

Universidad de Lima

Facultad de Derecho



# **REEVALUACIÓN DEL DERECHO DE SUSCRIPCIÓN PREFERENTE COMO DERECHO MÍNIMO Y LA FLEXIBILIZACIÓN DE SU REGULACIÓN**

Tesis para optar el Título Profesional de Abogado

**Paolo Rodrigo Oyola Casós**

**Código 20132099**

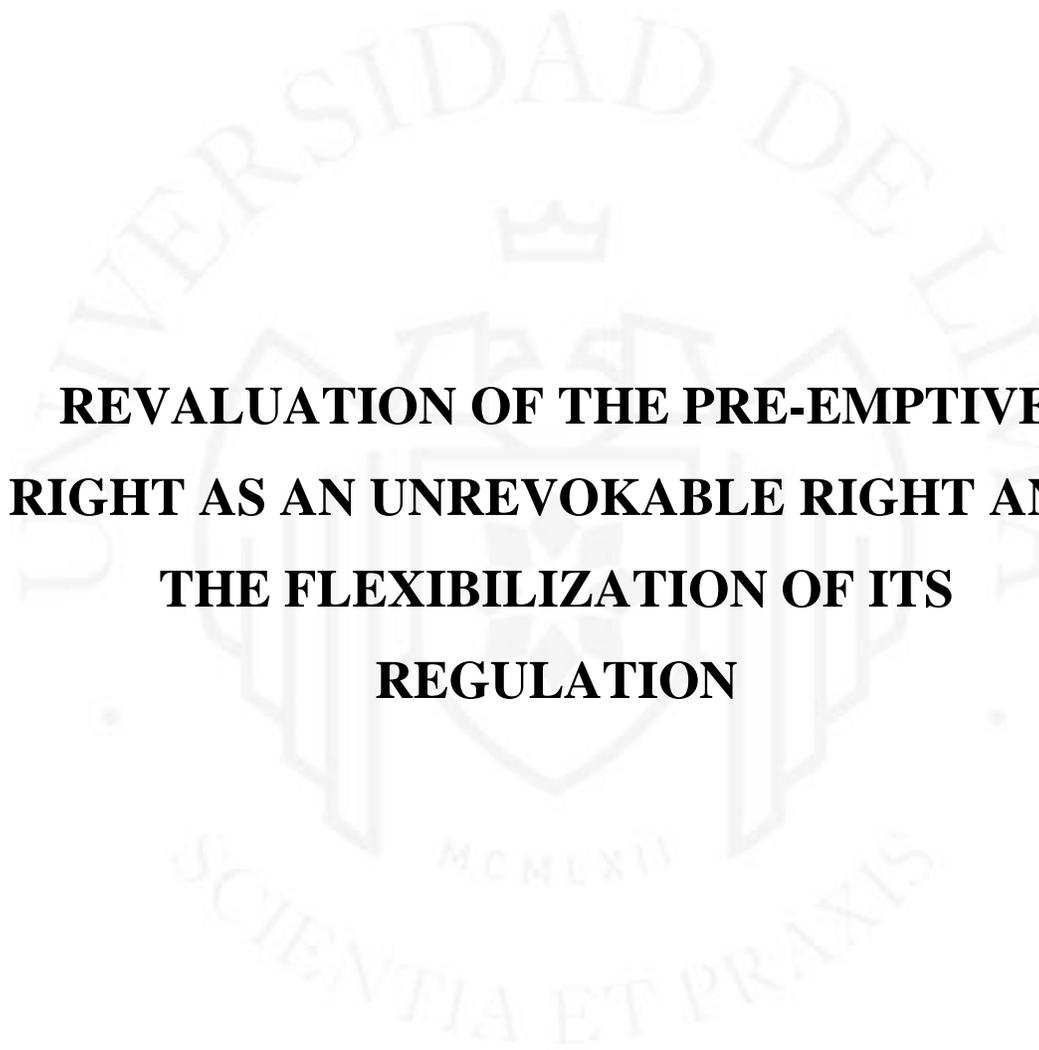
**Asesora**

Milushka Felicitas Rojas Ulloa

Lima – Perú

Febrero del 2022



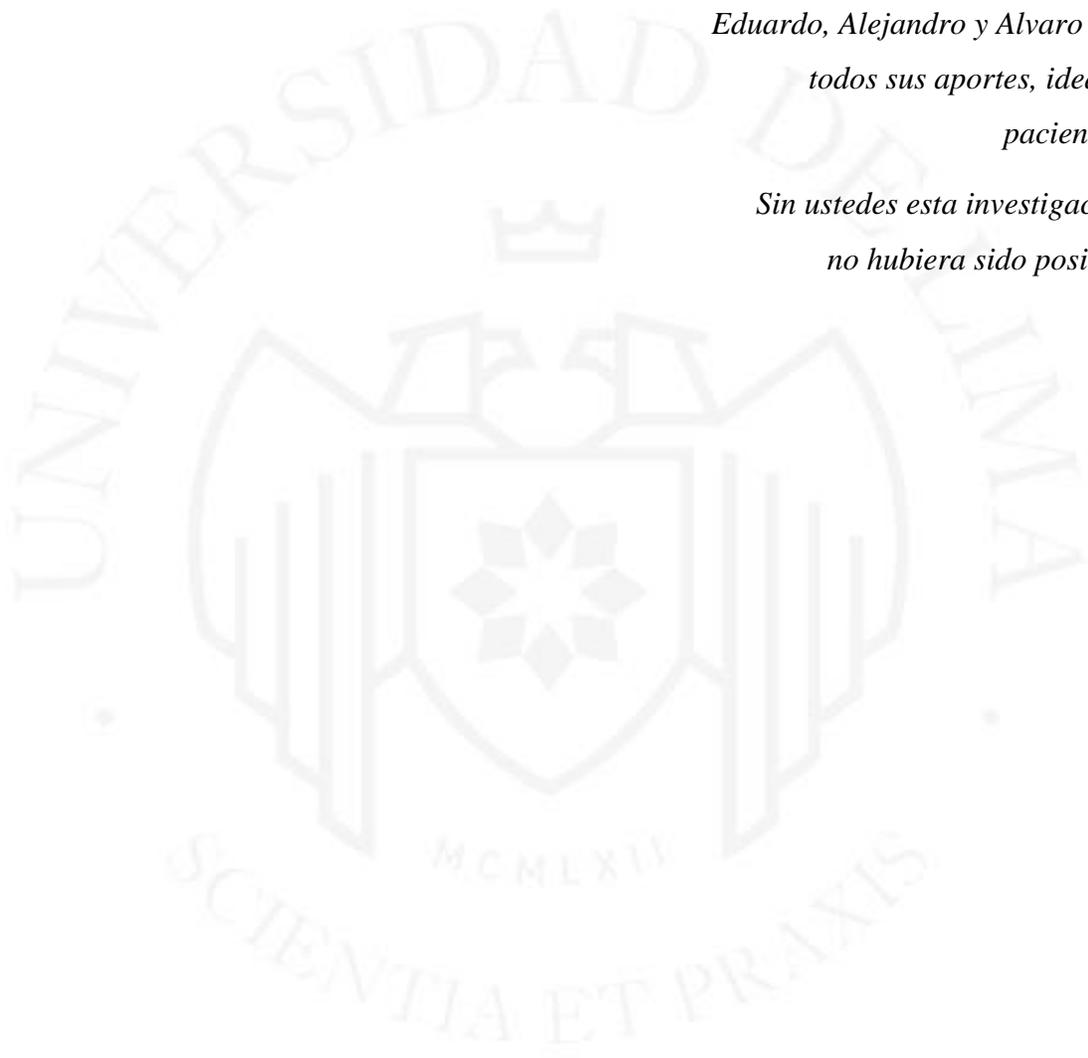


**REVALUATION OF THE PRE-EMPTIVE  
RIGHT AS AN UNREVOKABLE RIGHT AND  
THE FLEXIBILIZATION OF ITS  
REGULATION**

*A mis padres y hermano.*

*De corazón, agradezco a Milushka,  
Eduardo, Alejandro y Alvaro por  
todos sus aportes, ideas y  
paciencia.*

