz (2015, p. 262) cuando describen la novación subjetiva posterior al cierre como un mecanismo que, aunque no esté “*expresamente contemplado por la norma*”, la doctrina consideraría asistencia prohibida por su propio resultado económico.

La doctrina peruana ha identificado una tensión metodológica entre una interpretación restrictiva del artículo 106 LGS, propia de normas que limitan derechos y que no deben extenderse por analogía, y una lectura finalista que atiende al “para qué” de la operación para recalificar equivalentes sustantivos a los supuestos típicos prohibidos. Esta tensión es recogida por la doctrina local que, a la vez que niega la extensión analógica de normas restrictivas, reconoce la operatividad del fraude a la ley como corrector cuando una secuencia de actos traslada, en sustancia, el costo o riesgo de la compra a la compañía objetivo (Ferrero y Guarniz, 2015; Forno 2020).

Forno (2020) delimita con claridad el marco metodológico. La prohibición de analogía en normas restrictivas no elimina el control por fraude a la ley, pues este no opera por similitud sino como corrector frente al uso oportunista de una norma de cobertura que produce el resultado proscrito por la norma defraudada. A partir de esta premisa, al precisar el alcance del artículo 106 de la LGS, cabe apoyarse en la interpretación y en el fraude a la ley y no en la analogía. La literalidad define el núcleo prohibido y los equivalentes sustantivos quedan bajo el lente antifraude cuando trasladan a la compañía objetivo el costo o el riesgo de su propia adquisición.

A su vez, Rossi (2018) sintetiza que en ordenamientos sin una cláusula general explícita, una corriente finalista incluye operaciones no listadas cuando comparten la misma ratio económica, mientras que en el Perú se reafirma el principio de interpretación estricta de normas restrictivas, lo que exige distinguir con cuidado entre interpretación, analogía y antifraude.

El artículo 106 de la LGS es imperativo y restrictivo y no se extiende por analogía para crear prohibiciones no escritas. La validez de cada diseño dependerá de la estructura concreta y de si se vulneran derechos e intereses de los *stakeholders*, en particular socios minoritarios y acreedores. No toda asistencia conexa es ilícita *per se*. Resulta ilícita cuando la secuencia de actos, entendida de forma funcional, traslada a la compañía objetivo el costo o el riesgo de su propia adquisición y además provoca un perjuicio material o un menoscabo relevante de la igualdad de trato, del interés social o de las expectativas legítimas de los socios. En ese escenario corresponde activar el corrector del fraude a la ley.

Ahora bien, cabe preguntarse si el artículo 106 de la LGS es una norma imperativa cuyo texto no condiciona expresamente su aplicación a la existencia de un perjuicio efectivo a minoritarios o acreedores, ¿por qué la prohibición no debería operar de manera automática (*per se*) ante la sola verificación de la conducta tipificada? La respuesta radica en que el carácter imperativo de una norma no predetermina su técnica de aplicación ni excluye la necesidad de interpretar su alcance conforme a su finalidad. En el caso del artículo 106 de la LGS, la doctrina mayoritaria coincide en que los bienes jurídicos protegidos son la integridad patrimonial de la sociedad y los intereses de minoritarios y acreedores; si estos bienes no resultan afectados porque la operación genera un beneficio corporativo verificable, preserva la solvencia y cuenta con salvaguardas adecuadas, la ratio de la prohibición queda satisfecha y no existe el “para qué” ilícito que la norma busca evitar. Esta lectura no vacía de contenido la imperatividad del artículo 106 de la LGS, sino que la canaliza hacia su función protectora real. Lo contrario, esto es, aplicar la prohibición de forma mecánica sin atender a sus efectos, conduciría a invalidar operaciones económicamente eficientes y jurídicamente inocuas, resultado que no puede atribuirse razonablemente al legislador.

Por ello, si la estructura acredita beneficio corporativo, suficiencia de solvencia después de la operación, neutralidad en el reparto de poder y salvaguardas para minoritarios como información reforzada y aprobaciones independientes, consideramos que no hay fraude ni infracción del artículo 106 de la LGS, incluso cuando existan flujos posteriores entre la sociedad y el vehículo de adquisición, siempre que no exista el “para qué” prohibido. Esta aproximación desplaza el foco desde las etiquetas formales hacia los efectos y las salvaguardas. La tensión que ilustran Ferrero y Guarniz (2015) entre lectura literal y

finalista se ordena mejor desde la óptica de los *stakeholders*, lo que permite separar vías alternativas legítimas de los abusos que deben calificarse como fraude a la ley o abuso del derecho.

La prohibición tutela, de manera integrada, varios planos que convergen en un mismo espíritu: la protección de los intereses de los accionistas minoritarios y los acreedores. Según Forno (2020), estos planos incluyen:

- (i) la integridad del capital y la proscripción de devoluciones encubiertas de aportes;
- (ii) la protección patrimonial frente a sustituciones de activos sin contrapartida;
- (iii) la estabilidad relativa de la estructura de poder y la igualdad de trato, evitando que el patrimonio social se instrumentalice para alterar el control; y, en clave externa,
- (iv) los intereses de acreedores y otros *stakeholders*.

Todos estos planos, en última instancia, están orientados a evitar perjuicios a minoritarios y acreedores, que son los verdaderos destinatarios de la tutela normativa. Echaíz (2017, p. 150; p. 173) subraya que nuestra regulación “*es escueta, insuficiente*” y que la prueba del nexo finalista presenta “*dificultad probatoria*”, lo que incrementa la necesidad de pautas funcionales y de transparencia decisoria.

En cuanto a salvaguardas procedimentales, la práctica comparada que recoge la doctrina local apunta a mecanismos de protección *ex ante*. Esto implica información reforzada, aprobaciones independientes o unanimidad informada en supuestos sensibles, y publicidad y motivación del beneficio corporativo, todo lo cual mitiga el riesgo de fraude a la ley y, a la vez, facilita la validez de adquisiciones apalancadas estructuradas con financiamiento externo genuino (Echaíz, 2017). Esta aproximación coincide con la perspectiva de Tuesta (2023, p. 95), para quien, en ausencia de una cláusula general que prohíba cualquier forma de asistencia, la clave práctica es respetar los derechos de acreedores y minoritarios en condiciones de mercado, pues si los potenciales afectados están protegidos y consienten bajo estándares adecuados, “*la prohibición carecería de sentido*”.

Resulta útil la lectura funcional de Forno (2020, p. 133) sobre operaciones directas e indirectas y su énfasis en que lo “*relevante es verificar si la operación objetivamente facilitó la adquisición*”, aun cuando ocurra después del cierre o adopte ropajes distintos a

préstamos y garantías. A partir de allí, la licitud gira en torno a si el diseño traslada el costo o el riesgo de la compra a la compañía objetivo y no existe una racionalidad económica y financiera real y justificada para dicha estructura (es decir, solo se trata de eludir la literalidad de la norma), y si se afectan los intereses de *stakeholders*. En suma, cuando una estructura demuestra beneficio corporativo real, mantiene solvencia razonable, no altera ilegítimamente el reparto de poder y activas salvaguardas de minoritarios y acreedores, la lectura centrada en *stakeholders* respalda su validez bajo el derecho vigente, a nuestro juicio. Si, por el contrario, la secuencia evidencia el propósito de que la sociedad financie su propia adquisición o de respaldarla con sus acciones, la estructura podrá calificarse como fraude a la ley y prohibida pese a su forma.

En cuanto al perímetro de la norma, el destinatario es la compañía objetivo y, por función, toda operación que traslade a su patrimonio el costo o riesgo de financiar la adquisición de sus acciones. Sobre el objeto, Forno (2020) propone extender el análisis a títulos o estructuras que permitan ejercer derechos de accionista y a supuestos que involucren a la controladora, atendiendo a la finalidad protectora. Esta mirada funcional es consistente con la evolución comparada, donde se incluyen adquisiciones de la dominante y reservan excepciones con salvaguardas.

Respecto de las consecuencias jurídicas y la responsabilidad, la infracción activa la responsabilidad del directorio por actos contrarios a la ley, conforme al artículo 177 de la LGS¹. Como desarrollaremos en el siguiente capítulo, sostenemos que esta responsabilidad constituye la única consecuencia jurídica prevista por la norma, sin perjuicio de reconocer que existe un debate doctrinario sobre si procede además la nulidad del acto. El foco de la norma no es punitivo, sino restaurativo y orientado al alineamiento con el interés social. Las consecuencias de incumplir el artículo 106 se desarrollarán con mayor profundidad en el siguiente capítulo.

¹ **Artículo 177.- Responsabilidad**

“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.”

Coincidimos con Forno (2020, p. 18) cuando califica la redacción del artículo 106 de la LGS como “*increíblemente oscura y confusa*” y advierte que la prohibición peruana aplica “*una sanción extrema (...) a todas las operaciones de asistencia financiera*”, ignorando que algunas son eficientes o pueden someterse a salvaguardas. Rossi (2018, p. 11) coincide en que el texto “*deja un panorama difuso y lleno de incertidumbre*”, mientras que Echaíz (2017) lista vacíos materiales: ausencia de criterios sobre receptor, momento y excepciones, que en nuestro parecer sin lugar a duda deberían existir. Elías (2008), por su parte, reconstruye la norma ampliando sus supuestos, aunque reconoce su concisión. Estas lecturas, lejos de deslegitimar el artículo 106 de la LGS, exigen depurarlo interpretativamente mientras el legislador decide si adopta un modelo con excepciones.

Nuestra lectura del artículo 106 es, a la vez, funcional y garantista. Es funcional porque se concentra en el efecto económico real y en el “para qué” de las operaciones; es decir, su finalidad y no en su ropaje formal. Es garantista porque prioriza la protección de los accionistas minoritarios y de los acreedores de la compañía objetivo, que constituyen el espíritu central de la norma. La integridad del capital, la igualdad de trato de los accionistas y la neutralidad de la administración son instrumentos al servicio de esa finalidad protectora. Con esa brújula, el artículo 106 no prohíbe el apalancamiento ni la innovación, sino prohíbe que la sociedad sea el vehículo que financie su propia compra en perjuicio de minoritarios y acreedores. Si se evita ese resultado y se protegen adecuadamente los intereses de estos grupos, la creatividad estructural, a nuestro parecer, tiene cabida legítima bajo el marco legal vigente. A la luz de la doctrina y de una lectura pro-mercado y coherente del artículo 106 de la LGS, no corresponde demonizar el apalancamiento ni la técnica contractual, sino corresponde asegurar que la sociedad no sea el caballo de Troya de su propia adquisición ni que se utilicen estructuras que perjudiquen a los accionistas minoritarios y acreedores.

CAPÍTULO III: LBO EN EL PERÚ: VALIDEZ, RIESGOS Y LECCIONES PRÁCTICAS

3.1. Análisis de validez de las operaciones de LBO bajo la actual regulación peruana y revisión de estructuras válidas y comprobadas

La pregunta central de esta investigación es si en el Perú pueden realizarse válidamente operaciones de LBO, pese a la prohibición de asistencia financiera del artículo 106 de la LGS. En concreto, la respuesta es afirmativa, aunque requiere ciertos matices. Desde una interpretación funcional de la norma -que atiende a su finalidad protectora y no solo a su tenor literal-, un LBO podría considerarse válido cuando su diseño responde a una lógica económica y financiera y cuando los intereses de los minoritarios y de los acreedores permanecen indemnes o, en su caso, cuentan con consentimiento informado y mecanismos eficaces de tutela. Es cierto que el artículo 106 de la LGS no establece expresamente "tests" o criterios de excepción que permitan validar operaciones de LBO; sin embargo, esta ausencia normativa no impide que la doctrina y la práctica construyan parámetros interpretativos a partir de la *ratio legis* de la prohibición. La interpretación funcional no extiende la norma a supuestos no tipificados, sino que la aplica conforme a su finalidad protectora real.