*Sin ustedes esta investigación  
no hubiera sido posible.*

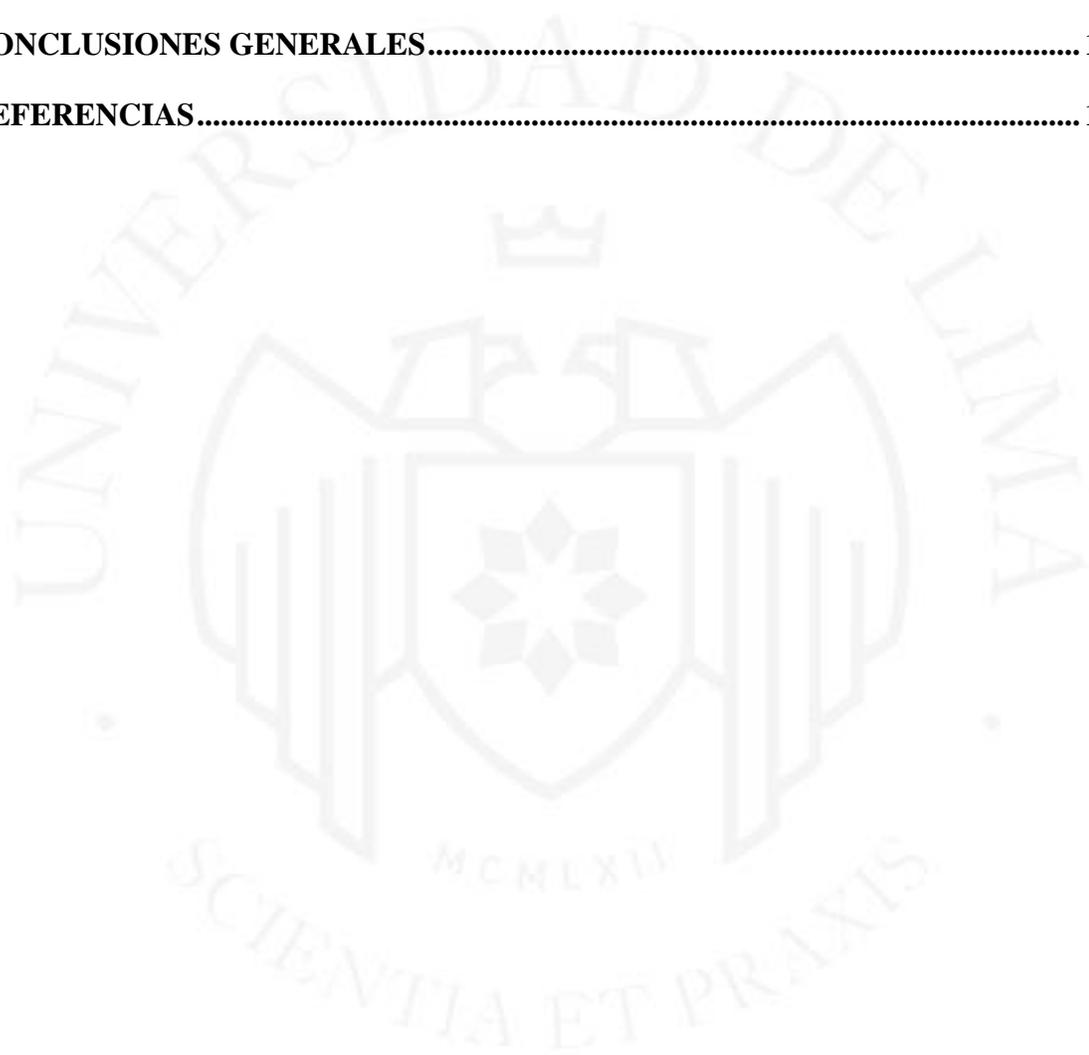


# TABLA DE CONTENIDOS

<b>RESUMEN .....</b>	<b>IX</b>
<b>ABSTRACT.....</b>	<b>X</b>
<b>INTRODUCCIÓN .....</b>	<b>1</b>
<b>CAPÍTULO I: DELIMITACIÓN TEMÁTICA .....</b>	<b>2</b>
1.1. Planteamiento del problema.....	2
1.2. Justificación de las razones de estudio .....	3
1.3. Objetivos de la investigación .....	3
1.4. Hipótesis de la investigación .....	4
<b>CAPÍTULO II: LA REGULACIÓN DEL DERECHO DE SUSCRIPCIÓN PREFERENTE EN PERÚ .....</b>	<b>5</b>
2.1. El Derecho de Suscripción Preferente .....	5
2.2. Regulación del derecho de suscripción preferente en la Ley General de Sociedades peruana.....	7
2.2.1. Bases regulatorias.....	7
2.2.2. Procedimiento de ruedas de suscripción preferente .....	11
2.2.3. Excepciones.....	13
2.3. Legislación comparada .....	16
2.3.1. Estados Unidos de América .....	17
2.3.2. Reino Unido .....	19
2.3.3. España .....	19
2.3.4. Brasil .....	20
2.3.5. Colombia.....	21

2.3.6. México .....	21
2.4. Conclusiones .....	21
<b>CAPÍTULO III: ANÁLISIS ECONÓMICO Y FINANCIERO DE LA REGULACIÓN DEL DERECHO DE SUSCRIPCIÓN PREFERENTE .....</b>	<b>23</b>
3.1. Desincentiva la inversión.....	23
3.2. Carencia de flexibilidad financiera .....	33
3.3. Obstaculiza la inversión estratégica y distorsiona los porcentajes de participación accionario.....	39
3.4. Sustracción de valor .....	44
3.5. Conclusiones .....	58
<b>CAPÍTULO IV: ANÁLISIS DE LOS FUNDAMENTOS DE LA REGULACIÓN DEL DERECHO DE SUSCRIPCIÓN PREFERENTE .....</b>	<b>60</b>
4.1. El fundamento de la regulación del Derecho de Suscripción Preferente.....	60
4.2. Primer nivel: Dilución del porcentaje de participación .....	62
4.2.1. Sobre la conservación del <i>statu quo</i> .....	69
4.3. Segundo nivel: Dilución del valor de las acciones .....	74
4.3.1. Valor patrimonial .....	75
4.3.1.1. Aumento de capital realizado negligentemente.....	79
4.3.1.2. Aumento de capital realizado maliciosamente .....	82
4.3.2. Valor de mercado .....	87
4.4. Conclusiones .....	92
<b>CAPÍTULO V: SUPRIMIENDO LA CARACTERÍSTICA DE DERECHO MÍNIMO DEL DERECHO DE SUSCRIPCIÓN PREFERENTE .....</b>	<b>94</b>
5.1. Situación actual.....	94
5.2. Respuesta regulatoria a la situación actual .....	96

5.3. Opciones legislativas .....	99
5.4. Anteproyecto de Ley.....	101
5.4.1. Fórmula legal .....	101
5.4.2. Exposición de motivos .....	105
5.4.3. Análisis costo beneficio .....	113
<b>CONCLUSIONES GENERALES.....</b>	<b>116</b>
<b>REFERENCIAS.....</b>	<b>118</b>



## ÍNDICE DE FIGURAS

<b>Figura 2.1.</b> Comportamiento de una opción de compra para el comprador de la opción ...	46
<b>Figura 2.2.</b> Comportamiento de una opción de compra para el vendedor de la opción .....	47
<b>Figura 2.3.</b> Simetría en el comportamiento de una opción de compra comparando ambas 48partes.....	48



## RESUMEN

A nivel mundial, la modernidad y un cambio en la realidad empresarial de las últimas décadas son innegables. Sin embargo, en Perú, la regulación no parece estar alineada a esta nueva e insoslayable tendencia. A raíz de ello, a través de esta investigación, se analizarán las implicancias de una posible supresión de la característica de “derecho mínimo” que posee el Derecho de Suscripción Preferente nacional, así como de sus restricciones normativas.

A través de un método descriptivo, se brindarán nuevas perspectivas sobre este derecho y determinados aspectos suyos. Gracias a ello, encontraremos diferentes inconvenientes prácticos para lograr el mejor aumento de capital posible, en tanto se trata de un financiamiento vía capital social. Por otro lado, a través de un método propositivo, se sugerirá la modificación de la regulación sobre el particular para enmendar los problemas prácticos hallados.

Finalmente, considerando una modificación normativa, se concluirá que el derecho materia de estudio genera más inconvenientes a la sociedad misma que los beneficios que pretende brindar a los accionistas.

**Palabras clave:** Derecho de suscripción preferente, flexibilización, costo, financiamiento, valor.

## **ABSTRACT**

At a worldwide scale, modernity and a change in business practice in recent decades are undeniable. However, the peruvian regulation does not seem to be aligned with this new and unavoidable trend. Through this investigation, the implications of a possible suppression of the “unrevokable right” characteristic for the peruvian pre-emptive right, as well as its regulatory restrictions, will be analyzed.

Through a descriptive method, new perspectives about this right and certain aspects of it will be provided. In consequence, we will find several practical inconveniences to achieve the best possible scenario of a capital increase, since it is an equity financing method. On the other hand, through a propositional method, the regulation’s modification of the peruvian pre-emptive right will be suggested in order to amend the practical problems found.

Finally, considering this modification, we will conclude this right arise much more inconveniences and problems to the company, rather than the benefits intended to provide to shareholders.

**Keywords:** Pre-emptive right, flexibilization, cost, financing, value.

# INTRODUCCIÓN

Imaginemos lo siguiente. Estoy vendiendo mi carro porque me iré a vivir a otro país. Entonces, se lo ofrezco a usted, lector. Ahora, asumamos que a usted le fascinó mi carro y estaría dispuesto a pagar mucho por él, mucho más que el posible comprador promedio por el carro. Su reacción natural será entusiasta y querrá finalizar la compra lo más pronto posible ¿Cómo reaccionaría usted si le digo “gracias por querer comprarlo, pero ahora que lo hizo, tengo que ofrecerle el carro a mi papá, mamá, hermano, novia y amigos por el próximo mes, sólo después de eso podrá comprarlo”, en lugar de simplemente proceder con la venta?

Independientemente de la relación entre las partes, a partir de este escenario, se pueden desprender gran cantidad de cuestionamientos sobre los beneficios, perjuicios o implicancias en general de la imposición del Derecho de Suscripción Preferente a favor de los accionistas contra la sociedad. No solo podremos encontrar problemas de todo tipo, también podremos advertir que este derecho no está cumpliendo su función a cabalidad, dada la coyuntura empresarial.

Dentro de este marco, se presentarán cinco capítulos al respecto. El primero consiste en una delimitación temática a modo de preámbulo. En el segundo, se desarrollará la regulación peruana sobre el derecho objeto de investigación. El tercero consiste en un análisis económico y financiero con la finalidad de hallar inconvenientes en dicha regulación. En el cuarto, averiguaremos si actualmente el Derecho de Suscripción Preferente satisface los fundamentos que pretende tutelar. Finalmente, en el quinto capítulo, se propondrá una modificación regulatoria que solucionará los problemas hallados en el tercer capítulo.

# CAPÍTULO I: DELIMITACIÓN TEMÁTICA

## 1.1 Planteamiento del problema:

Actualmente, el contexto empresarial es uno que funciona priorizando la generación de valor, la maximización de beneficios, la eficiencia y la reducción de todo tipo de costos. A raíz de ello, la actividad empresarial se tornó cada vez más competitiva y, en consecuencia, la correcta toma de decisiones empresariales depende cada vez más de sustentos económicos y financieros para sobresalir en su mercado.

Aun así, en Perú, no se han recogido de manera integral las nuevas consideraciones a priorizar para adaptarse al contexto empresarial actual y que, en muchos otros países, ya se encuentran interiorizadas por los agentes económicos. Esta afirmación encuentra asidero en el caso de los aumentos de capital por emisiones de acciones producidos en las sociedades anónimas sujetas al Derecho de Suscripción Preferente peruano.

Al día de hoy, la Ley General de Sociedades peruana prescribe un Derecho de Suscripción Preferente como derecho mínimo de los accionistas. Del mismo modo, la regulación del mencionado derecho restringe la capacidad de los accionistas de regularlo a medida de las circunstancias, ello se ve en la cantidad de ruedas de suscripción, los plazos a seguir y sus restricciones. Como consecuencia de ello, esta clase de disposiciones genera perjuicios relevantes en la práctica empresarial.

Ello se debe a que las sociedades sujetas a un Derecho de Suscripción Preferente, tendrían los siguientes problemas:

- Restricciones en la libertad del órgano de administración para definir una estructura de capital óptima de acuerdo a las circunstancias o requerimientos de la sociedad, tornándola inflexible financieramente,
- Demora en la captación de recursos a favor de la sociedad,
- Perjuicio en la competitividad de las ofertas primarias de acciones,

- Obstáculo en la entrada de algún inversionista estratégico que podría dar mucho más valor a la sociedad,
- Potencial modificación sustancial del esquema de control de la sociedad,
- Sustracción de valor a la sociedad, en beneficio de los accionistas,
- Desincentivo a las inversiones a través de la vía de emisión de acciones, lo que a su vez perjudica su mercado,
- Evita la maximización del valor de las sociedades.

Dicho esto, la pregunta principal de la presente investigación será la siguiente: ¿Cuáles son las implicancias de suprimir el derecho mínimo como característica del Derecho de Suscripción Preferente, así como de modificar sus restricciones normativas?

## **1.2. Justificación de las razones de estudio**

La importancia de la presente investigación yace en reconocer que, individualmente, cada sociedad anónima peruana puede generar aún más valor y optimizar los beneficios a favor de sí misma y sus accionistas, a través de una regulación más libre, flexible y que no reprima económica ni financieramente a las sociedades como ocurre actualmente.

Del mismo modo, resulta importante advertir las consecuencias a nivel sistémico originado por una regulación más flexible: un mercado de emisión de acciones peruano que incentive la competitividad, agilidad, eficiencia y una mayor cantidad de transacciones. Ello, a su vez, se traducirá en una evolución y desarrollo del mercado de emisión de acciones peruano.

## **1.3. Objetivos de la Investigación**

- a. Objetivo General: Analizar las implicancias de la supresión del derecho mínimo como característica del Derecho de Suscripción Preferente, así como de la modificación de sus restricciones normativas.
- b. Objetivo Específico Primero: Analizar las implicancias económicas y financieras de la regulación del Derecho de Suscripción Preferente.

- c. Objetivo Específico Segundo: Analizar la regulación actual del Derecho de Suscripción Preferente como derecho mínimo.

#### **1.4. Hipótesis de la Investigación**

Las implicancias de suprimir la característica de derecho mínimo del Derecho de Suscripción Preferente, regulada en los artículos 95 y 96 de la LGS, serían la posibilidad de regular libre y eficientemente el procedimiento de financiamiento por emisión de nuevas acciones, la reducción del costo de capital a través de esta vía de financiamiento, la mayor generación de valor en las sociedades anónimas y un mercado de emisión de acciones peruano más competitivo, ágil y eficiente.



## **CAPÍTULO II: LA REGULACIÓN DEL DERECHO DE SUSCRIPCIÓN PREFERENTE EN PERÚ**

El derecho que nos trae a estas líneas es uno con particular legitimidad y que goza de mucho afecto por los accionistas peruanos, dado que la intención y finalidad de su regulación da a entender que se trata de un derecho inofensivo, beneficioso y que provee justicia. De hecho, así fue durante muchos años con el Derecho de Suscripción Preferente, el cual llamaremos por sus siglas “DSP”, en adelante. Sin embargo, si consideramos las circunstancias empresariales, la incorporación de un nuevo paradigma y una evaluación de este derecho desde otra perspectiva; notaremos que hoy en día su descripción no es tan simple. Atendiendo a ello, en primer lugar, es preferible desarrollar al DSP conceptualmente, en su regulación nacional y en la regulación comparada, antes de proceder con el propósito de esta investigación.

### **2.1. El Derecho de Suscripción Preferente**

Según Echaiz (2006), “El derecho de suscripción preferente (también denominado derecho de opción) es la prioridad de los socios frente a cualquier tercero para la suscripción de las acciones o participaciones a prorrata de su participación en el capital social cuando se acuerda aumentar este mediante nuevos aportes (...)” (p.269-270). Asimismo, el Tribunal Registral en su Resolución N° 2397-2014 (17 de diciembre del 2014), “El derecho de suscripción preferente es un derecho patrimonial que se presenta en el aumento de capital con emisión de nuevas acciones, aquí los accionistas tienen derecho preferencial para suscribir, a prorrata de su participación accionaria, las acciones que se creen”. En concordancia con Echaiz y el Tribunal Registral, consideramos que el DSP es un derecho de opción a favor de los accionistas de determinada sociedad consistente en ser preferido ante otros en la suscripción de las acciones recientemente creadas por la sociedad correspondiente a dicho accionista titular del derecho a cambio de nuevos aportes.

Se establece esta definición en tanto resulta independiente de la latitud a la que corresponda este derecho preferente, ya que es común que en doctrina nacional se señale como atributo natural e intrínseco del DSP su obligatoriedad, cuando en otros países el derecho en cuestión no posee el carácter de “derecho mínimo”, dejando paso a la posibilidad de obtenerlo o suprimirlo, a nivel contractual en no pocas ocasiones. Dicho esto, vayamos por partes.

El DSP es un derecho de opción porque sigue exactamente el mismo comportamiento y mecánica base que el derecho originado a partir de la celebración del “contrato de opción” regulada en el artículo 1419 del Código Civil (Decreto Legislativo N° 295, 1984) (en adelante, CC) o el derecho de opción regulado en el artículo 103 de la Ley General de Sociedades (Ley N° 26887, 1997) (en adelante, LGS). Sobre el primero de los mencionados, podemos comparar dicho artículo con la definición presentada del DSP. “Por el contrato de opción, una de las partes queda vinculada a su declaración de celebrar en el futuro un contrato definitivo y la otra tiene el derecho exclusivo de celebrarlo o no”, se establece en el artículo 1419 del CC. Aplicándolo al DSP, podemos observar lo siguiente:

- Con “por el contrato de opción”, será la aplicación legal o contractual del DSP, dependiendo de la regulación a la que se haga referencia.
- “Una de las partes queda vinculada a su declaración de celebrar en el futuro un contrato definitivo” sería la sociedad emisora que se encontrará sujeta al ejercicio del DSP, incapaz de realizar algo para impedirlo.
- Con “celebrar en el futuro un contrato definitivo”, nos podemos referir a la suscripción preferente de las acciones recientemente creadas, en virtud del ejercicio del DSP.
- “La otra tiene el derecho exclusivo de celebrarlo o no” es todo aquel accionista de la sociedad emisora, en tanto es titular del DSP, el cual puede ser ejercido o no en su oportunidad.

Como se puede observar, la relación e interacción entre las partes y el derecho en cuestión, son semejantes. Tanto es así que, Díez-Picazo (1996) señala lo siguiente: “la celebración de un contrato de opción atribuye al beneficiario un derecho que le permite

decidir, dentro de un período de tiempo determinado, en punto a la conclusión de un determinado contrato. A este derecho la doctrina y la jurisprudencia lo denominan “derecho de opción”” (p. 343). Aunque, si bien a través de diversa doctrina nacional se señala que el derecho generado por dicho contrato civil de opción es un “derecho potestativo”, ello no es falso, pero no nos detengamos en ello, ya que la distinción entre considerarlo como “derecho de opción” o “derecho potestativo” es meramente nominal, la cual simplemente corresponde a diferentes clasificaciones.

Sin mayores diferencias, Elías (2015) menciona que “la opción se asemeja en varios aspectos al certificado de suscripción preferente: ambos dan derecho a suscribir acciones de la sociedad emisora, ambos contienen derechos transferibles, ambos tienen valor económico determinable, ambos están sujetos a condiciones y plazos (...)” (p. 374). Es presentada la comparación, con la finalidad de sustentar la similitud ya mencionada entre las opciones para suscribir acciones, regulada en el artículo 103 de la LGS, y el certificado de suscripción preferente peruano.

## **2.2. Regulación del derecho de suscripción preferente en la Ley General de Sociedades peruana**

### **2.2.1. Bases regulatorias**

Nuestro DSP tiene una regulación muy particular, pero no por ello menos interesante. En primer lugar, debemos reconocer el marco en el que se encuadra y desenvuelve el DSP: el aumento de capital de las sociedades anónimas.