Como se desarrolló en el capítulo anterior, el carácter imperativo de una norma no predetermina su técnica de aplicación ni excluye la necesidad de interpretar su alcance conforme a su finalidad. Esta perspectiva no desconoce la prohibición del artículo 106 de la LGS; por el contrario, la sitúa en su función de resguardo y la interpreta conforme a su tenor y finalidad, evitando su extensión por analogía e impidiendo, a la vez, atajos que configuren fraude a la ley. Esta línea de opinión cuenta con respaldo de Hernández y Carrión (2015), así como de López (2004) y Echaíz (2017).

La licitud de un LBO depende de su estructura concreta y del cuidado puesto en preservar el interés social y proteger a quienes podrían verse afectados. Sobre ese cimiento se construye el análisis y la revisión de estructuras válidas y comprobadas en nuestro entorno transaccional.

Como ya desarrollamos, la redacción del artículo 106 de la LGS prohíbe cuatro conductas: préstamos y garantías para adquirir acciones de propia emisión, y préstamos o garantías respaldados por las propias acciones de la sociedad. Esta técnica legislativa ha sido reconstruida de modo constante por la doctrina peruana, con énfasis en que se trata de una norma breve y de redacción compleja, lo que exige una interpretación funcional y sistemática orientada por su finalidad (Rossi, 2018). A nuestro parecer, la forma en la que está redactada la norma obliga a evaluar cada operación como un conjunto de actos conectados por su racionalidad económica, y no como piezas aisladas que podrían ocultar una asistencia encubierta.

En el plano conceptual, tanto la literatura de M&A como la doctrina societaria reconocen que el propósito del artículo 106 de la LGS es impedir que el patrimonio social sea el combustible de su propia adquisición, y que se distorsione la neutralidad del órgano de administración y la igualdad de trato entre accionistas. Esta finalidad se traduce en proteger capital, acreedores y minoritarios, sin constituir necesariamente un veto general a los LBO (López, 2004). Estas formulaciones no deben confundirse con el criterio operativo de aplicación de la norma. Una cosa es identificar los bienes jurídicos que la prohibición busca tutelar, como la integridad patrimonial, igualdad de trato, interés social, y otra muy distinta es concluir que cualquier operación vinculada a una adquisición apalancada vulnera automáticamente dichos bienes. La finalidad protectora del artículo 106 de la LGS se concreta, en términos funcionales, en evitar perjuicios materiales a acreedores y minoritarios. Por tanto, el análisis debe centrarse en si la estructura específica genera tal afectación.

Una lectura estricta pero razonable de la norma no desconoce su carácter imperativo, aunque destaca que las disposiciones restrictivas no se extienden por analogía a supuestos no previstos, salvo cuando medie fraude a la ley. La experiencia comparada sugiere, además, que el *test* decisivo se ubica en el nexo causal, pues existe asistencia prohibida cuando la sociedad provee un apoyo económico que contribuye de forma verificable a la adquisición de sus propias acciones y traslada a la sociedad el costo o riesgo de esa compra (Echaíz, 2017; Forno, 2020). En otras palabras, el análisis gira sobre la causalidad económica y sobre quién asume, en última instancia, el peligro de la operación.

En esa línea, la doctrina nacional ha sostenido que la prohibición protege intereses legítimos y no elimina *per se* la posibilidad de un LBO. Esta tesis, con la que coincidimos, admite LBO válidos cuando el diseño evita la autofinanciación y preserva el interés social con salvaguardas eficaces para los *stakeholders* (Hernández y Carrión, 2015). De ahí que la documentación del caso de negocio y de los mecanismos de protección cumpla un rol probatorio central.

Como ya hemos desarrollado, la prohibición de asistencia financiera contenida en el artículo 106 de la LGS tiene como objetivo principal proteger los intereses de los accionistas minoritarios y acreedores de la compañía objetivo. En ese sentido, para que opere la asistencia financiera prohibida, debe existir un claro perjuicio a los intereses de ambos grupos. Sin embargo, cuando dichos grupos de interés no existen o sus derechos se encuentran debidamente resguardados, la prohibición carece de fundamento funcional que la sustente. Desde la perspectiva de los accionistas minoritarios, si el LBO se concreta respecto del 100% del accionariado de la compañía objetivo, entonces no resulta factible que exista un interés lesionado respecto de accionistas minoritarios, pues en este supuesto, no existirían tales minoritarios. Esta interpretación encuentra respaldo en el célebre Informe Jenkins de 1962 desarrollado por López (2004, p.38), el cual expresamente señaló: *“el peligro involucrado en permitir que una compañía otorgue asistencia financiera para la adquisición de sus propias acciones es que sus acreedores y accionistas minoritarios puedan verse perjudicados. Cuando no existen acreedores ni accionistas minoritarios no existe tal peligro”*.

En la misma línea argumentativa, aun cuando existan accionistas minoritarios o acreedores, si estos prestan su consentimiento expreso para la operación de LBO, no se generaría perjuicio alguno que justifique la aplicación de la prohibición. En la práctica peruana, los términos de la transacción son negociados con los minoritarios de la compañía objetivo precisamente para evitar impugnaciones posteriores. Esto responde a una lógica elemental: ¿por qué se va a prohibir algo si los posibles afectados aceptan los términos de la operación?

En aquellos casos en que no sea posible obtener el 100% de las acciones o el consentimiento unánime de los accionistas minoritarios, existen mecanismos alternativos para proteger sus intereses y, consecuentemente, legitimar la operación de LBO. Una forma

de proteger y compensar los intereses de los accionistas minoritarios es mediante el otorgamiento de compensaciones económicas complementarias, rebalanceos accionarios o cualquier otra medida similar que busque el mismo efecto, esto es, no afectar económicamente al accionista minoritario (Hernández y Carrión, 2015). Respecto de los acreedores, un modo de proceder primario es verificar si se perjudica a los acreedores principales en términos reales, pues podría ser el caso que no y no requerirse medida especial alguna; o en caso exista un perjuicio, se podrá acordar de manera unilateral la constitución de garantías específicas, *cuentas escrow*, fideicomisos o cualquier estructura similar que proteja los intereses de los acreedores (Hernández y Carrión, 2015). Así, mediante estos mecanismos de tutela, los intereses que la prohibición de asistencia financiera busca proteger quedan debidamente resguardados sin necesidad de aplicar una prohibición absoluta.

Lo expuesto en los párrafos precedentes se sustenta en una interpretación funcional de la prohibición de asistencia financiera. Al respecto, la doctrina ha señalado que la prohibición no es una prohibición de resultado, sino una prohibición finalista; esto es, no se prohíbe por tener un determinado resultado no deseado por el legislador, sino porque dicho negocio tenga una finalidad de favor que perjudique a los intereses tutelados. En consecuencia, los LBO no están prohibidos *per se* en nuestra legislación, pero deben estructurarse de forma que no atenten contra la integridad del capital social de la sociedad objetivo y, en consecuencia, se garantice debidamente la protección de los intereses de socios y terceros acreedores, para poder hablar de un negocio completamente válido y eficaz. Lo relevante no es la estructura en sí misma ni el mero resultado de la operación, sino si existe un perjuicio real a los intereses tutelados por la norma.

3.2. Criterios de validez

Una vez entendida la lógica de la regulación del artículo 106 de la LGS, recogemos de la doctrina local que un LBO será válido si el conjunto de los actos transaccionales supera tres pruebas. La primera consiste en demostrar la ausencia de asistencia directa o encubierta, lo que exige que los recursos y garantías provengan de terceros y se mantenga aislada a la compañía objetivo hasta que culmine la adquisición. La segunda exige un interés social verificable, debidamente documentado por el directorio y la junta, que

muestre racionalidad económica y de gobierno corporativo. La tercera demanda salvaguardas *ex ante* y *ex post* para minoritarios y acreedores, con especial atención a sus derechos de información, oposición y separación, así como a la solvencia y capacidad de repago (Hernández y Escribens, 2007; Forno, 2020). Sobre este último punto una guía útil es preguntarse si la compañía objetivo podría continuar operando razonablemente aun cuando los flujos esperados se retrasen, sin que ello implique sacrificar capital de trabajo ni vulnerar a acreedores.

Ahora bien, la figura del fraude a la ley aparece como límite material a la creatividad estructural. No basta cumplir formalmente con la letra del artículo 106 de LGS si el diseño busca eludir su finalidad protectora y deja desprotegidos a los grupos de interés. Se debe evaluar la finalidad real de la secuencia de actos y si existe un nexo causal que convierta en aparente el andamiaje legal elegido para canalizar recursos de la propia compañía objetivo hacia su adquisición.

Es importante precisar que el fraude a la ley no constituye una extensión analógica de la norma restrictiva, sino un instituto jurídico autónomo con fundamento y requisitos propios. Mientras la analogía amplía el supuesto de hecho de una norma para abarcar casos similares no previstos, el fraude a la ley opera como un mecanismo corrector que sanciona el uso de normas de cobertura -formalmente lícitas- para alcanzar un resultado que el ordenamiento prohíbe. En ese sentido, cuando se invoca el fraude a la ley frente a una estructura de LBO, no se está “extendiendo” el artículo 106 de la LGS a supuestos no tipificados, sino verificando si la secuencia negocial, considerada en su conjunto, reproduce objetivamente el resultado prohibido: que la compañía objetivo financie o garantice su propia adquisición. Esta distinción es fundamental porque preserva la interpretación estricta de las normas restrictivas y, al mismo tiempo, reconoce la función correctora del fraude a la ley sin convertirlo en una “puerta trasera” para prohibiciones *per se*. El fraude a la ley exige, como presupuesto, que se haya alcanzado efectivamente el resultado prohibido por vías indirectas, lo cual requiere demostrar el nexo causal y la ausencia de una racionalidad económica autónoma que justifique la estructura elegida.

Forno (2020) subraya que no todas las modalidades de LBO colisionan con el régimen vigente si se respeta la finalidad protectora y se cumplen mayorías y derechos que resguardan a los accionistas y a los acreedores. Este enfoque también dialoga con la

interpretación no analógica de las normas restrictivas. Cuando la asistencia no encaja en los supuestos tipificados de la LGS y el diseño no presenta un propósito elusivo, la calificación como asistencia prohibida pierde fuerza, más aún si se adoptan mecanismos de tutela adecuados para las personas expuestas al riesgo (Echaíz, 2017; Rossi, 2018). En suma, si bien la regla es de prohibición, su aplicación al ámbito práctico exige demostrar el vínculo causal y la afectación concreta. Asimismo, coincidimos con Echaíz (2017) cuando propone un marco de excepciones regladas que permitiría ejecutar un LBO con mayor seguridad, lo que confirma que el debate no es sobre la imposibilidad técnica, sino sobre el estándar de protección (Echaíz, 2017).

3.3. Estructuras de LBOs típicas

3.3.1. LBO vía fusión

Esta estructura parte de un financiamiento contratado por la sociedad vehículo (adquirente) sin soporte alguno de la compañía objetivo y culmina, tras el cierre, con una fusión que integra negocios y flujos del adquirente y la compañía objetivo.

La validez de esta estructura descansa en tres pilares. Primero, la independencia del financiamiento respecto de la compañía objetivo, pues la prohibición del artículo 106 recae sobre préstamos o garantías de la propia compañía objetivo para adquirir sus acciones y no sobre reorganizaciones posteriores con causa autónoma (Echaíz, 2017; Hernández y Carrión, 2015). Segundo, la justificación económica de la fusión en términos de eficiencia operativa, reducción de costos de agencia y simplificación societaria, factores que permiten rechazar una imputación automática de fraude a la ley (Hernández y Escribens, 2007). Tercero, el respeto de las salvaguardas legales de acreedores y minoritarios, que incluye la información suficiente, mayorías calificadas y el derecho de oposición, lo que muestra que el diseño no instrumentaliza a la compañía objetivo como fuente del precio (Ferrero y Guarniz, 2015).

El punto crítico es el nexo causal. Si la fusión se utiliza como atajo para que la compañía objetivo asuma de facto el precio o garantice la deuda de adquisición, surgiría la calificación prohibida. Si, en cambio, la fusión responde a un plan de integración y a un

caso de negocio verificable, la coexistencia de deuda y flujos en la entidad resultante no convierte retroactivamente a la compañía objetivo en financiadora de su compra (Rossi, 2018). La documentación debe enfatizar el origen externo del crédito, la ausencia de garantías de la compañía objetivo antes del cierre y las sinergias económicas que justifican la reorganización (Echaíz, 2017).

La prohibición sanciona la asistencia de la compañía objetivo a la adquisición de sus acciones, no la reorganización posterior que, por razones de eficiencia, consolida negocios una vez perfeccionada la compra con fondos de terceros. Mientras la compañía objetivo no haya prestado ni garantizado el precio, y la fusión posea causa económica acreditada, no existe el nexo causal entre apoyo de la compañía objetivo y adquisición que exige el artículo 106 para activar la ilicitud.

Vale la pena destacar que el eventual “*debt pushdown*” que resulta de la fusión es un efecto societario ulterior sometido a controles de oposición y solvencia, no una asistencia *ex ante* a la compra (Hernández y Escribens, 2007; Ferrero y Guarniz, 2015).

La financiación debe cerrarse íntegramente a nivel del adquirente con terceros. No pueden existir garantías ni prendas de activos o acciones de la compañía objetivo previas al cierre. La fusión debe justificarse en documentos de negocio independientes de la deuda de adquisición; y se deben activar los mecanismos de tutela de acreedores y minoritarios, incluyendo análisis de solvencia postfusión y políticas de dividendos prudentiales (Hernández y Carrión, 2015; Ferrero y Guarniz, 2015).

Ahora bien, cabe la pregunta, si la compañía adquirente (normalmente denominada *newco*) es un “casarón” que solo tomó deuda para comprar las acciones de la compañía objetivo, ¿cómo se justificaría la racionalidad de una fusión post cierre sin caer en un supuesto de fraude a la ley para evitar la regulación de la asistencia financiera en el Perú? La respuesta no se construye sobre lo que “tiene” la *newco*, sino sobre lo que el grupo comprador resultante gana con la integración y, sobre todo, sobre la inexistencia de nexo causal entre la compañía objetivo y el financiamiento de su propia adquisición.

Un argumento central que respalda la licitud de la fusión posterior a adquisición apalancada radica en que el propio régimen de fusión contempla mecanismos específicos

de protección para los grupos de interés potencialmente afectados: el derecho de separación para los accionistas minoritarios y el derecho de oposición para los acreedores.

El artículo 356 de la LGS establece que el acuerdo de fusión concede a los socios y accionistas de las sociedades que se fusionan el derecho de separación regulado por el artículo 200 de la misma ley. Este derecho constituye una institución que preserva a los accionistas minoritarios frente a determinados acuerdos de modificaciones societarias que entrañan cambios excepcionales y drásticos en la estructura de la sociedad, poniéndolos en una situación difícil que era totalmente imprevisible al momento en que decidieron formar parte de la sociedad. Como señala Elías Laroza (2008), el derecho de separación es una excepción al principio de mando de las mayorías en la junta general de accionistas, cuya finalidad principal es proteger a los minoritarios ante acuerdos trascendentales de la mayoría que modifican reglas básicas de la sociedad, de forma tal que resulte arbitrario obligarlos a permanecer como socios.

En el contexto de un LBO, este mecanismo resulta particularmente relevante para los accionistas minoritarios que no participaron en la operación de adquisición y que podrían verse afectados por la fusión posterior. Conforme al procedimiento establecido en el artículo 200 de la LGS, 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.

En cuanto a la valorización de las acciones para el reembolso, si las acciones tienen cotización en Bolsa, se reembolsarán al valor de su cotización media ponderada del último semestre; si no tuvieran cotización, al valor en libros al último día del mes anterior al de la fecha del ejercicio del derecho de separación, que resulta de dividir el patrimonio neto entre el número total de acciones. La sociedad debe efectuar el reembolso en un plazo que no exceda de dos meses contados a partir de la fecha del ejercicio del derecho de separación, pagando además los intereses compensatorios devengados entre la fecha del ejercicio y el día del pago. Cabe señalar que existe discusión respecto a si el valor en libros constituye realmente un precio justo para las acciones en estos casos, especialmente cuando dicho valor no refleja adecuadamente el valor real de la compañía. Para estos supuestos, resulta recomendable evaluar el empleo de otros métodos de valorización, tales como el flujo de

caja descontado, el valor de mercado o múltiplos comparables, que se encuentren más alineados con el valor real de la acción, a fin de evitar posibles impugnaciones por parte de los accionistas minoritarios que consideren que el valor en libros no representa una compensación equitativa.

Adicionalmente, el artículo 347 de la LGS prevé que, en el marco de la fusión, las partes pueden acordar otorgar compensaciones complementarias a los accionistas minoritarios. Estas compensaciones tendrían como finalidad compensar a los minoritarios por el hecho de que la compañía objetivo ha asumido un pasivo que beneficia al accionista controlador, y podrían servir como incentivo para que participen en la junta general de accionistas y voten a favor del proyecto de fusión.

Por otro lado, el artículo 359 de la LGS otorga a los acreedores de cualquiera de las sociedades participantes el derecho de oponerse a la fusión si consideran que a raíz de ella su crédito no se encontrará debidamente garantizado. Este derecho se regula conforme a lo dispuesto en el artículo 219 de la LGS. Como explica Elías Laroza (2008), este derecho tiene especial aplicación en las fusiones, desde que se trata de operaciones en las que los patrimonios de las sociedades participantes se transmiten en bloque y a título universal, sin necesidad de notificación o acuerdo previo con los acreedores de las sociedades que se extinguen. El derecho de oposición reemplaza entonces a esa carencia, permitiendo que los acreedores puedan considerar si el patrimonio de la sociedad fusionada es menos sólido que el de la sociedad contra la que detentaban originalmente su crédito.

El ejercicio del derecho de oposición caduca en el plazo de treinta días de la fecha de la última publicación de los avisos referidos en la norma. La oposición se tramita por el proceso sumarísimo, siendo posible obtener la suspensión del acuerdo mediante una medida cautelar dictada por el juez.

En el contexto específico de un LBO, Hernández y Carrión (2015) señalan que, respecto a los acreedores de la compañía objetivo que pudiesen sentir que el repago oportuno de sus créditos se vería afectado por la fusión, podrán ejercer su derecho de oposición. No obstante, si se llega al convencimiento de que no se perjudicarían sus intereses o, alternativamente, se cubren correctamente sus intereses mediante garantías específicas,

cuentas escrow, fideicomisos o cualquier estructura similar, se desincentivaría a los acreedores para que ejerzan este derecho.

Ahora bien, la doctrina se encuentra dividida respecto a si los mecanismos de tutela que ofrece el régimen de fusión resultan suficientes para proteger a los accionistas minoritarios y acreedores en el contexto de un LBO, de manera que se justifique la licitud de la operación.

Un sector doctrinal (López, 2004), seguido por la jurisprudencia italiana en el caso *Farmitalia* (Tribunal Civil de Milán, 1992), sostiene que la fusión empleada como medio para implementar un LBO no constituye una violación de la prohibición de asistencia financiera, precisamente porque el contexto de la fusión brinda tutelas razonables para accionistas minoritarios y acreedores sin que se frustre *a priori* la operación. El Tribunal efectuó un recuento específico de todos aquellos instrumentos puestos a disposición de los accionistas y acreedores de la sociedad para poder resguardar sus intereses ante casos de fusión, tales como los derechos de oposición, separación y/o impugnación.

La experiencia española ofrece un referente relevante. Según De Vivero (2024), hasta la introducción del derogado artículo 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales, la asistencia financiera sobrevenida era fuertemente discutida por la doctrina, planteándose si las fusiones apalancadas (*forward merger LBO*) constituían una violación de la prohibición en fraude de ley. Diversos autores entendieron que los forward merger LBO no violaban la interdicción de asistencia financiera, ya que los fundamentos de dicha prohibición (la protección a los accionistas y acreedores) estaban salvaguardados por el derecho de impugnación de los accionistas a la fusión y el derecho de oposición de los acreedores a la misma.

Sin embargo, otro sector de la doctrina cuestiona la suficiencia de estos mecanismos. Forno (2020) señala que no coincide con la posición italiana, argumentando que el derecho de separación se confiere al accionista cuando no está conforme con ciertas decisiones, sin perjuicio de que ellas sean decisiones que no trasgreden los intereses tutelados por el ordenamiento corporativo; es como una especie de salvavidas que el ordenamiento arroja a los accionistas. Entendido así, no es un derecho que corresponda cuando determinado acuerdo trasgrede los intereses tutelados por el ordenamiento, pues en aquellos casos no

asiste al accionista el derecho a salirse de la sociedad, sino uno mejor, el derecho de pedir la nulidad del acuerdo. Sostiene además que, si el acto es contrario al ordenamiento jurídico, no debería obligarse al accionista que de otra forma querría permanecer en la sociedad a verse en la necesidad de separarse.

No obstante estas críticas, la posición mayoritaria reconoce que no es factible efectuar una declaración genérica *a priori* respecto a la ilicitud de las operaciones de LBO vía fusión. Para establecer que la prohibición ha sido transgredida, sería indispensable recurrir a un análisis detallado, caso por caso, que permita determinar con certeza y precisión si determinada operación de LBO vía fusión ha causado perjuicio a algún acreedor o accionista minoritario. Cuando no existan acreedores ni accionistas minoritarios, es claro que no existirá perjuicio alguno. Igualmente, cuando tales sujetos tutelados hagan uso efectivo de las herramientas de protección que les confiere la ley, o cuando la fusión genere suficientes sinergias que deriven en una mayor creación de valor en beneficio de todas las partes involucradas, el riesgo implícito del LBO estaría contrarrestado.

Si bien los mecanismos del derecho de separación y del derecho de oposición no constituyen una protección absoluta, sí ofrecen salvaguardas procedimentales que, sumadas a la necesidad de aprobación por junta general, la posibilidad de impugnación de acuerdos y la exigencia de justificación económica de la fusión, configuran un sistema de tutela que permite estructurar operaciones de LBO vía fusión de manera lícita, siempre que no se vulneren materialmente los intereses de los grupos protegidos por la norma y exista una racionalidad económica detrás de la reorganización.

3.3.2. LBO vía transferencia de fondos

La transferencia de fondos desde la compañía objetivo al nivel del adquirente puede ejecutarse mediante dividendos ordinarios, distribución de utilidades a cuenta o pagos *intercompany* por bienes y servicios a valor de mercado. En la práctica, estas vías deben evaluarse de forma conjunta desde perspectivas societarias, tributarias y de precios de transferencia, asegurando siempre la documentación de sustancia y la razonabilidad económica de los flujos.

La clave es que se trate de actos societarios lícitos, desvinculados causalmente de la financiación del precio y encuadrados en las reglas de distribución y solvencia de la LGS (Echaíz, 2017). En términos analíticos, importan tres pruebas de resistencia: (i) que existan utilidades distribuibles efectivas y no meramente proyectadas; (ii) que, aun después de la distribución, la sociedad mantenga una posición de solvencia y liquidez compatibles con la continuidad del negocio; y (iii) que no exista un diseño contractual o fáctico que conecte teleológicamente el flujo con el pago del precio o el servicio inmediato de la deuda de adquisición.

Los dividendos aprobados con base en estados financieros fidedignos y con respeto de reservas legales no constituyen asistencia prohibida, siempre que no se utilicen como vehículo encubierto del pago del precio o del servicio inmediato de la deuda de adquisición (Forno, 2020).

Ahora, ¿por qué este tipo de LBO no vulneraría la regulación del artículo 106 de la LGS? La respuesta es que la distribución de utilidades es un acto propio del régimen societario que no se califica como asistencia financiera si responde a beneficios realizados y a decisiones ordinarias de gobierno, sin pactos o cronogramas diseñados para servir directamente el precio o el servicio inmediato de la deuda de adquisición (Echaíz, 2017). En otras palabras, el foco regulatorio recae en la finalidad y en los efectos: cuanto mayor sea la independencia decisional del órgano societario, la ausencia de compromisos previos con el financiador y la separación temporal respecto de los hitos de la deuda de adquisición, menor será el riesgo de re-caracterización como asistencia.