Sobre el aumento de capital, es necesario precisar qué es el “capital” a aumentar, que dará pie a iniciar un procedimiento de suscripción preferente. De la lectura de los artículos 95.4 y 96.5 de la LGS, se prescribe literalmente la existencia del DSP “en caso de aumentos de capital” y “la suscripción de obligaciones y otros títulos convertibles o con derecho a ser convertidos en acciones”.

En palabras de Hundskopf (2017), el aumento de capital supone “la realización de nuevos aportes de bienes o derechos a favor de la sociedad, que incrementan o fortalecen su activo y mejoran su situación económica, a cambio de la entrega a los aportantes de nuevas acciones o el incremento del valor nominal de las acciones existentes”. Además, considerando que los artículos comprendidos desde el 201 hasta el 214 versan sobre la emisión de acciones, se puede deducir que el “capital” a aumentar es la cuenta contable “capital social”, es decir, el incremento de la cifra que corresponde a la cantidad de capital social en la contabilidad de una sociedad.

Sin embargo, se debe resaltar que, en virtud del artículo 203 de la LGS, se regulan dos alternativas de aumento de capital: creación de nuevas acciones o el incremento del valor nominal. Así, resulta ilógico exigir, imponer o, incluso, siquiera incorporar la aplicación de dicho derecho ante la segunda de las alternativas presentadas, dado que sólo habría acciones que suscribir preferentemente si efectivamente se crean nuevas acciones. De esta forma, concluimos que sólo será aplicable el DSP ante un aumento de capital en el que se creen acciones, excluyendo así de la aplicación de este derecho ante un aumento de capital por incremento del valor nominal.

En el marco de los aumentos de capital que crean nuevas acciones, recordemos el artículo 202 de la LGS, el cual establece que los aumentos de capital pueden ser originados por: nuevos aportes, capitalización de créditos, conversión de obligaciones en acciones, capitalización de utilidades, reservas, beneficios, primas de capital, excedentes de revaluación y los demás casos previstos legalmente. Ahora, de todas estas formas de aumentar el capital, la regulación nacional permite el ejercicio del DSP en las tres primeras. Cabe mencionar que, en capítulos posteriores, nos referiremos a las tres formas mencionadas indistintamente como financiamiento vía capital social, ya que, para el mundo financiero, dichas formas de aumento de capital son financiamientos a través de esa vía.

En palabras de Elías (2015), con aumento de capital por nuevos aportes, “de acuerdo al inciso 1 del artículo 202, se refieren a la entrega de nuevos activos a la sociedad, a cambio de acciones”(p.704). Para fines prácticos, los nuevos aportes serán divididos en aportes dinerarios y no dinerarios, ya que, en virtud del artículo 213 de la LGS, se establece un

procedimiento de ruedas de suscripción preferente para aportes dinerarios diferente al establecido para los aportes no dinerarios.

Sobre el aumento de capital por capitalización de créditos, “se decide cancelar la deuda entregando a cambio nuevas acciones emitidas por la sociedad a favor del ex acreedor” (Salas, 2017, p.126), señala Salas respecto a la definición de esta forma de aumentar el capital. Del mismo modo que los aumentos de capital por nuevos aportes no dinerarios, los que se realizan por capitalización de créditos tienen un procedimiento de suscripción preferente especial, regulado por los artículos 213 y 214 de la LGS.

Por otro lado, la razón de regular las “obligaciones u otros títulos convertibles o con derecho a ser convertidos en acciones”, bajo los efectos del DSP, es debido a que eventualmente se podría realizar una emisión de acciones con motivo del ejercicio de la conversión de dicho título o instrumento convertible y, en consecuencia, ocurrirá una dilución accionaria. Sin embargo, como se explicará posteriormente junto a las excepciones al DSP, esta posibilidad adherida a un DSP está restringida y limitada por motivos de lo que Echaiz (2006) llama “el titular natural” (p. 271) de las acciones a ser emitidas.

Al igual que en la gran mayoría de ordenamientos jurídicos que regulan obligatoria o supletoriamente este derecho, se debe resaltar que el DSP tiene como razón de ser y fundamento evitar la dilución accionaria. Así lo manifiesta De la Cámara (1996): “(...) evitar que se modifique la proporción en que los socios antiguos participan en la sociedad, proporción que se altera fatalmente si las nuevas acciones se alteran sólo son suscritas por antiguos accionistas (...)” (p.195). La dilución accionaria a evitar básicamente supone la disminución del porcentaje de participación que otorgaba la tenencia de cierta cantidad de acciones tras un aumento de capital.

Ahora bien, “si algún accionista no puede o no quiere suscribir las nuevas acciones le queda el recurso de enajenar su derecho de suscripción... [el cual] evita (al menos teóricamente) el perjuicio económico, pero no, evidentemente, el perjuicio político o administrativo” (De la Cámara, 1996, p.195-196). En Perú, la forma establecida para enajenar o transferir el DSP es a través de la transferencia de la anotación en cuenta o del certificado de suscripción preferente, en adelante CSP. A modo de definición, el DSP se

encuentra incorporado o “se materializa en un Certificado de Suscripción Preferente, que es un título libremente transferible, total o parcialmente emitido por la sociedad y que es puesto oportunamente a disposición y entregado a los accionistas con derecho a recibirlo” (Salas, 2017, p.130) en el que se establece el monto, condiciones y procedimiento establecido para su ejercicio o transferencia.

Regulatoriamente, el DSP correspondiente a los accionistas de las sociedades anónimas peruanas contra ellas es un derecho “mínimo”, “fundamental” (Echaiz, 2006, p. 272) e “inderogable” (Elías, 2015, p. 348), tanto para acciones con derecho a voto como para las que carezcan de él. Ello se debe a lo establecido en los artículos 95 y 96 de la LGS. Veamos a continuación:

“Artículo 95.- Acciones con derecho a voto

La acción con derecho a voto confiere a su titular la calidad de accionista y le atribuye, cuando menos, los siguientes derechos: (...)

4. Ser preferido, con las excepciones y en la forma prevista en esta ley, para:

- a. La suscripción de acciones en caso de aumento del capital social y en los demás casos de colocación de acciones; y
- b. La suscripción de obligaciones u otros títulos convertibles o con derecho a ser convertidos en acciones; y, (...)

“Artículo 96.- Acciones sin derecho a voto

La acción sin derecho a voto confiere a su titular la calidad de accionista y le atribuye, cuando menos, los siguientes derechos: (...)

5. En caso de aumento de capital:

- a. A suscribir acciones con derecho a voto a prorrata de su participación en el capital, en el caso de que la junta general acuerde aumentar el capital únicamente mediante la creación de acciones con derecho a voto.

- b. A suscribir acciones con derecho a voto de manera proporcional y en el número necesario para mantener su participación en el capital, en el caso que la junta acuerde que el aumento incluye la creación de acciones sin derecho a voto, pero en un número insuficiente para que los titulares de estas acciones conserven su participación en el capital.
- c. A suscribir acciones sin derecho a voto a prorrata de su participación en el capital en los casos de aumento de capital en los que el acuerdo de la junta general no se limite a la creación de acciones con derecho a voto o en los casos en que se acuerde aumentar el capital únicamente mediante la creación de acciones sin derecho a voto.
- d. A suscribir obligaciones u otros títulos convertibles o con derecho a ser convertidos en acciones, aplicándose las reglas de los literales anteriores según corresponda a la respectiva emisión de las obligaciones o títulos convertibles.”

Entonces, considerando que ambos artículos versan sobre los derechos que “cuando menos” son otorgados a los accionistas con derecho a voto y sin derecho a voto, respectivamente; podemos concluir que el DSP es un derecho mínimo, obligatorio y, como regla general, no puede ser pactado en contrario, pero sí puede ser renunciado, es decir, no ejercido.

### **2.2.2. Procedimiento de ruedas de suscripción preferente**

El derecho objeto de la presente investigación únicamente puede ser ejercido o enajenado total o parcialmente durante el procedimiento de ruedas de suscripción preferente. Este es un procedimiento dentro de un procedimiento más grande: el de aumento de capital, de ahí una importancia del preámbulo sobre el particular. Se encuentra regulado en los artículos 207 de la LGS y siguientes.

Como regla general, la LGS establece el procedimiento de suscripción preferente aplicable para los aumentos de capital por nuevos aportes, el cual será regulado por la junta general de accionistas o el órgano social administrativo correspondiente. Con intención de

brindar una mejor explicación, a continuación, se explicará el procedimiento de aumento de capital incidiendo en el procedimiento de ruedas de suscripción preferente:

- Se acuerda el aumento de capital
- Se realizan publicaciones sobre el procedimiento a seguir para aumentar el capital y el mencionado procedimiento de ruedas. Esto no sería necesario si la junta general de accionistas fuera universal y no se emitieran acciones sin derecho a voto.
- Los CSP o anotaciones en cuenta estarán a disposición de los accionistas dentro de los quince días hábiles siguientes al acuerdo de emisión, las cuales se encuentran también reguladas por la Ley de Títulos Valores (Ley N° 26887, 2000) y, en lo que corresponda, a la Ley del Mercado de Valores (Decreto Legislativo N° 861, 1996).
- Posteriormente y de acuerdo a lo establecido sobre ello en los CSP y publicaciones, se llevará a cabo el procedimiento de ruedas de suscripción preferente en el que se podrá transferir y/o ejercer el DSP realizando aportes. Se deben realizar dos ruedas, por lo menos.
  - En la primera, todos los accionistas tienen el derecho para suscribir las nuevas acciones preferentemente a prorrata de la participación de cada uno en la fecha que establezca el acuerdo. El plazo de esta rueda no será menor a diez días, salvo acuerdo unánime de todos los accionistas. Los únicos escenarios para la culminación del procedimiento de ruedas en esta rueda será la suscripción de la totalidad de nuevas acciones durante esta o la renuncia de la totalidad de accionistas a ejercer su DSP, en esta rueda.
  - En la segunda, solo los accionistas que suscribieron total o parcialmente en la primera rueda tienen el derecho para suscribir las acciones restantes a prorrata de la misma participación accionaria de la primera rueda considerando las acciones que suscribieron en la primera. El plazo de esta rueda y las siguientes no será menor a tres días.
  - Si hubiera nuevas acciones no suscritas preferentemente, se debe regular un procedimiento a seguir para asignarlas. Una vez cumplido este procedimiento final, se habrá culminado el procedimiento de ruedas de suscripción preferente.