Cuando los pagos *intercompany* retribuyen prestaciones reales a condiciones de mercado, tampoco financian la adquisición y, por tanto, no encajan en los supuestos del artículo 106 (Rossi, 2018). Es crucial acreditar sustancia y verificar que los bienes o servicios existieron, que generaron un beneficio para la compañía objetivo y que el precio cumple con el principio de plena competencia, con soporte contemporáneo. La falta de sustancia o una sobrefacturación podría ser interpretada como un flujo indirecto para asistir la compra.

Se debe evitar cualquier préstamo “aguas arriba” desde la compañía objetivo a la adquirente o a los accionistas para atender el precio; subordinar las políticas de

dividendos a métricas de liquidez y solvencia; aprobar distribuciones sobre estados financieros fidedignos y con reservas legales constituidas; y documentar el interés social y la independencia de las decisiones de distribución respecto del calendario de la deuda de adquisición (Ferrero y Guarniz, 2015; Forno, 2020). Adicionalmente, ayuda mantener una gobernanza robusta (minutas del directorio que expliciten el interés social y los análisis de solvencia), evitar cronogramas de dividendos preacordados con los financiadores, cuidar que los pactos con bancos no impongan obligaciones de *upstream* de caja, y escalonar temporalmente las decisiones para disipar cualquier nexo causal con el pago del precio.

3.3.3. LBO vía liquidación

Este diseño presupone que, una vez adquirida la compañía objetivo, se adopta la liquidación por razones económicas genuinas y no como un mecanismo para canalizar caja al pago del precio de adquisición. Bajo el régimen de liquidación, se atienden primero los créditos sociales y solo el patrimonio remanente se distribuye a los accionistas, quienes podrían utilizarlo para cubrir su propia deuda de adquisición. La separación de esferas es determinante.

La compañía objetivo no presta ni garantiza la compra de sus acciones, sino que, concluido el proceso legal de liquidación, distribuye remanentes conforme a derecho, lo que la doctrina considera compatible con el artículo 106 siempre que la decisión de liquidar responda a un interés social acreditado y no se utilice como artificio (Forno, 2020; Echaíz, 2017). En la práctica, esto exige acreditar con documentación autónoma la causa económica de la liquidación, separar temporal y funcionalmente las decisiones de adquisición y de disolución, y evitar cualquier indicio de preordenación dirigido a financiar el precio con activos de la compañía objetivo.

La distribución del remanente en liquidación es la culminación de un procedimiento legal que prioriza el pago a acreedores y recién luego reconoce derechos económicos a los accionistas. No hay préstamo ni garantía de la compañía objetivo para adquirir sus acciones. Si la decisión de liquidar es autónoma y económicamente justificada, la utilización del remanente por los accionistas para sus deudas personales no convierte a

la compañía objetivo en fuente del precio (Rossi, 2018; Forno, 2020). Desde una perspectiva sustantiva, lo relevante es la inexistencia de un nexo causal directo entre la adquisición y la disposición de activos de la compañía objetivo a favor del comprador.

Acreditar la causa económica de la liquidación, cumplir rigurosamente las etapas del proceso y la prelación de pagos, garantizar transparencia frente a acreedores y minoritarios, y demostrar que el precio de adquisición se financió con recursos externos al momento del cierre, sin anticipos, préstamos ni garantías de la compañía objetivo (Echaíz, 2017; Ferrero y Guarniz, 2015). Para reforzar la posición, es recomendable documentar informes financieros independientes, registrar en actas la motivación y la evaluación de alternativas, designar un liquidador con autonomía, conservar evidencia de la trazabilidad de flujos y establecer controles de gobierno corporativo que mitiguen conflictos de interés.

3.3.4. LBO vía cesión de posición contractual

En esta modalidad, tras la adquisición, se realiza una cesión o asunción ordenada de ciertas posiciones contractuales vinculadas al financiamiento o a la operativa, con el fin de optimizar la estructura del grupo. La licitud depende de que la cesión no convierta a la compañía objetivo en deudora del crédito de adquisición ni la obligue a garantizarlo, salvo que exista causa económica independiente, beneficio corporativo demostrable y cumplimiento de salvaguardas para acreedores y accionistas (Hernández y Escribens, 2007). En nuestra opinión, este estándar exige evidencias documentales robustas del beneficio corporativo y de la causa independiente, no solo declaraciones genéricas. Si la compañía objetivo asume la deuda del comprador sin contraprestación suficiente o sin justificación operativa, el nexo causal con la adquisición emergente podría llevar a calificar la operación como asistencia prohibida (Echaíz, 2017). Como ya hemos desarrollado, este suele ser el punto de mayor escrutinio y conviene anticipar argumentos de sustancia económica.

En la práctica, esto exige trazar una separación documental entre las obligaciones del vehículo comprador y las obligaciones operativas de la compañía objetivo, de modo que cualquier traslado de contratos responda a eficiencias operativas verificables y no a la necesidad de repago del precio. Criterios como equivalencia de prestaciones,

valoración independiente y trazabilidad del flujo de beneficios ayudan a demostrar la ausencia de asistencia financiera.

La cesión de contratos operativos o la asunción de obligaciones funcionales al negocio, ejecutadas a valor de mercado y con beneficio corporativo comprobable, no financian el precio de compra ni lo garantizan; se trata de decisiones de organización corporativa postadquisición que, por su causa económica, quedan fuera del supuesto de asistencia prohibida (Rossi, 2018). La clave probatoria es mostrar que la lógica de negocio es autónoma del repago del precio. En cambio, la cesión de la posición deudora del crédito de adquisición a la compañía objetivo, sin contraprestación equivalente y sin beneficio para la sociedad, revela el nexo causal proscrito (Echaíz, 2017). Un test operativo consiste en preguntarse si, de no haber existido la adquisición, la compañía objetivo habría adoptado la misma decisión en iguales condiciones. Si la respuesta es afirmativa, la causalidad con el financiamiento del precio se debilita; si es negativa, el riesgo de infracción aumenta.

Para que este supuesto no califique como asistencia financiera es recomendable mantener en la *holding* la deuda de adquisición, admitir cesiones a la compañía objetivo solo si existe beneficio corporativo demostrable y equivalente, obtener aprobaciones societarias informadas y, cuando corresponda, consentimientos de acreedores, y respaldar con informes de valoración la razonabilidad económica de las cesiones (Hernández y Escribens, 2007). Sugerimos además calendarizar hitos y responsables para asegurar trazabilidad y cumplimiento continuo.

3.3.5. LBO vía refinanciamiento de deuda a nivel de grupo

En esta modalidad, una vez perfeccionada la adquisición de la compañía objetivo con financiamiento externo, el grupo resultante contrata un nuevo crédito a nivel consolidado que refinancia tanto la deuda de adquisición de la adquirente como la deuda operativa preexistente de la compañía objetivo. El resultado es una única facilidad crediticia a nivel de grupo, con condiciones unificadas y, frecuentemente, con mejores términos que las deudas originales al aprovechar la capacidad crediticia combinada.

La lógica económica de esta estructura radica en la optimización financiera. El refinanciamiento a nivel de grupo puede reducir el costo promedio ponderado de la deuda, simplificar la administración de obligaciones financieras, eliminar duplicidades de garantías y *covenants*, y mejorar los plazos de amortización. Estas eficiencias constituyen un beneficio corporativo verificable que distingue la operación de un simple traslado del costo de adquisición a la compañía objetivo.

Desde la perspectiva del artículo 106 de la LGS, esta estructura debe analizarse con especial cuidado. La clave está en que la compañía objetivo no haya prestado ni garantizado el precio de adquisición al momento del cierre, y que el refinanciamiento posterior responda a una racionalidad financiera autónoma y no a un diseño preordenado para eludir la prohibición. El hecho de que la compañía objetivo participe del nuevo crédito grupal no constituye per se asistencia prohibida si: (i) la deuda de adquisición ya fue atendida por el adquirente con recursos propios o de terceros hasta el momento del refinanciamiento; (ii) el refinanciamiento genera un beneficio corporativo demostrable para la compañía objetivo, como menores tasas, plazos más favorables o liberación de garantías; y (iii) se respetan los derechos de acreedores y minoritarios, con información adecuada y aprobaciones societarias correspondientes.

Un aspecto crítico es la separación temporal y funcional entre la adquisición y el refinanciamiento. Si el nuevo crédito se contrata simultáneamente con el cierre de la adquisición y la compañía objetivo asume desde el inicio parte de la deuda destinada a pagar el precio, el nexo causal con la adquisición se hace evidente y la estructura podría calificarse como asistencia prohibida. En cambio, si el refinanciamiento ocurre con posterioridad al cierre, responde a condiciones de mercado favorables o a necesidades operativas del grupo, y la compañía objetivo participa en términos que le reportan un beneficio propio, la causalidad con la adquisición se diluye y la estructura adquiere legitimidad (Forno, 2020; Echaíz, 2017).

3.4. Consideraciones y buenas prácticas

Una arquitectura sólida incorpora varias capas de protección. Resulta recomendable recabar opinión de valoración independiente y *fairness opinion* cuando sea pertinente, y

dejar constancia de la deliberación del directorio acerca del interés social respecto a la estructura planteada, y cualquier acto ulterior vinculado a la transacción, así como de los riesgos y mitigaciones.

La junta debe aprobar con quórums adecuados y con pleno *disclosure* de potenciales conflictos, además de activar derechos de oposición y separación cuando la ley lo demande (Ferrero y Guarniz, 2015; Tuesta, 2023). En la práctica, esto exige un proceso de decisión verificable, con cronologías de deliberación, matrices de riesgos y de conflictos, y participación documentada de asesores externos verdaderamente independientes; así, el estándar de diligencia y lealtad se acredita *ex ante* y se defiende *ex post* frente a terceros o autoridades que puedan cuestionar la operación.

En cuanto a lo financiero y contractual, conviene pactar *covenants* en el préstamo que preserven liquidez y solvencia, y condicionen la distribución de utilidades al cumplimiento de métricas prudenciales. De esta forma, la estructura muestra que el objetivo no es que la compañía objetivo se convierta en un vehículo de autofinanciación, sino que el repago se produce dentro de márgenes de prudencia societaria compatibles con el artículo 106 de la LGS (Tuesta, 2023).

En la práctica, estos *covenants* se negocian y se pactan primordialmente en el contrato de financiamiento entre el prestatario del LBO (típicamente la *newco* del comprador) y los prestamistas, y forman parte del set de obligaciones financieras y operativas que rigen el desembolso, el mantenimiento del crédito y los supuestos de incumplimiento. Además, suele reforzarse el marco de restricciones y salvaguardas en otros documentos de la transacción como el contrato de compraventa de acciones donde se incluyen obligaciones de no hacer pre-cierre (por ejemplo, no declarar dividendos ni alterar la estructura financiera de la *target*) para proteger la viabilidad financiera; y los acuerdos parasocietarios entre el nuevo accionista y los minoritarios establecen reglas de gobierno y coordinación para facilitar la ejecución ordenada (p. ej., aprobaciones posteriores, eventuales reorganizaciones), todo consistente con los límites de solvencia y liquidez.

Es usual que en los contratos de préstamos se incluyan *covenants* financieros típicos de LBO (coberturas, endeudamiento, *negative pledge*, *cross-default*, *standstill*, escalones de subordinación, entre otros) y cláusulas operativas orientadas a preservar la caja y la

posición patrimonial mientras se integra la estructura, todo adaptado a la finalidad de adquisición.

Asimismo, es buena práctica que se añadan restricciones a distribución de utilidades sujetándolas a métricas prudenciales de liquidez y solvencia, lo que exhibe que la prioridad es la continuidad y salud financiera de la sociedad, no el servicio inmediato de la deuda del comprador con recursos de la compañía objetivo. La función de estos *covenants* es demostrar, documentar y hacer exigible que cualquier *upstream* de caja desde la compañía objetivo ocurra solo si existe capacidad real de reparto y sin crear un nexo causal con el pago del precio o el servicio inmediato de la deuda de adquisición, resguardando a acreedores y minoritarios y la compatibilidad con el artículo 106 LGS.

Este enfoque coincide con la lectura funcional aceptada en la doctrina peruana. No se prohíbe el apalancamiento *per se*, sino trasladar a la compañía objetivo el costo de su propia adquisición sin una justificación económico-financiera razonable; los *covenants* y la gobernanza documentada son piezas clave para mostrar que no hay “asistencia” y que acreedores y minoritarios quedan protegidos.

Ahora bien, en cuanto al riesgo regulatorio, la escasez de jurisprudencia exige una disciplina excepcional en la trazabilidad del expediente decisorio y en la coherencia entre la racionalidad económica y la secuencia legal elegida. Esta ausencia refuerza la importancia de una reforma que brinde lineamientos claros (Echaíz, 2017). Mientras ello ocurre, la mitigación depende de una narrativa económica consistente, la justificación explícita del interés social en cada hito y la conservación de evidencia que permita reconstruir la lógica del diseño, de modo que el escrutinio posterior encuentre correspondencia entre decisiones, riesgos y medidas compensatorias.

Como hemos destacado, a la luz del artículo 106 LGS, los LBO pueden realizarse válidamente en el Perú cuando el diseño evita que la compañía objetivo financie su propia adquisición, rompe el nexo causal entre asistencia y compra, acredita un interés social sustantivo y activa salvaguardas para los grupos tutelados. Las estructuras aquí revisadas, centradas en la fusión posterior a la adquisición, la transferencia lícita de fondos, la cesión de posición contractual con causa económica y la liquidación con distribución de remanente, muestran que el marco vigente admite soluciones eficientes y seguras cuando

se opera con disciplina jurídica y prudencia financiera. La práctica y la doctrina confirman esta lectura, al tiempo que reclaman mejoras regulatorias que ofrezcan certeza y eleven los estándares de protección (Hernández y Carrión, 2015; Echaíz, 2017). En términos operativos, la ejecución exitosa exige condiciones precedentes claras, cláusulas de suspensión ante desvíos de métricas críticas, monitoreo poscierre de liquidez y solvencia y comunicación transparente con acreedores y demás interesados, de forma que el cumplimiento del artículo 106 de la LGS sea verificable a lo largo de todo el ciclo de la transacción.

3.5. Consecuencias de incumplir la prohibición de asistencia financiera del artículo 106 de la LGS

La infracción del artículo 106 de la LGS proyecta efectos en varios planos que analizaremos a continuación: la responsabilidad de administradores y el debate sobre la eventual invalidez de actos y acuerdos. Estas consecuencias generan costos y fricciones económicas que impactan la financiación de adquisiciones y, en particular, los LBO.

A continuación, realizaremos el análisis de las consecuencias jurídicas y económicas de trasgredir la regulación del artículo 106 de la LGS, exponiendo nuestra posición y el debate doctrinario existente.

3.5.1. Responsabilidad de administradores: alcance, presupuesto y vías de exigencia

El punto de partida es textual. El artículo 106 de la LGS culmina con “*bajo responsabilidad del directorio*”, lo que activa el régimen general del artículo 177 de la LGS. Esto implica que los directores responden ilimitada y solidariamente frente a la sociedad, los accionistas y los terceros por daños y perjuicios causados por actos contrarios a la ley, el estatuto o realizados con dolo, abuso de facultades o negligencia grave.

La responsabilidad exige un nexo causal entre el acto o acuerdo y un daño determinado, criterio resaltado por Elías (2008) al explicar que la pretensión social de responsabilidad busca la reconstitución del patrimonio social efectivamente dañado. En

consecuencia, no basta la mera infracción formal; debe probarse el perjuicio, por ejemplo, ejecución de una garantía impropia o salida de fondos que deteriore el patrimonio.

El vehículo procesal típico es la pretensión social de responsabilidad, ejercida por la sociedad, y en supuestos excepcionales por accionistas o acreedores, con restituciones en favor de la sociedad y dentro de un plazo de caducidad de dos años desde el acto dañoso.

La doctrina aplica aquí la distinción clásica, recogida por Elías (2008), entre pretensión social y pretensión individual, subrayando que el cauce natural para sancionar al directorio por asistencia financiera es el social, salvo afectaciones directas y diferenciadas a un accionista.

La consecuencia práctica es una gobernanza más cauta. La exposición a responsabilidad incentiva a directorios, o en su defecto a los gerentes generales, a mejorar procedimientos, documentar análisis de interés social y separar la toma de decisiones en fases sensibles de la estructura, incluso adoptando salvaguardas de independencia cuando la fusión ulterior es parte del andamiaje del LBO.

3.5.2. Nulidad de los actos de asistencia financiera y de acuerdos societarios: un debate abierto

Existe un debate central respecto a si la remisión a la responsabilidad del directorio excluye la nulidad civil prevista para los actos contrarios a normas imperativas. En nuestra opinión, la consecuencia jurídica del incumplimiento del artículo 106 de la LGS se limita a la responsabilidad del directorio, sin extenderse a la nulidad del acto de asistencia financiera ni, mucho menos, a la de los demás actos de la operación de LBO en su conjunto. Esta posición, que reconocemos no es unánime en la doctrina, encuentra sustento en dos argumentos fundamentales que desarrollamos a continuación.

El primer argumento se fundamenta en el principio de conservación del acto jurídico. Conforme a este principio, el ordenamiento jurídico debe propender a preservar la validez de los actos jurídicos antes que a su destrucción. La nulidad, como remedio más gravoso, debe reservarse para aquellos supuestos en los que no exista alternativa que permita tutelar adecuadamente los intereses protegidos por la norma. En el caso del artículo

106 de la LGS, la responsabilidad del directorio constituye el mecanismo de tutela expresamente previsto por la norma para reparar los daños causados, sin necesidad de recurrir a la invalidación del acto. De este modo, se preserva la seguridad jurídica de las operaciones de LBO y se protege a los terceros que contrataron de buena fe.

Sobre este punto Torres Vásquez (2018, p. 750) señala que *“la razón del principio de la conservación del acto jurídico reside en que las partes con su celebración tienden siempre a conseguir algún resultado práctico social o económico (salvo el caso de un acto jurídico no serio) y no para que no produzca ningún resultado. De ahí que debe propenderse por la interpretación según la cual el acto produzca efectos jurídicos, antes que por aquella por la cual no tendría ningún efecto”*. Por ello, el principio de conservación del acto jurídico obliga a interpretar los actos en el sentido que produzcan efectos, no en el que los prive de ellos. En caso de duda sobre la validez de operaciones de LBO, debe preferirse la interpretación que preserve su eficacia.

En esa misma línea, Méndez (2021) sostiene que la nulidad solo debe aplicarse cuando resulta imposible conservar el negocio jurídico debido a vicios de extrema gravedad. Por ello, la aplicación del artículo V del Título Preliminar del Código Civil tiene carácter excepcional. En virtud del principio de conservación del acto jurídico, la nulidad debe entenderse como un remedio de *ultima ratio*, no como regla general.

Esta interpretación encuentra sustento normativo en el artículo 219, inciso 8 del Código Civil, que establece la nulidad del acto jurídico en el caso del artículo V del Título Preliminar, *“salvo que la ley establezca una sanción distinta”*. Este matiz normativo resulta determinante para el análisis de las consecuencias derivadas de contravenir la prohibición de asistencia financiera. Al respecto, Ferrero y Guarniz (2015, p. 267) sostienen que *“a pesar de [que] la declaración de nulidad que realiza el artículo V del Título Preliminar del Código Civil para todo acto jurídico que sea contrario a una norma imperativa (norma general), es posible que en un determinado caso concreto, una norma como el mismo artículo 106 de la Ley General de Sociedades, le otorgue a su infracción una consecuencia distinta de la nulidad (norma especial)”*. Esta posición se refuerza con el principio de especialidad normativa, según el cual la *lex specialis* prevalece sobre la *lex generalis*.

El segundo argumento radica en que las normas imperativas no pueden interpretarse de forma extensiva, y la LGS ya establece expresamente una consecuencia jurídica específica para la infracción. En efecto, el artículo 106 de la LGS culmina con la frase “*bajo responsabilidad del directorio*”, lo que constituye una remisión expresa al régimen de responsabilidad de los administradores previsto en el artículo 177 de la LGS. De este modo, la referencia expresa a la responsabilidad del directorio al final del artículo 106 de la LGS no constituye una mera descripción accesorio, sino que representa la sanción específica elegida por el legislador peruano para los supuestos de contravención de la prohibición de asistencia financiera.

Al respecto, Rubio Correa (2009) sostiene que la interpretación restrictiva se aplica, sobre todo, a las normas especiales y a las normas prohibitivas. Este criterio metodológico resulta directamente aplicable al análisis del artículo 106 de la LGS, en tanto constituye una norma imperativa de carácter prohibitivo. Esta posición encuentra respaldo adicional en la premisa de que, como señala Rubio Correa (2009, pp. 99-100), las normas imperativas se caracterizan por ser aquellas que “*debe[n] ser necesariamente cumplida[s] por los sujetos, sin que exista la posibilidad lógico-jurídica contraria*”, distinguiéndose por su “*vocación normativa, la norma quiere disponer sin admitir voluntad contraria*”.

Por tanto, interpretar que, además de la responsabilidad expresamente prevista, procede también la nulidad, implicaría extender los efectos de una norma prohibitiva más allá de lo que su texto autoriza, contraviniendo el principio de interpretación restrictiva de las normas que limitan derechos, lo cual se encuentra contemplado en el Artículo IV del Título Preliminar del Código Civil².

Por otra parte, desde una perspectiva práctica y de mercado, la posición que sostenemos cobra especial relevancia en el contexto de las operaciones de LBO. La declaración de nulidad de los actos de asistencia financiera podría poner en peligro la seguridad jurídica de la operación en su totalidad y, lo que es más grave, de futuras operaciones de adquisición apalancada en el Perú. En efecto, si los bancos y financiadores perciben que las garantías constituidas a su favor están sujetas a ser declaradas nulas por

² **Aplicación analógica de la ley**

Artículo IV.-

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

contravención al artículo 106 de la LGS, difícilmente estarán dispuestos a financiar operaciones de LBO, pues el riesgo de quedarse sin garantías convertiría el negocio en económicamente inviable. Esta perspectiva no es menor. Las operaciones de LBO constituyen un vehículo fundamental para la dinamización del mercado de M&A, la profesionalización de empresas y el acceso a capital, por lo que un régimen jurídico que las desincentive mediante consecuencias desproporcionadas terminaría perjudicando al propio mercado y a la economía en general.

No obstante lo anterior, es preciso reconocer que existe una posición doctrinaria contraria que merece ser expuesta y analizada. Forno (2020) plantea que, por regla, el acto de asistencia financiera prohibida es nulo conforme al artículo V del Título Preliminar y al artículo 219 incisos 4 y 8 del Código Civil, al ser contrario a norma imperativa o por fin ilícito, salvo que una ley especial prevea sanción diversa aplicable al acto mismo, lo que en su lectura no ocurre con la mera responsabilidad de administradores. Bajo esta interpretación, la frase “*bajo responsabilidad del directorio*” del artículo 106 de la LGS sería un mero recordatorio del régimen general de responsabilidad de los administradores, no un sustituto de la sanción civil del acto contrario a derecho. En otras palabras, para esta posición, la responsabilidad del directorio y la nulidad del acto serían consecuencias concurrentes, no excluyentes.

En la misma línea, Echaíz (2017) coincide en que, además de la responsabilidad del directorio, procederían la impugnación y la nulidad de acuerdos contrarios a ley cuando la asistencia se aprobó por junta, con la consecuencia de dejar sin efecto el acuerdo y sus actos de ejecución, incluida la liberación de garantías constituidas por la sociedad. Esta lectura busca alinear remedios societarios con tutela patrimonial, sin sacrificar la distinción entre la asistencia y la compraventa de acciones subyacente.