- Para culminar, la sociedad deberá realizar una modificación de estatuto de acuerdo a los aportes obtenidos e inscribirlo en los Registros Públicos.

Sobre este particular, finalmente, cabe mencionar que, en los artículos 213 y 214 de la LGS, se prescribe que, para los aumentos de capital por nuevos aportes no dinerarios y por capitalización de créditos, se debe reconocer el derecho de realizar aportes dinerarios por un monto que permita a los accionistas conservar su proporción en el capital social.

### **2.2.3. Excepciones**

En una sociedad anónima peruana, la regla general es permitir el ejercicio del DSP de los accionistas ante un aumento de capital. No obstante, también existen excepciones en las que los accionistas no podrán ejercer este derecho. Ellas son las siguientes:

- a. Morosidad, según artículos 79 y 207 de la LGS;

En el segundo párrafo de ambos artículos, se señala textualmente que los accionistas que se encuentren mora en el pago de dividendos pasivos no podrán ejercer su DSP en ninguna circunstancia por su tenencia, hasta que dejen de permanecer en esa situación.

- b. Emisión de opciones para suscribir acciones, según artículo 103 de la LGS;

Las opciones para suscribir acciones tienen un funcionamiento consistente en emitir dichas opciones a favor de determinada persona para que pueda o no suscribir y obtener las acciones acordadas a su sola voluntad. La persona mencionada previamente es lo que Echaíz nombra como “titular natural” de las acciones a ser suscritas. Considerando ello, carecería de sentido emitir y negociar opciones si su “titular natural” puede ser preferido y quedarse sin las acciones que pretendía obtener. De ahí que se sustente el respeto absoluto al DSP como fundamento para requerir un requisito tan alto y prohibitivo como es la unanimidad de la totalidad de accionistas con derecho a voto para acordar la emisión de opciones.

- c. Acciones en poder de la sociedad, según artículo 104 de la LGS;

En el último párrafo del artículo señalado, se establece que “mientras las acciones a que se refiere este artículo se encuentren en poder de la sociedad, quedan en suspenso los derechos correspondientes a las mismas”. En tanto el DSP es un derecho obtenido gracias a la tenencia de las acciones, la sociedad emisora que posea las acciones no tendrá DSP para conservar su porcentaje de participación accionario.

- d. Capitalización de utilidades, reservas, beneficios, primas de capital y excedentes de revaluación, según artículo 202 de la LGS;

Esta forma de capitalización de cuentas contables no implica un cambio en el patrimonio neto, es solo un traspaso de una cuenta específica del patrimonio neto a la de capital social y una entrega a los accionistas de nuevas acciones en proporción a las que ya poseen. Entonces, en palabras de Ramos (2004), “no entrará en juego el derecho de preferencia, ya que las acciones se reparten necesariamente a los antiguos socios, por lo que, en definitiva, queda cumplida la finalidad que persigue el derecho de preferencia” (p.43).

- e. Aumento de capital al momento de la conversión de títulos en acciones, según artículo 207 de la LGS;

Ante todo, se debe distinguir a la capitalización de créditos y a la conversión de títulos en acciones. Si bien ambas se asemejan en que una deuda se volverá capital social y el acreedor se volverá accionista, ambas son diferentes. La primera siempre fue un crédito sin la opción de ser convertido desde un inicio. Por ello, la capitalización es algo “obtenido en el camino” (Echaiz, 2006, p. 270) y circunstancial por acuerdo posterior a su celebración. La segunda es un título de crédito con una opción adherida a este, desde su emisión, para ser convertido en un título o instrumento totalmente distinto. Dicha conversión se ejecutará en tanto exclusivamente el titular tome esa decisión.

Esta excepción aplica a la segunda: los títulos convertibles en acciones. Sin embargo, parece haber una contradicción entre los artículos 207 y 316, ya que uno proscribe el ejercicio del DSP y el otro no. Para mejor comprensión, se debe considerar que hay dos momentos en los que se podría suscribir preferentemente este instrumento financiero: al momento de su emisión como título convertible o al momento de su conversión en acciones.

El elemento que nos permitirá distinguir en qué escenario está proscrito es, nuevamente, el “titular natural”. Por ello, se coincide plenamente con Echaiz (2006), en tanto “sí existe derecho de suscripción preferente para suscribir las obligaciones convertibles en acciones (artículo 316 de la LGS), pero no existe aquel derecho para suscribir las acciones que resultan de la conversión de obligaciones (artículo 207 de la LGS) porque estas últimas ya tienen su titular natural: el obligacionista” (p. 271).

- f. Aumento de capital de una sociedad anónima abierta, según artículos 207 y 259 de la LGS;

El artículo 259 de la LGS permite la exclusión del DSP de todos los accionistas a través de un acuerdo en la junta general de accionistas. En tanto se cumpla con ciertos requisitos, se podrá excluir el DSP en dos escenarios distintos: oferta privada y oferta pública de las nuevas acciones que suponen un aumento de capital.

En el primer escenario, además del quorum y requisitos propios de las sociedades anónimas abiertas para la adopción de acuerdos, se exige el voto de, por lo menos, el 40% de la totalidad de accionistas con derecho a voto a favor de la aprobación de esta excepción y que el aumento de capital no esté destinado a mejorar la posición accionaria de algunos accionistas.

Por otro lado, para las ofertas públicas, se exigen los mismos requisitos, salvo por la mayoría requerida. En este caso, la mayoría requerida es la regulada en el artículo 257 de la LGS: la misma que para otros acuerdos. Así lo aseveran Picasso y Lazo (2008): “Dado que el último párrafo del artículo 259 no plantea ningún límite, debemos entender que al eliminarse el mandato de adoptar el acuerdo con un mínimo de 40% de votos de las acciones suscritas con derecho a voto, se deja abierta la posibilidad de adoptar el acuerdo de conformidad con las reglas comunes de quórum y mayorías para sociedades anónimas abiertas establecidas en el artículo 257 de la LGS” (p. 172).

- g. Reorganizaciones societarias, según artículos 207, 335, 344 y 368 de la LGS;

En una transformación, el capital social se mantiene intacto e inalterado. Por ello, no hay cabida para el ejercicio del DSP. Así lo señala textualmente el artículo 335: “La

transformación no modifica la participación porcentual de los socios en el capital de la sociedad (...).”

Tanto en una fusión como en una escisión, nuevamente, hay “titulares naturales” de las acciones nuevas, entonces no podría haber DSP en una fusión o escisión. Es más, de permitirse este derecho, la operación misma de fusión o escisión, ambas se entramparían y perdería sentido ejecutarlas.

- h. Renuncia de la totalidad de accionistas al ejercicio del DSP, según Resolución del Tribunal Registral N° 116-2014-SUNARP-TR-L (21 de enero del 2014).

Las resoluciones del Tribunal Registral constituyen jurisprudencia en materia registral y societaria, por ello, es importante considerarlas. La mencionada resolución señala la posibilidad de excluir del procedimiento de ruedas de suscripción en determinado aumento de capital siempre que todos los accionistas renuncien al ejercicio de su derecho. Así, también lo establecen otras resoluciones como la N° 1546-2009-SUNARP-TR-L (16 de octubre del 2009) o la N° 2397-2014-SUNARP-TR-L (17 de diciembre del 2014).

De acuerdo con la Resolución del Tribunal Registral N° 116-2014-SUNARP-TR-L (21 de enero del 2014), esta posibilidad es permitida en base a que “en cuyo caso la funcionalidad del procedimiento establecido en tales dispositivos pierde su razón de ser, pues no se configuraría el presupuesto de existencia de accionistas a quienes proteger e informar para que hagan efectivo su derecho” (...) “por lo que, no sería de ineludible cumplimiento si se verifica que los accionistas no desean hacer uso de tal derecho”.

### **2.3. Legislación comparada**

Aunque pueda parecer extraño, la legislación comparada sobre el DSP es variada y suele ser más flexible que la regulación peruana, incluso en nuestra región. Atendiendo a ello y con la intención de conocer otras formas de regular el mismo fenómeno, las regulaciones de Estados Unidos de América, Reino Unido, España, Brasil, Colombia y México serán descritas resumidamente.

Antes de ello, resulta relevante reconocer de antemano que la regulación es tan variada, que se pueden medir en función a su rigidez y flexibilidad. No obstante, con fines prácticos, nos limitaremos a utilizar tres formas de regulación para categorizarlas: obligatoria, *opt out* y *opt in*.