Respecto a la posición de Forno sobre el fin ilícito y la norma contraria al orden público como fundamento de la nulidad, consideramos que este argumento presenta debilidades significativas. El fin ilícito, como causal de nulidad prevista en el artículo 219 inciso 4 del Código Civil, exige que las partes persigan un propósito contrario al ordenamiento jurídico. Sin embargo, en muchas operaciones de LBO, las partes actúan de buena fe buscando estructurar una operación económicamente eficiente, sin la intención deliberada de contravenir la prohibición. Del mismo modo, sostener que toda infracción al

artículo 106 de la LGS constituye una contravención al orden público resulta excesivo, pues el orden público, como categoría jurídica, se reserva para aquellas normas que tutelan intereses fundamentales de la sociedad en su conjunto, y no para cualquier norma imperativa del derecho societario. La prohibición de asistencia financiera, si bien protege intereses legítimos de minoritarios y acreedores, no alcanza la jerarquía de norma de orden público que justifique la nulidad automática de cualquier acto que la contravenga.

Ferrero y Guarniz (2015), por su parte, sostienen una posición más cercana a la nuestra. Estos autores afirman que el artículo 106 de la LGS constituye una norma imperativa “especial” con consecuencia propia (la responsabilidad civil del directorio), de modo que su incumplimiento generaría un efecto diferente al de la nulidad. Esta lectura encuentra sustento en la técnica legislativa empleada: el legislador, al prever expresamente la responsabilidad del directorio como consecuencia, habría optado conscientemente por una sanción diferente y menos gravosa que la nulidad. No se trata de que el silencio de la norma excluya la nulidad, sino de que la norma no guarda silencio, pues expresamente prevé una consecuencia específica.

Ahora bien, cabe preguntarnos si la compraventa de acciones y los contratos conexos de la transacción se verían afectados bajo cualquiera de las posiciones. Aquí existe mayor consenso doctrinario en distinguir entre la eventual patología del acto de asistencia y la validez *prima facie* de la adquisición, salvo supuestos de mala fe. En España, por ejemplo, la doctrina mayoritaria distingue entre el negocio asistencial y la adquisición, con extensión excepcional cuando el vendedor conoció y consintió la ilicitud en perjuicio de terceros (Echaíz, 2017; Carretero, 2008). Esta pauta comparada orienta una solución de “patología focalizada” que evita castigar al adquirente de buena fe o enredar al vendedor que desconocía la estructura.

A nuestro parecer, la consecuencia jurídica de incurrir en asistencia financiera prohibida regulada en el artículo 106 de la LGS es únicamente la responsabilidad solidaria e ilimitada del directorio, conforme al artículo 177 de la LGS. Esta posición, que no pretendemos presentar como definitiva ni exenta de debate, encuentra sustento en: (i) el principio de conservación del acto jurídico; y (ii) la interpretación restrictiva de las normas imperativas cuando estas prevén una consecuencia específica. Adicionalmente, desde una perspectiva práctica y de mercado, esta interpretación preserva la seguridad jurídica de las

operaciones de LBO y protege las legítimas expectativas de los financiadores que actúan de buena fe, sin desproteger a minoritarios y acreedores, quienes conservan la vía de la acción de responsabilidad para obtener la reparación de los daños sufridos.

En ausencia de pronunciamiento jurisprudencial definitivo y ante la escasez de desarrollo normativo específico, la prudencia aconseja que los operadores jurídicos diseñen sus estructuras de LBO de manera que eviten cualquier supuesto de asistencia financiera prohibida, independientemente de cuál sea la consecuencia jurídica que finalmente prevalezca en la doctrina y la jurisprudencia.

3.6. Riesgos que enfrentan los distintos *stakeholders* en la implementación de LBOs en Perú

La implementación de un LBO en el Perú coloca a los principales grupos de interés en una zona de tensión debido a la forma en que el apalancamiento característico del LBO traslada, directa o indirectamente, la carga de repago a la compañía objetivo. Como ya hemos desarrollado, esta tensión no implica la prohibición automática del LBO, pero sí exige un diseño y una ejecución que preserven el interés social, la racionalidad económica de la operación y la indemnidad o consentimiento informado de accionistas minoritarios y acreedores.

La evidencia comparada muestra que parte del perjuicio a minoritarios y acreedores en LBO deriva de asimetrías informativas y de reasignaciones de riesgo no compensadas; por ello, la doctrina enfatiza salvaguardas de *disclosure*, consentimiento informado y condiciones de mercado como mitigantes claves del riesgo de “transferencia de valor” (Zou, 2023; Chen y Wang, 2022). Estas medidas, junto con umbrales prudenciales de solvencia y límites a flujos extraordinarios, reducen la probabilidad de *distress* y el conflicto *ex post* (Chen y Wang, 2022).

Desde la perspectiva de los accionistas minoritarios, el principal riesgo es que el patrimonio de la compañía objetivo quede instrumentalizado para financiar su propia adquisición, generando un efecto de reducción patrimonial encubierta y eventuales diluciones sin observar las salvaguardas de la LGS (Hernández y Carrión, 2015). Un incumplimiento en el servicio de la deuda puede impactar de manera significativa a todos

los accionistas, ya que el apalancamiento puede producir una reasignación de valor en favor del adquirente si no media una justificación económica objetiva y una aprobación societaria válida. Este riesgo se agrava cuando la fusión posterior a la adquisición carece de sustento económico independiente, pues en sede judicial podría interpretarse como un intento de eludir indirectamente la prohibición, con riesgo de aplicación del principio de fraude a la ley (Hernández y Escribens, 2007).

El marco de protección a minoritarios combina, en lo sustantivo, los requisitos de racionalidad económica y ausencia de perjuicio material, y en lo procedimental, la aprobación informada en junta con quórum y mayorías reforzadas cuando corresponda, de forma similar a las garantías que acompañan reducciones de capital y fusiones en la LGS (Forno Odría, 2020). Desde un punto de vista funcional, la protección al minoritario en la regulación de la asistencia financiera en el Perú, cuando el LBO involucra el cien por ciento del capital, desaparece el supuesto de lesión a minoritarios; y cuando subsisten minoritarios, el consentimiento informado otorgado en junta elimina el núcleo del perjuicio que la norma busca evitar (Hernández y Carrión, 2015). En términos prácticos, un LBO bien estructurado deriva una exigencia de *disclosure* robusto sobre la estructura de la transacción, las fuentes y usos de fondos, el plan de repago, la razonabilidad del apalancamiento y los *covenants* financieros establecidos en el préstamo, a fin de acreditar que la operación persigue un interés social legítimo y sostenible.

Por su parte, los acreedores enfrentan riesgos de subrogación fáctica en la prelación económica cuando la deuda de adquisición se paga con flujos y activos de la compañía objetivo, especialmente si el apalancamiento excede la capacidad recurrente de generación de caja y presiona índices de liquidez y solvencia (Echaíz, 2017). En escenarios de sobrecarga de deuda, la compañía objetivo puede derivar a una situación de insolvencia, lo que impacta directamente la recuperabilidad de acreencias y la continuidad de negocios. Si existen acreedores, el riesgo que la norma busca evitar se neutraliza cuando estos consienten expresamente la operación o cuando se demuestra que el LBO no compromete materialmente su posibilidad de cobro, lo cual exige una evaluación caso por caso y reportes financieros que acrediten sostenibilidad (Hernández y Escribens, 2007). Asimismo, la claridad en la asignación de garantías y la consistencia de *covenants* sobre estándares de solvencia son elementos que mitigan el riesgo de conflictos crediticios posteriores.

Para los administradores, la principal exposición es la responsabilidad ilimitada y solidaria por infracción de la ley cuando la estructura o la ejecución de la operación configure asistencia financiera prohibida. El propio artículo 106 de la LGS concluye con la mención “*bajo responsabilidad del directorio*”, lo que activa el régimen general de responsabilidad por actos contrarios a la ley o al estatuto, o realizados con dolo o negligencia grave. En la práctica, resulta recomendable dejar constancia expresa de los desacuerdos en las actas cuando existan dudas sobre la licitud de la estructura y sustentar, con informes técnicos y legales, la racionalidad económica y la ausencia de perjuicio a los minoritarios y acreedores en el desempeño de las funciones como directores o, en caso de que la compañía objetivo no cuente con directorio, como gerentes generales.

Existen, además, riesgos de gobernanza y agencia. En un LBO con participación del *management*, la concentración de poder decisorio *post* adquisición puede exacerbar conflictos de interés si no se implementan mecanismos reforzados de independencia, transparencia y aprobación social de las decisiones críticas que afecten el reparto de cargas y beneficios (Ferrero y Guarniz, 2015). La doctrina local ha señalado la importancia de que las decisiones clave descansen en la junta y no solo en el directorio, junto con estándares de solvencia y publicidad razonable para evitar el uso de la sociedad como vehículo de autofinanciación encubierta (Tuesta, 2023).

En suma, el riesgo para los accionistas minoritarios se concentra en la posible erosión patrimonial no consentida y en diluciones sin salvaguardas. Para los acreedores, en el deterioro de su expectativa de cobro por sobreendeudamiento o por el desplazamiento de su prioridad económica; y para los administradores, en la responsabilidad derivada de infracciones legales o de decisiones sin sustento económico razonable. A nuestro parecer, estos riesgos son gestionables cuando la estructura evita la asistencia financiera prohibida, demuestra racionalidad económica, preserva la solvencia y la liquidez, y obtiene los consentimientos y aprobaciones coherentes con la finalidad protectora del artículo 106 de la LGS.

3.7. Casos de éxito o precedentes relevantes de LBOs en el mercado peruano que permitan extraer lecciones prácticas

El panorama peruano ofrece pocos casos públicos y escasa jurisprudencia sobre LBOs, aunque la práctica transaccional revela que estas operaciones existen y suelen manejarse con alta confidencialidad, lo que dificulta su documentación abierta y su estudio académico de detalle (Echaíz, 2017). Esta escasez no implica ausencia de práctica, sino un déficit de visibilidad que obliga a leer cada antecedente con prudencia metodológica y a privilegiar la coherencia económica de la estructura sobre etiquetas formales. En ese marco destaca una operación paradigmática que permite derivar aprendizajes operativos y de cumplimiento, junto con patrones de mercado que la doctrina ha identificado como válidos en nuestro entorno.

La experiencia que mayor tracción ha tenido como referente académico es la adquisición de Hermes Transportes Blindados S.A. (“Hermes”). El estudio elaborado por Echaíz (2017) a partir de información pública concluye que se trató de una operación de adquisición apalancada que no vulneró la prohibición de asistencia financiera, aunque requirió una arquitectura jurídica compleja orientada a respetar el marco del artículo 106 de la LGS y a evitar cualquier nexo causal directo entre recursos de la compañía objetivo y el financiamiento de la compra de sus acciones.

A modo de síntesis descriptiva, la operación se ejecutó a través de un vehículo de propósito especial constituido para la compra (Rhino Inversiones Perú S.A.C.), que obtuvo un préstamo sindicado de mediano plazo por aproximadamente S/ 301.5 millones con dos bancos locales y complementó el precio con aportes de capital. Posteriormente adquirió la mayoría accionaria de Hermes de manera directa e indirecta, incluyendo la redomiciliación y adquisición de Centro Americana de Inversiones Balboa S.A. (“Balboa”) Tras el cierre, se implementaron garantías sobre acciones, activos y flujos de la compañía objetivo, formalizadas después de la adquisición; y, como etapa decisiva, se realizó una fusión inversa mediante la cual Hermes absorbió al vehículo y a Balboa, asumiendo universalmente sus activos y pasivos. En una fase ulterior, Hermes acudió al mercado de valores para emitir bonos corporativos y cancelar íntegramente el préstamo sindicado, levantando las garantías asociadas. Esta secuencia revela un diseño en etapas que segregó la financiación de la adquisición respecto de la compañía objetivo hasta después de la integración y documentó una justificación económica de la reorganización que excedía el simple repago de la deuda (Echaíz, 2017).

En nuestra lectura, Hermes destaca porque muestra una secuencia disciplinada de pasos que prioriza sustancia económica y gobierno corporativo, lo que la convierte en un referente

útil, pero no necesariamente replicable sin adaptación caso por caso. Esta experiencia confirma que es posible realizar LBOs en el Perú si la estructura cuida el interés social, protege a los acreedores y respeta los derechos de minoritarios, todo ello dentro de un diseño que no configure fraude a la ley. El verdadero aporte del caso Hermes no es probar una supuesta vía libre, sino establecer estándares de justificación y de prueba que elevan el umbral de diligencia para quienes pretendan estructurar un LBO.

Las lecciones prácticas del caso Hermes pueden agruparse en dos. Primero, la reorganización mediante fusión posterior es válida si responde a finalidades económicas verificables que trascienden el repago de la deuda y están acreditadas con un expediente contemporáneo y robusto; de lo contrario, la fusión solo trasladaría pasivos y debilitaría la licitud del diseño (Hernández y Escribens, 2007). La fusión es persuasiva cuando evidencia eficiencias medibles y un plan de integración creíble, preparado antes del cierre. Segundo, debe mantenerse un muro ético y documental que elimine el nexo causal entre recursos de la compañía objetivo y la compra de sus acciones durante la adquisición. Este estándar no solo protege la licitud, también preserva valor al reducir conflictos de interés y riesgos reputacionales.

El segundo bloque de lecciones apunta a la prudencia financiera, al diseño societario y a la gobernanza. El vehículo de adquisición debe estar bien capitalizado y gobernado, anticipando una fusión inversa que integre patrimonios sin convertir a la compañía objetivo en vehículo de su propia compra. En paralelo, la tutela de minoritarios y acreedores exige directorios activos, revelación suficiente y consistencia entre acuerdos societarios y condiciones financieras. Lamentablemente, la ambigüedad normativa impone estándares elevados de documentación y *disclosure* para separar lo admisible de lo prohibido.

El caso Hermes enseña que la licitud es un resultado, no un punto de partida, pues se construye con coherencia económica, disciplina documental y prudencia financiera desde el diseño hasta la integración. En conclusión, el caso Hermes y los patrones de mercado sistematizados por la doctrina nacional confirman que es posible apalancar sin quebrantar en el Perú, siempre que se privilegie un diseño con sentido empresarial, prudencia financiera y tutela efectiva de *stakeholders*, y que se deje un rastro documental que evidencie la licitud del itinerario societario y financiero seguido por la operación.

CAPÍTULO IV: DISCUSIÓN, PROPUESTAS Y PERSPECTIVAS DE REFORMA

4.1. Propuesta de reforma del artículo 106 LGS: de la prohibición absoluta a un régimen de autorización condicionada

Luego de la revisión de la literatura académica y considerando las prácticas y realidad del mercado transaccional en el Perú nuestra sugerencia es sustituir la actual fórmula prohibitiva por un régimen de prohibición con excepciones regladas. Una vía regulatoria con amplio sustento teórico es trasladar parte del escrutinio a un momento *ex ante*, mediante una revisión neutral de solvencia que reduzca la incertidumbre y los sesgos retrospectivos del litigio por transferencias fraudulentas, mejore la calidad de las valoraciones y discrimine entre LBO con alta probabilidad de sostenibilidad y aquellos con alto riesgo de fracaso (Femino, 2014). Al alinear incentivos y permitir negociar compensaciones (p. ej., redención o mejora de condiciones de deuda preexistente), este enfoque favorece transacciones que se acerquen a la eficiencia de Pareto en vez de meramente Kaldor–Hicks (Femino, 2014).

En términos normativos, el artículo 106 de la LGS debería iniciar con una definición funcional que capture la noción de nexo causal entre la asistencia y la adquisición. La asistencia financiera debería entenderse como todo apoyo económico, directo o indirecto, que, por su diseño y consecuencias, contribuya de manera determinante a que un tercero adquiera acciones de la sociedad o de su controladora, trasladando total o parcialmente a la sociedad el costo o el riesgo de la compra.

La segunda parte del artículo 106 de la LGS debería enumerar con claridad las conductas típicas prohibidas, considerando la definición planteada en el párrafo anterior. Esta enumeración ordenada, que hoy se infiere a saltos del texto vigente, aporta certeza y alinea la LGS con las mejores técnicas legislativas que combinan tipologías concretas con una cláusula general de cierre contra la “ingeniería contractual” evasiva y que solo busca escapar de la literalidad de la norma.

Sobre esa base de prohibición, el corazón de la reforma descansa en dos pilares complementarios. Por un lado, una autorización condicionada sujeta a un procedimiento de

revisión *ex-ante* robusto y, por otro, la consagración de un supuesto de *safe harbor* que excluya la aplicación de la prohibición en operaciones de bajo riesgo con legitimación unánime. Para las operaciones que no califiquen dentro del *safe harbor*, el régimen de autorización condicionada debería exigir, como condición mínima de validez, un acuerdo de junta general de accionistas adoptado por una mayoría calificada que se apoye en un informe del directorio y en un informe independiente sobre valoración y solvencia. El informe del directorio debe declarar la conveniencia de la operación, detallar el precio y describir los riesgos para la liquidez y la solvencia, incluyendo una declaración expresa de ausencia de conflicto por cada miembro. El informe independiente debe realizar un *test* de solvencia completo que evalúe proyecciones de flujo de caja, razones de cobertura y apalancamiento, mantenimiento del patrimonio neto y capacidad de cumplimiento de obligaciones. La doctrina ha destacado que los remedios *ex ante* reducen la asimetría de información, canalizan la deliberación hacia la racionalidad económica y mitigan el riesgo de expropiación de minorías, por lo que su recepción en la LGS es una pieza crítica del equilibrio entre eficiencia y protección.

El segundo pilar de la reforma lo constituye el *safe harbor*, que opera como supuesto específico de inaplicación de la prohibición sin necesidad de recurrir al procedimiento de autorización condicionada. Consideramos que la prohibición no debería aplicar cuando la operación no genere que la compañía objetivo devenga en estado de insolvencia y sea aprobada por la junta general de accionistas por unanimidad. En este supuesto, el consenso unánime de todos los accionistas elimina el conflicto de agencia que justifica el escrutinio técnico exhaustivo, mientras que la condición de solvencia preserva la protección de acreedores. Esta estructura dual de *safe harbor* para operaciones de bajo riesgo con legitimación unánime y autorización condicionada con informes especializados para las transacciones más complejas aporta certeza jurídica y proporcionalidad regulatoria, sustituyendo la actual incertidumbre por un marco de habilitación con controles efectivos y diferenciados.

Profundizando un poco más, el informe independiente debería pronunciarse sobre el impacto de la asistencia en la capacidad de pago de la sociedad, la razonabilidad del endeudamiento agregado y la existencia de reservas suficientes, y deberá realizar un *test* de solvencia que evalúe, como mínimo, (i) proyecciones de flujo de caja y capacidad de servicio de deuda, (ii) razones de cobertura de intereses y de apalancamiento *post*

operación, (iii) mantenimiento del patrimonio neto por encima del capital y reservas indisponibles, y (iv) la capacidad de cumplimiento de obligaciones en un horizonte temporal razonable.

4.2. Valoración de la regulación del Anteproyecto de la LGS

El Anteproyecto de LGS de 2018³ (el “Anteproyecto”) avanzó hacia una redacción más clara del núcleo prohibitivo e introdujo dos vectores de flexibilización relevantes. Primero, la inclusión de una cláusula general que prohíbe anticipos, préstamos, garantías y “*cualquier tipo de asistencia financiera*” para adquirir acciones propias o de la controladora, y la apertura de excepciones, en particular para planes de participación de trabajadores y, bajo requisitos por precisar reglamentariamente, para viabilizar ciertas compras apalancadas. El texto, además, encuadra la noción de control y ubica la materia en diálogo con las reglas de reorganización, reconociendo que los LBO interactúan con procesos de fusión posterior.

Esta dirección es, en términos de técnica legislativa, correcta, pero el diseño requiere tres mejoras concretas. Primero, el Anteproyecto debería positivar procedimientos *ex-ante* con elementos mínimos y no remitir la ingeniería a la sola reglamentación. La experiencia comparada indica que la eficacia de la flexibilización depende de un armazón legal claro sobre mayorías, informes y reservas, que no quede al albur de criterios sublegales dispares (Echaíz, 2017). Por ejemplo, sería un acierto que el Anteproyecto incorpore de manera explícita el denominado *test* de solvencia y liquidez que caracteriza a las regulaciones más

³ **Artículo 97.- Asistencia financiera para adquisición de acciones**

“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 acciones o acciones o participaciones de su sociedad controladora. Para los efectos de lo regulado en el presente artículo, resulta de aplicación el concepto de control contenido en el numeral 88.2 del artículo 88.

97.2 La prohibición establecida en el numeral 97.1 no se aplica a las siguientes operaciones: a) Las operaciones dirigidas a facilitar al personal de la sociedad la adquisición de acciones de la propia sociedad o de participaciones o acciones de cualquier otra sociedad perteneciente al mismo grupo económico, salvo que tenga por finalidad mejorar, directa o indirectamente, la posición accionaria de alguno o algunos de los accionistas. 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 beneficio de esta, por cualquier accionista que no haya votado a favor.”

avanzadas. Este mecanismo exige que, previamente a la autorización de cualquier operación de asistencia financiera, se acredite que la sociedad mantendrá su capacidad de pago y que la operación no comprometerá sus obligaciones ordinarias. Segundo, sería conveniente que el Anteproyecto contemple un supuesto de *safe harbor* que, tal como se propuso en la sección anterior, excluya la aplicación de la prohibición cuando la operación no genere que la compañía objetivo devenga en estado de insolvencia y sea aprobada por unanimidad de la junta general, eliminando el conflicto de agencia que justifica el escrutinio exhaustivo mientras se preserva la protección de acreedores.

Finalmente, convendría añadir una regla anti-abuso que atienda al nexo causal y a la proximidad temporal, complementando tanto el régimen de autorización condicionada como el *safe harbor* propuestos. Así, el texto debería presumir asistencia prohibida cuando, dentro de un periodo determinado posterior a la adquisición, se produzcan asunciones de deuda del adquirente, garantías sobre acciones de la compañía objetivo o flujos extraordinarios no justificados por utilidades distribuibles, salvo prueba en contrario sustentada bajo una racionalidad económica en el interés social y en condiciones de mercado. Esta regla operaría como cierre del sistema, impidiendo que la estructura dual de habilitación -*safe harbor* para operaciones de bajo riesgo con legitimación unánime y autorización condicionada para transacciones más complejas- sea vulnerada mediante diseños que formalmente cumplen requisitos pero materialmente configuran asistencia prohibida.

4.3. Mecanismos regulatorios podrían adoptarse para equilibrar la protección de intereses sociales y la promoción de la eficiencia empresarial

El equilibrio entre protección y eficiencia exige desplazar el centro de gravedad desde una prohibición abstracta hacia un régimen de responsabilidad, transparencia y solvencia verificable. A mi juicio, cuatro pilares sostienen ese equilibrio. El primero es un *test* de solvencia con tres dimensiones: suficiencia de reservas reales, capacidad de servicio de deuda bajo escenarios adversos y preservación de la continuidad del negocio. Este *test* debe ser documentado y auditable, porque su función no es retórica sino disciplinaria del diseño financiero.

El segundo pilar es la legitimidad democrática de la decisión, canalizada a través de una junta informada y desinteresada. La mayoría calificada no es un formalismo, sino una forma de internalizar los costos del riesgo en quienes se benefician de la operación, reduciendo la probabilidad de decisiones extractivas. Por ello, también será importante que el informe favorable del directorio que analice la operación y actos posteriores, incluya una declaración expresa de ausencia de conflictos de interés.

El tercer pilar es la coherencia con reglas societarias ordinarias que no deben convertirse en vehículos encubiertos de asistencia. La distribución de utilidades, por ejemplo, no debe usarse como “manguera” del precio si no existen beneficios realizados y si los flujos se calendarizan para servir inmediatamente la deuda de adquisición. La distinción entre actos societarios lícitos y asistencia prohibida descansa precisamente en la causalidad económica y en su diseño temporal.

El cuarto pilar es la previsibilidad de consecuencias. Un régimen sancionatorio proporcionado, con impugnación, responsabilidad del directorio y remedios de ineficacia relativa frente a terceros lesionados, desincentiva el abuso y a la vez evita la parálisis de operaciones eficientes por miedo a una nulidad automática. La certeza sobre remedios y estándares reduce el costo del capital y facilita el acceso a estructuras que, bien implementadas, elevan productividad y gobierno corporativo.