La forma obligatoria implica consagrar al DSP como derecho mínimo, fundamental o inderogable a favor de los accionistas. Bajo esta forma regulatoria, se tiende a preferir los intereses de los accionistas sobre los de la sociedad, en materia de aumentos de capital. Asimismo, bajo este esquema, la limitación o restricción al DSP no existe en absoluto o no supone más que una excepción. Así, para el ordenamiento jurídico, consistiría en una situación que no debería ocurrir, pero de alguna forma se permite como escenario residual e inusual.

De acuerdo con Ventrizzo (2013), la forma o régimen *opt out* implica que “los accionistas disfrutan del derecho de suscripción preferente como regla predeterminada, pero pueden ser pactados en contra”. En otras palabras, el DSP es aplicado a los accionistas y sociedades de forma supletoria. Si, por alguna razón, se desea modificar algún aspecto relacionado al DSP o excluir la aplicación de este derecho, podrán pactar en contra de ello, con leves impedimentos legales o sin alguno en absoluto que impida acordarse como cualquier otra decisión de la sociedad.

Por otro lado, la forma *opt in* es la opuesta a la anterior. No hay aplicación supletoria del DSP a los accionistas y sociedades, pero si quisieran que así sea; se podrá pactar a favor de la aplicación del DSP. Asimismo, las partes podrán regular cualquier aspecto relacionado al derecho, en tanto así se acuerde. Dicho esto, se procederá con la breve descripción regulatoria de los países mencionados sobre el DSP.

### **2.3.1. Estados Unidos de América**

La regulación societaria es estatal; no obstante, mencionaremos las tres regulaciones más importantes de este país: el *Model Business Corporation Act* (Diciembre del 2020) (en adelante, MBCA), la correspondiente al estado de Delaware y la del estado de Nueva York.

Ellas, como veremos en las siguientes líneas, son tres regulaciones *opt in* y son de las más emblemáticas del mencionado país.

En principio, el MBCA no es una norma vinculante, salvo que determinado estado o país decida regirse por ella, lo cual es el caso con más de la mitad de los estados del país bajo comentario. Respecto al *pre-emptive right*<sup>1</sup>, se encuentra regulado en el artículo 6.30 del MBCA bajo el régimen *opt in*. Es decir, esta norma sugiere un procedimiento y formalidades en particular, pero no se aplican supletoriamente. Los accionistas no tienen este derecho, salvo que así lo señalen los estatutos. Si, por decisión de los accionistas, se desea adoptarlas, tendrá que pactarse a favor o, en cualquier caso, regular procedimientos y formalidades diferentes.

A propósito de ello, el régimen sugerido por la MBCA consiste en lo siguiente: el directorio regula el procedimiento para suscribir preferentemente las acciones de forma que se permita conservar el porcentaje accionario de forma justa y razonable; de no ser adquiridas por los accionistas en ejercicio de este derecho, cualquiera podrá suscribirlas; y, no existe este derecho para suscribir títulos convertibles, opciones, títulos que correspondan a un incentivo o pago a trabajadores y acciones pagadas por aportes no dinerarios.

El estado de Delaware, conocido por mantener regulaciones de gran acogida, no se adhirió a los lineamientos del MBCA. Este estado regula las sociedades a través del Capítulo 1 del Título 8 de *The Delaware Code*, conocido como *General Corporation Law* (23 de junio del 2021). En el artículo 102.b, se regulan los pactos adicionales que podrían adoptar las sociedades. Dentro de ellos, en el numeral 3, se señala que los accionistas no tienen el derecho, pero pueden establecerlo. Además, a diferencia del MBCA, no hay una disposición sugerida para el acogimiento a este derecho.

Por último, el estado Nueva York, con otra regulación de gran acogida, norma sus reglas societarias a través de la sección corporativa de su código. En el artículo 622.b.2 del Capítulo 4 del *Consolidated Laws of New York* (22 de setiembre del 2014), se señala textualmente que supletoriamente no existe este derecho, pero puede ser pactado a favor en

---

<sup>1</sup> Derecho de Suscripción Preferente, en inglés en Estados Unidos de América.

el pacto social y no se sugiere un procedimiento para este derecho, como sí ocurre con la MBCA.

### **2.3.2. Reino Unido**

En Reino Unido, el derecho societario se encuentra regulado por la *Companies Act* (8 de noviembre del 2006). En los artículos 561 y siguientes del capítulo 3, se regula el *right of pre-emption*<sup>2</sup> bajo un régimen *opt out* sumamente flexible dadas las facilidades con las que se puede suprimir o excluir este derecho. En principio, el DSP es aplicado supletoriamente. Sin embargo, la norma permite una amplia gama de posibilidades para su exclusión, algunas de ellas son las siguientes: permite su pacto en contra a nivel de junta de accionistas, de estatuto, ante la emisión de acciones en cartera, emisión de opciones, el aumento de capital por aportes no dinerarios, para sociedades en problemas financieros, entre otros.

### **2.3.3. España**

El Real Decreto Legislativo N° 1/2010 (3 de julio del 2010), Texto Refundido de la Ley de sociedades de capital, comprende cuatro regulaciones dispersas: la regulación sobre las sociedades en comandita por acciones, la correspondiente a sociedades de responsabilidad limitada, la normativa sobre sociedades cotizadas y, finalmente, la Ley de Sociedades Anónimas del 1989. Dentro de este compilado de normas, el DSP es conocido solamente como el “Derecho de Preferencia”. En virtud a su artículo 93, este derecho es mínimo y fundamental del accionista. En los artículos 304 y siguientes, se establece su regulación procedimental. En ella se regula un procedimiento semejante al peruano, salvo porque solo hay sólo una rueda obligatoria de suscripción preferente y la posibilidad de retirarla en dos escenarios: por interés social de cualquier sociedad anónima y por emisión de sociedades anónimas que cotizan en un mecanismo centralizado de negociación.

---

<sup>2</sup> Derecho de suscripción preferente, en inglés para Reino Unido.

Para la exclusión por interés social, se requiere probar dicho interés mediante informe realizado por el directorio, constancia de la propuesta de supresión y que el valor nominal junto a la prima correspondan al valor real señalado en el informe. Para la exclusión en caso de sociedades anónimas “cotizadas”, lejos de requerirse lo exigido a las sociedades anónimas abiertas peruanas, sólo se exige una valorización de las acciones llevada a cabo por un experto independiente.

A propósito del desarrollo legislativo español, debemos tener presente que, coincidiendo con Flores, la Ley de Sociedades Anónimas española de 1951 es fuente de inspiración para la redacción de una gran porción de la Ley N°16123 del 1966 (Ley N°16123, 1966), anterior Ley General de Sociedades peruana (Flores, 1994). Esta aseveración no deja de ser cierta si tratamos con el DSP, ya que, a pesar de que nunca fue intención del grupo encargado del Anteproyecto de la antigua Ley española otorgarle carácter de derecho mínimo y esencial (Garrigues y Uría, 1953), las anteriores leyes peruana y española comparten una redacción escueta y simple sobre el DSP, pero consagrándolo como derecho mínimo, esencial e imposible de excluir a nivel de junta general de accionistas y otorgando una segunda rueda. Más allá de lo anecdótico, resulta llamativo saber que, a partir de la coincidencia entre ambas normas antiguas, la regulación europea en general se flexibilizó en diferente medida, mientras que la peruana sólo se volvió aún más rígida de lo que fue pensado a ser aplicable a un contexto de hace casi cien años con la Ley de Sociedades Anónimas de 1951.

#### **2.3.4. Brasil**

La *Lei das Sociedades por Ações*, correspondiente a la *Lei*<sup>3</sup> N° 6404/76 (15 de diciembre del 1976), regula un régimen obligatorio para las sociedades anónimas “privadas” o que no se encuentran listadas en mecanismos centralizados de negociación de valores y *opt out* para las sociedades “públicas” o se encuentran listadas en mecanismos centralizados de negociación de valores. En los artículos 168.1.d y 171, se establece un régimen obligatorio para las sociedades anónimas “privadas”, basando sus procedimientos en solo una rueda de

---

<sup>3</sup> Ley, en portugués.

suscripción. Por otro lado, en el artículo 172, a las sociedades anónimas “públicas” o que se encuentran listadas en mecanismos centralizados de negociación de valores se les permite modificar, regular, suprimir o excluir el *Direito de Preferência*<sup>4</sup>, siempre que el aumento de capital sea en el marco de una oferta pública de valores.

### **2.3.5. Colombia**

El artículo 388 del Decreto 410 de 1971 (27 de marzo del 1971), el Código de Comercio de Colombia, regula un régimen *opt out* para el Derecho de Preferencia en Emisión de Acciones. Se prescribe el derecho a ser ejercido proporcionalmente a los porcentajes de participación social sin señalar cantidad mínima de ruedas. Asimismo, puede ser excluido o suprimido, siempre que, ante la Superintendencia de Sociedades colombiana, se haya acreditado el cumplimiento del reglamento de colocación de acciones, elaborado por la Junta Directiva de la sociedad, en el desenvolvimiento de la emisión.

### **2.3.6. México**

En México, el derecho societario se encuentra regulado por la Ley General de Sociedades Mercantiles de 1934 (4 de agosto del 1934). Así, de acuerdo con el artículo 132 de dicha Ley, los accionistas tienen un derecho preferente para suscribir las que sean emitidas en un aumento de capital proporcionalmente a la tenencia accionaria de cada accionista. No se establece una cantidad de ruedas o plazo mínimo ni máximo para ello. Además, en el artículo 97.VII, se regulan las estipulaciones circunstanciales que podría adoptar la sociedad en su escritura constitutiva. Dentro de ellas, en el literal e, se permite la posibilidad de ampliar, limitar o negar este derecho. De ahí que nos encontremos ante un régimen *opt out* bastante libre y flexible.