Reformar el artículo 106 para pasar de una prohibición rígida a una autorización condicionada no implica abdicar de la protección del interés social, sino protegerlo mejor. Un régimen que define la asistencia por su causa y nexo, enumera conductas típicas, prohíbe el otorgamiento de garantías de acciones propias para deuda de adquisición y admite excepciones bajo procedimientos ex-ante exigentes, permitirá separar con nitidez la ingeniería financiera legítima del vaciamiento patrimonial.

En ese marco, los LBO compatibles con solvencia, transparencia y buen gobierno no deberían verse como amenazas, sino como instrumentos para capitalizar empresas, renovar su gestión y ampliar el acceso a financiamiento, en beneficio de la economía y de los propios *stakeholders*.

CAPÍTULO V: CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

El presente trabajo demuestra que las operaciones de adquisición apalancada pueden ejecutarse válidamente en el Perú siempre que el diseño preserve la finalidad protectora del artículo 106 de la LGS y evite que la propia compañía objetivo financie directa o encubiertamente la compra de sus acciones, lo que exige romper el nexo causal entre los recursos de la compañía objetivo y el precio o el servicio inmediato de la deuda de adquisición. La prohibición no recae sobre el apalancamiento como técnica financiera sino sobre el uso del patrimonio social para alimentar su propia compra, por lo que la compatibilidad práctica depende del diseño y de las salvaguardas que protejan a minoritarios y acreedores.

El perímetro prohibitivo se estructura en cuatro conductas que la doctrina ha sistematizado con claridad: préstamos y garantías para adquirir acciones propias y préstamos y garantías respaldados por las propias acciones, lo cual dota de previsibilidad a una redacción legal breve y de técnica discutible. Bajo este escenario, la validez de las operaciones de LBO exige demostrar que la fuente del financiamiento es externa y que la compañía objetivo se mantiene aislada de la deuda hasta el cierre, a la vez que se acredita interés social sustantivo y se activan salvaguardas para las personas potencialmente afectadas. Este enfoque funcional coincide con la idea de que lo determinante es el “para qué” de la estructura más que su ropaje formal, de modo que la evaluación se centra en la causalidad económica real y en la asunción efectiva de riesgos.

La práctica transaccional y la doctrina especializada validan diversas vías de estructuración que, correctamente implementadas, no vulneran el artículo 106 de la LGS. Entre ellas destaca la fusión posterior a la adquisición, sustentada en financiamiento obtenido a nivel del vehículo comprador, con causa económica autónoma y activación de los mecanismos de tutela a acreedores y minoritarios -incluyendo el derecho de separación y el derecho de oposición-, y sin garantías ni préstamos a cargo de la compañía objetivo antes del cierre. También resultan compatibles distribuciones de utilidades y flujos *intercompany* a valor de mercado cuando se apoyan en beneficios realizados, respetan las reglas de solvencia y muestran independencia respecto del cronograma de la deuda de adquisición, evitando cualquier forma de préstamos aguas arriba. Asimismo, la cesión de posición contractual o la reasignación de obligaciones operativas pueden ser lícitas si

responden a eficiencias verificables y no convierten a la compañía objetivo en deudora del crédito de adquisición ni en garante de este. De igual forma, el refinanciamiento de deuda a nivel de grupo resulta válido cuando la compañía objetivo no haya prestado ni garantizado el precio al momento del cierre, el refinanciamiento posterior responda a una racionalidad financiera autónoma y genere un beneficio corporativo demostrable, como menores tasas o plazos más favorables.

La experiencia local confirma que es posible apalancar sin quebrantar cuando la narrativa económica se traduce en documentación robusta y en decisiones societarias informadas. El caso Hermes sintetiza buenas prácticas al separar el financiamiento del vehículo, formar garantías después del cierre y ejecutar una fusión inversa con justificación operativa, sin que la compañía objetivo sirva de fuente causal del precio de adquisición. No obstante, la escasez de jurisprudencia no desmiente la presencia de estas operaciones, pero sí refuerza la importancia de una trazabilidad exhaustiva que demuestre licitud y de un marco normativo más claro.

En cuanto a las consecuencias jurídicas del incumplimiento del artículo 106 de la LGS, el presente trabajo sostiene que la consecuencia es únicamente la responsabilidad solidaria e ilimitada del directorio, y no la nulidad del acto de asistencia financiera. Esta posición, que no pretendemos definitiva, se fundamenta en dos argumentos: (i) el principio de conservación del acto jurídico; y (ii) la interpretación restrictiva de las normas imperativas cuando prevén una consecuencia específica. Desde una perspectiva práctica, la nulidad pondría en peligro la seguridad jurídica de las operaciones de LBO y desincentivaría el financiamiento de estas transacciones, en perjuicio del mercado. No obstante, se reconoce que existe una posición doctrinaria contraria sostenida por autores como Forno y Echaíz, quienes argumentan que la nulidad y la responsabilidad son consecuencias concurrentes. Este debate, en ausencia de pronunciamiento jurisprudencial definitivo, aconseja que los operadores diseñen estructuras que eviten cualquier supuesto de asistencia financiera prohibida. En suma, el balance evidencia que los LBO aportan disciplina y eficiencia cuando se diseñan con prudencia financiera, buen gobierno y respeto material de la prohibición, y que sus riesgos se materializan cuando se fuerza la estructura para desplazar a la sociedad el costo de su propia compra.

Se recomienda adoptar un enfoque de diseño que combine separación funcional de fuentes y usos con acreditación de interés social y salvaguardas *ex ante*. La separación funcional implica cerrar íntegramente el financiamiento a nivel del vehículo adquirente sin garantías ni préstamos de la compañía objetivo antes del cierre, con documentación explícita sobre origen de fondos y ausencia de nexo causal con el precio. La acreditación del interés social exige informes del directorio y de asesores que justifiquen sinergias, políticas prudentes de dividendos y métricas de solvencia razonables, además de decisiones en junta con información completa y, cuando corresponda, mayorías reforzadas y gestión de conflictos. Las salvaguardas deben incluir *disclosure* detallado de fuentes y usos, pruebas de solvencia y liquidez, consentimiento de acreedores cuando exista potencial afectación y controles de gobierno que asignen las decisiones más sensibles a la junta general. El equilibrio entre protección y eficiencia descansa en cuatro pilares: un test de solvencia con suficiencia de reservas reales, capacidad de servicio de deuda bajo escenarios adversos y preservación de la continuidad del negocio; la legitimidad democrática mediante junta informada y desinteresada con mayoría calificada; la coherencia con reglas societarias ordinarias que no deben convertirse en vehículos encubiertos de asistencia; y la previsibilidad de consecuencias con un régimen sancionatorio proporcionado.

En el plano de política pública, se propone migrar desde la fórmula prohibitiva actual hacia un régimen de autorización condicionada que defina la asistencia financiera con base en el nexo causal, enumere conductas típicas prohibidas y admita excepciones sujetas a revisión *ex ante* robusta. Este procedimiento debería requerir acuerdo de junta con mayoría calificada sin votos en conflicto, informe con opinión favorable del directorio y de un experto independiente sobre valoración y solvencia, límites objetivos a la financiación circular y a dar en garantía acciones propias para deuda de adquisición. Como segundo pilar complementario, se propone la consagración de un *safe harbor* que excluya la aplicación de la prohibición cuando la operación no genere que la compañía objetivo devenga en estado de insolvencia y sea aprobada por unanimidad de la junta general, eliminando el conflicto de agencia que justifica el escrutinio exhaustivo mientras se preserva la protección de acreedores.

Mientras la reforma normativa avanza, la práctica puede estandarizar listas de verificación que alineen la ejecución con la finalidad protectora del artículo 106 de la LGS. La combinación de disciplina financiera, gobernanza y respeto material del perímetro de la

prohibición puede liberar el potencial de los LBO en beneficio del mercado peruano, al tiempo que resguarda capital, acreedores y minoritarios mediante una arquitectura regulatoria y contractual más clara y exigente.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Braun, M. R., y Latham, S. F. (2009). Rethinking value creation in leveraged buyouts: Board restructurings over the public-private-public cycle. *Management Decision*, 47(5), 702-729.

Capizzi, V., Giovannini, R., y Pesic, V. (2014). Risks and Perils in LBO transactions. Available at SSRN 2647190.

Carretero Pires, A. (2008). Prohibición de asistencia financiera: concepto y aplicación a operaciones de adquisición apalancadas.

Chen, N., y Wang, K. (2022, March). An Overview on Private Equity Leveraged Buyouts. In 2022 7th International Conference on Financial Innovation and Economic Development (ICFIED 2022) (pp. 2046-2053). Atlantis Press.

Cornelli, F., y Karakaş, O. (2012). Corporate governance of LBOs: The role of boards. Available at SSRN 1875649.

De Vivero de Porras, C. (2024). La prohibición de asistencia financiera en las sociedades de capital: su incumplimiento a la luz de la actual jurisprudencia en España. *Revista Derecho & Sociedad*, (63), 259-273. <https://doi.org/10.18800/dys.202402.017>

Echaíz Moreno, S. V. (2017). El Leveraged Buy Out en el Perú. Análisis de la regulación legal de la asistencia financiera prohibida frente a la problemática jurídica de la viabilidad y adecuada estructuración de las compras apalancadas de empresas. Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas (UPC). Retrieved from <http://hdl.handle.net/10757/622745>

Elías, E. (2008). *Ley General de Sociedades Comentada. Normas Legales.*

Femino, L. (2013). Ex ante review of leveraged buyouts. *Yale LJ*, 123, 1830.

Feng, H., y Rao, R. P. (2022). The positive externalities of leveraged buyouts. *Journal of Banking & Finance*, 135, 106360.

Ferrero Álvarez-Calderón, G., y Guarniz Izquierdo, A. (2015). La regulación de la asistencia financiera. *IUS ET VERITAS*, (50), 256–272.

Forno Odría, H. (2020). Asistencia Financiera Prohibida.

Hernández, J. L., y Carrión, D. (2015). Aproximaciones a la estructuración e implementación de operaciones de Leveraged Buy Out. *Revista de Derecho Mercantil*, (297), 47-70.

Hernández Gazzo, J., y Escribens Olaechea, 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. <https://doi.org/10.18800/derechopucp.200701.010>

Hurduzeu, G., y Popescu, M. F. (2015). The history of junk bonds and leveraged buyouts. *Procedia Economics and Finance*, 32, 1268-1275.

Jenkinson, T., y Stucke, R. (2011). Who benefits from the leverage in LBOs?

López Sandoval, E. L. (2004). Leveraged Buyouts a la luz de la regulación societaria peruana sobre asistencia financiera prohibida. *Advocatus*, (10), 247-284.

Méndez Vásquez, D. E. (2021). El principio de conservación en el derecho administrativo peruano: su aplicación a los actos administrativos que ostentan una ilegalidad estructural Tesis de maestría, Universidad de Piura. Repositorio Institucional PIRHUA.

Palepu, Krishna G. (1990). Consequences of leveraged buyouts. *Journal of Financial Economics*, (27), 247-262.

Renneboog, L., y Vansteenkiste, C. (2017). Leveraged buyouts: A survey of the literature. European Corporate Governance Institute (ECGI)-Finance Working Paper, (492).

Rossi Villamil, J. G. (2018). La figura de la asistencia financiera en la Ley General de Sociedades Peruana.

Rubio Correa, M. (2009). *El sistema jurídico: Introducción al Derecho* (10.^a ed.). Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú.

Torres Vásquez, A. (2018). *Acto Jurídico* (Vol. I, 6.^a ed.). Jurista Editores.

Tuesta Pasamar, A. (2023). Un extraño viene a comer a mi mesa: la asistencia financiera y los leveraged buy outs. *THEMIS Revista De Derecho*, (84), 85–96. <https://doi.org/10.18800/themis.202302.005>

Vásquez Rebaza, W. H. (2013). Los contratos coligados en fraude a la ley. CICAJ, PUCP.

Zou, J. (2023). Advantages, Disadvantages, and Risks of LBOs. Proceedings of the 2023 International Conference on Management Research and Economic Development.