## **1.4. Conclusiones**

---

<sup>4</sup> Derecho de Suscripción Preferente, en portugués para Brasil.

- a. El DSP es un derecho de opción a favor de los accionistas de determinada sociedad consistente en ser preferido ante otros en la suscripción de las acciones recientemente creadas por la sociedad correspondiente a dicho accionista titular del derecho a cambio de nuevos aportes.
  
- b. La regulación peruana sobre el DSP lo prescribe como derecho mínimo, fundamental e inderogable, en tanto tiene como finalidad evitar la dilución accionaria, que supone un detrimento tanto económico como político para los accionistas. Además, este derecho es transferible y posible de ejercer en el marco de un procedimiento de, por lo menos, dos ruedas.
  
- c. Incluso dentro de la región latinoamericana, las normas que regulan el DSP en otras latitudes presentan características diferentes y menos estrictas que las aplicadas en el DSP prescrito en Perú.

# **CAPÍTULO III: ANÁLISIS ECONÓMICO Y FINANCIERO DE LA REGULACIÓN NACIONAL DEL DERECHO DE SUSCRIPCIÓN PREFERENTE**

El derecho que nos trae a esta redacción ha sido presentado como la herramienta para arreglar cierto problema; sin embargo, a nivel nacional, no se estimó que también podría producir situaciones no deseadas e ineficientes. A causa de ello, en este capítulo se realizará una conclusión en base a la presentación de cuatro problemas económicos o financieros ocasionados por la sujeción a esta normativa sobre el DSP: desincentiva la inversión, carencia de flexibilidad financiera, obstaculiza la inversión estratégica y distorsión en los porcentajes de participación accionario, y la sustracción de valor.

## **3.1. Desincentiva la inversión**

Para García-Moreno (1995), “el estudio del aumento de capital quedaría irremisiblemente incompleto, cuando no carente de base, si no se parte de su concepción como medio de financiación de la empresa”. Y, como no podría ser de otra forma, el aumento de capital como fenómeno jurídico pasará por el tamiz de la realidad y práctica económica y financiera a lo largo de esta investigación.

Para comenzar, imaginemos el siguiente ejemplo. Yo, el redactor, estoy vendiendo mi carro porque me iré a vivir a otro país. Entonces, se lo ofrezco a usted, lector. Ahora, asumamos que a usted le fascinó mi carro y estaría dispuesto a pagar mucho por él, mucho más que el valor de mercado del carro. Su reacción natural será asertiva, entusiasta y querrá finalizar la compra lo más pronto posible. Sin embargo, ¿cómo reaccionaría usted si le digo “gracias por querer comprarlo, pero ahora que lo hizo, tengo que ofrecerle el carro a mi papá, mamá, hermano, novia y amigos por el próximo mes, sólo después de eso podrá comprarlo”, en lugar de simplemente proceder con la venta?

Antes de continuar con la lectura de la presente investigación, sugiero vivamente que trate de situarse en este escenario. Después de ello, sugiero también compararlo con una emisión de acciones sujeta a DSP. Dejemos de lado que, en un caso, hay un derecho de preferencia y, en el otro, no, ya que justamente eso es lo que se cuestiona. Es innegable la diferencia más resaltante: la relación entre el vendedor sujeto a este derecho a favor de quienes se benefician de este, pero eso se analizará en el siguiente capítulo. Por ahora, nos limitaremos a evaluarlo a nivel transaccional.

Para entender mejor las implicancias del DSP, hace falta también entender el procedimiento que lo circunscribe: el financiamiento vía capital social. En la práctica, el factor más relevante y quizás determinante para tomar la decisión de financiamiento de la sociedad es elegir el financiamiento más barato posible que satisfaga el monto requerido de financiamiento, lo que es lo mismo al financiamiento menos costoso o al mejor precio disponible en favor del emisor, porque llevarlo a cabo de esta manera supone la satisfacción del interés social. Ello implica que si, por ejemplo, la sociedad necesita financiarse y la opción de financiamiento “A” lo financiará a menor costo o pagará más por acción por las acciones que la opción de financiamiento “B”, se elegirá a “A” como nuevo accionista como resultado del financiamiento.

Asimismo, en la práctica de una sociedad peruana, es posible que dicho procedimiento demore unas horas o varios meses. Ello dependerá de la cantidad total de accionistas, de si los accionistas se encuentran alineados en que se lleve a cabo este aumento de capital, de la entrada de un tercero o no, del tiempo y trabajo que le dediquen quienes lleven a cabo el procedimiento, de si se trata de una emisión de acciones por oferta privada o pública, entre otros factores prácticos y propios de la realidad de cada empresa.

Sin embargo, para efectos de las siguientes líneas, consideraremos únicamente a las sociedades cuyos procedimientos sean particularmente más afectados por el DSP, esto es: sociedades cuya valorización se realice a valor de mercado, ingrese un tercero y cuyos accionistas se encuentren en desacuerdo o no alineados en permitir la eliminación voluntaria de forma unánime del procedimiento de DSP con la finalidad de que se lleve a cabo el aumento de capital de la forma más eficiente posible.

Ahora bien, un procedimiento de aumento de capital de duración moderada, por lo menos, duraría dos meses, mientras que, uno muy largo duraría cuatro meses, por lo menos. No hay un plazo máximo de duración estándar establecido. Quienes llevan a cabo el procedimiento de financiamiento a favor de la sociedad lo establecerán de acuerdo a las circunstancias. Se trata de algo que siempre varía, de acuerdo al caso concreto. En base a ello, un procedimiento estandarizado de emisión de acciones pasará por las siguientes etapas: conversaciones, *due diligence*<sup>5</sup> sobre la emisora, negociaciones de contratos, ejecución del acuerdo societario de aumento de capital, procedimiento de ruedas de suscripción preferente, entre otros requisitos. En una emisión de acciones por oferta pública, el cumplimiento de requisitos aumentará, debido a los requerimientos regulatorios específicos sobre ofertas públicas.

Dicho esto, el tiempo es de suma importancia en un contexto transaccional, ya que implica un costo para ambas partes, pero que es sufrido de especial forma por el emisor, ya que es quien necesita los recursos en primer lugar. Consideremos que al haber mayor demora, habrá más costo. La demora precitada, como costo, puede manifestarse de dos formas en ocasión de un aumento de capital en este ámbito: la variación de valor en la transacción a lo largo del transcurso del tiempo y, lo que en finanzas se conoce como, valor del dinero en el tiempo.

El primero de ellos consiste en el aumento del valor de mercado de las acciones de la emisora debido a alguna variación de mercado y el sucesivo ejercicio del DSP de los accionistas regulado nacionalmente, en perjuicio de la sociedad. El problema en este caso radica en que, a mayor sea la demora en el cierre de la operación, mayor será el espacio o la ventana de tiempo en la que puede ocurrir una variación en el valor para el ejercicio del DSP o la transferencia del CSP, para beneficio de los accionistas y en detrimento de la sociedad misma. Sin embargo, este traspie es un segmento de uno más grande que será desarrollado más adelante, bajo el título de “sustracción de valor” dentro del presente capítulo y se ahonde en el desarrollo de las opciones financieras.

---

<sup>5</sup> Debida diligencia, en inglés. Este término hace referencia a una evaluación realizada a determinada persona natural o jurídica para dar a conocer su estado o circunstancias desde diferentes perspectivas, principalmente, financiera, legal y contable.

Mientras que, el valor del dinero en el tiempo, como concepto básico y piedra angular de las finanzas, es el costo de oportunidad del dinero durante un determinado período de tiempo. En la práctica, el costo de oportunidad es parte fundamental para la valorización de un activo o instrumento financiero; sin embargo, no se hace referencia a su aplicación en ese aspecto. En el contexto de un aumento de capital, ese determinado período es la demora ocasionada por llevar a cabo el procedimiento de ruedas de suscripción preferente. Nos referimos a la pérdida generada a partir del flujo de caja que no generará el emisor por el tiempo perdido en llevar a cabo el cumplimiento de la regulación sobre el DSP. El inconveniente lo sufrirá la emisora porque los recursos captados por el financiamiento únicamente podrán ser usados tras el cierre de la operación. Sólo entonces la generación de valor a favor de la emisora será un evento cierto. Como veremos más adelante, estos costos afectarán al precio y, en consecuencia, en la toma de decisiones del posible inversionista. Esta es una de las razones por las que los abogados prefieren terminar estos procedimientos lo más pronto posible. De ahí que la demora resulte, en cierta medida, perjudicial.

A propósito de los costos, precisamos recordar que las mejores decisiones están basadas en información. Cuando uno desea comprar algo, obtener información es particularmente importante, ya que el vendedor de un bien siempre tiene más conocimiento que un posible comprador, esta diferencia sobre la información se conoce como asimetría informativa. Por ejemplo, si quisiera comprar un carro usado, antes de pagar al instante de verlo, preferiré invertir tiempo y dinero para conocer más sobre este carro para conocer su valor y saber cuánto estaría dispuesto a pagar por él. Esto lo haría viendo el carro personalmente, conversando con el vendedor sobre su carro, cotejando su precio con el de otros carros con similares características, entre otras medidas. Asimismo, dicho tiempo y dinero invertidos, graficados en los ejemplos, son conocidos como costos de información o de búsqueda, una especie de los costos de transacción. Siendo que los costos de información o costos de búsqueda se podrían definir, según Bullard (2019), como “los costos de identificar con quién voy a contratar y sobre qué” (p.87).

Sin embargo, cuando se pretende comprar activos financieros, los costos de información siempre son significativamente más altos. Recordemos que los activos financieros son activos que tienen la capacidad de generar riqueza a su poseedor y egresos

de riqueza a su obligado. Entonces, por definición, sabemos que lo único que diferencia a un activo financiero de un activo común es su capacidad de generar posibles retornos con su sola tenencia. A partir de ello y de Brealey, Myers & Allen (2010), no debería haber duda que las acciones son activos financieros.

Así, aquel tercero ajeno a la sociedad que pretenda suscribir o comprar acciones, por lo menos, deberá incurrir en los siguientes costos de información para decidir si comprar o no alguna acción en específico:

- Evaluación de los estados financieros,
- Hallazgo y evaluación de riesgos,
- Valorización de las acciones,
- Valorización de los instrumentos de deuda (en el marco de una capitalización de créditos),
- Asesoría y servicio profesional, y
- Tiempo

En la práctica a nivel mundial, es habitual incurrir en dichos costos. Sin embargo, lo que no debería ser habitual es incrementar dichos costos al punto de desincentivar a los terceros o inversionistas a participar en una emisión de acciones, sea por oferta privada o pública, y volverlos una inmutable regla general, cuando lo ideal para una sociedad es financiarse al menor costo posible. En Perú, parte de los costos asumidos por el emisor, en un aumento de capital, son debidos a la preferencia que genera el DSP, en favor de los accionistas preexistentes sobre cualquier tercero que pretenda invertir en la sociedad.

A causa de la preferencia y en perjuicio del emisor, todo tercero ajeno a la sociedad con intenciones de invertir en acciones no estará dispuesto a hacerlo o, por lo menos, lo pensará mucho más que alguien que pretenda invertir en las mismas acciones, pero sin DSP. Ello se debe a que la preferencia incrementa la demora previamente explicada y el riesgo de obtener las acciones para el tercero inversionista, además de los altos costos transaccionales inherentes a estas operaciones. A aquel riesgo se le puede conocer como el riesgo de que las preferencias, a favor de los accionistas preexistentes, a suscribir las nuevas acciones sean ejecutadas y, matemáticamente, el inversionista no pueda ingresar a la sociedad del modo

que quisiera o no pueda ingresar en absoluto. Considerando esto, el inversionista no tendrá la seguridad de lograr el objetivo deseado como inversionista y se verá disuadido de realizarla por completo. Es más, considerando la demora de este procedimiento, el riesgo de obtener las acciones es aún más alto, debido a la amplia ventana de tiempo a la que se encuentra expuesto todo inversionista de ser preferido por los accionistas preexistentes. Así, no estarían dispuestos a incurrir en todos los altísimos costos previamente mencionados sabiendo que no necesariamente podrán adquirir las acciones en la cantidad que desean o, inclusive, podrían no adquirir alguna siquiera, ya que el DSP regulado nacionalmente permite la suscripción de la totalidad de las nuevas acciones de forma preferente a favor de los accionistas preexistentes.

Estas afirmaciones se pueden presentar en dos contextos con consecuencias graves para el emisor o sociedad a ser financiada: i) en una oferta privada y ii) en una oferta pública. A continuación, se darán a conocer algunas particularidades prácticas en una emisión de acciones y cómo el DSP regulado nacionalmente puede perjudicar el mejor desarrollo de este proceso de financiamiento.

#### i) En Oferta Privada

En una oferta privada, los costos, la demora y el riesgo de obtener las acciones generados por el DSP y asumidos por los posibles inversionistas representarán un concepto que debe ser compensado en el marco de la transacción. En consecuencia, representa una reducción del valor de las acciones desde la perspectiva del tercero. A partir de aquí habrá dos posibles escenarios en la toma de decisión de inversión por parte del tercero, en función al DSP:

- a. Si la inversión es lo suficientemente atractiva para él, llevarán a cabo el *due diligence* y la valorización, por lo que se revelarán los costos y riesgos adicionales en comparación a una hipotética empresa cuya emisión de acciones no se encuentre sujeta al DSP. Por ello, quedará abierta la posibilidad de que la acción de la emisora sea menos atractiva y se castigue en el precio por acción, perjudicando a la emisora, dado que, como sabemos: a mayor riesgo, menor precio. Ello no excluye que dicho

riesgo se pueda mitigar contractualmente, lo cual será en términos que desfavorecen al emisor.

- b. Si el tercero considera que el riesgo de obtener las acciones es muy grande y contraviene sus intereses de inversionista, ni siquiera intentará iniciar el proceso, ya que este riesgo le genera una aversión suficiente como para no asumirlo y no incurrir en los costos de información. En este caso, se disuadió por completo a uno o más inversionistas que pudieron haber pagado un precio económicamente razonable o quizá mayor al emisor, llegada a determinada etapa del proceso. En otras palabras y siguiendo la relación entre riesgo y precio, el precio ofrecido fue demasiado bajo como para compensar un riesgo tan alto.

#### ii) En Oferta Pública:

Antes de continuar, es necesario definir “competencia” para comprender las implicancias a explicar en los siguientes párrafos. De acuerdo a Mankiw (2017), un mercado competitivo es “un mercado en el que hay múltiples compradores y vendedores y, por lo tanto, individualmente ninguno de ellos tiene un impacto significativo en el precio de mercado” (p. 66). En base a ello, la competencia permite formar el precio del bien o activo a través de la interacción de todos los agentes económicos participantes en la oferta, de forma que nadie en particular fije el precio a su antojo e interés.

Así, en una oferta pública primaria de acciones no sujetas al DSP y dependiendo de cómo se lleve a cabo la oferta pública, las ofertas competirán entre sí y normalmente ocurrirá una suerte de puja que lleve el precio al alza para que se elijan los precios por acción más atractivos y designar a estos postores como nuevos accionistas en este proceso de emisión. Ello generará que el precio por acción aumente y, en consecuencia, el valor de las acciones de la sociedad y la sociedad misma aumenten su valor en el mercado. A esto se le llama “procedimiento competitivo” porque todos los postores tuvieron una interacción completa entre sí y formaron el precio grupalmente, el cual resultó beneficioso para la sociedad, ya que consiguió el financiamiento más barato posible.

En consecuencia, en una oferta pública, las consecuencias de la aplicación del DSP serán aún más graves: los costos, la demora y el riesgo de obtención de acciones ya mencionados se traducirán en un desincentivo a la competencia, obstaculizando la oportunidad de realizar un proceso competitivo como el mencionado en el párrafo anterior.

Entonces, si al supuesto mencionado, se añadiera la sujeción al DSP regulado nacionalmente, el proceso se puede llevar de dos formas, para efectos de esta explicación: sin inversionista preseleccionado y con inversionista preseleccionado. Veremos cómo el DSP distorsiona la vía de financiamiento adecuada al alterar la toma de decisión de inversión de los postores:

- a. Sin inversionista preseleccionado: La sociedad emisora no realiza acuerdos con ningún inversionista previamente, por lo que recurrirá a ofrecer las acciones públicamente para alcanzar el máximo precio por acción posible. Sin embargo, si se introduce, en medio del procedimiento principal de emisión de acciones, un procedimiento en el que se otorgan una serie de preferencias sobre la totalidad de la nueva emisión en la que solo participan los accionistas preexistentes a un precio preestablecido; no habrá una buena interacción entre todos los posibles inversionistas con el emisor. Es decir, el procedimiento no será competitivo. A raíz de ello, además, habrá una gran incertidumbre sobre el procedimiento principal de emisión de acciones, debido a los costos ocasionados por la demora y el riesgo de obtener las acciones los cuales se habrían generalizado por todo el procedimiento. En consecuencia, los postores serán ahuyentados del mismo sin intenciones de siquiera participar.
- b. Con inversionista preseleccionado: La sociedad emisora ofreció sus acciones a muchos posibles inversionistas configurando la oferta pública. Pocos fueron preseleccionados para suscribirlas. Sin embargo, todos ellos se encontrarían en la misma situación que en los escenarios a) y b) sobre oferta privada ya explicados, los cuales no son favorables para el emisor. Ello llevará a que muy probablemente el precio por acción disminuya por los motivos previamente señalados, perdiendo una de las ventajas más importantes de una oferta pública para el emisor: la emisión de

las acciones al mayor precio posible. La diferencia aquí yace en que esto ocurrirá con todos los receptores de la oferta de forma sistemática, mientras que en el escenario anterior nos encontrábamos en una fase inicial o primitiva de formación de mercado.

En ambos contextos con sus respectivos escenarios, el DSP genera, coincidentemente, las siguientes consecuencias sobre el emisor:

En primer lugar, se perjudica el valor de la sociedad emisora, porque se limitan las posibilidades de maximizar el valor de la empresa y de la tenencia de todos los accionistas, al obstaculizar y encarecer la oportunidad de entrada de algún inversionista que podría dar más valor a la sociedad, contraviniendo el interés de esta última de obtener un mejor financiamiento con beneficios para los accionistas. La ocurrencia del mencionado perjuicio dependerá de las circunstancias y el caso en concreto, mientras que la intensidad del perjuicio será mayor mientras más se desincentive la participación de los inversionistas.

En segundo lugar, habrá más dilución a los accionistas, siempre que efectivamente ocurra la consecuencia anterior, porque, al no efectuar el mejor y más barato financiamiento posible, la emisora entregará más acciones a cambio de un menor precio por acción a aquel o aquellos que suscriban, ya que se requerirá de más acciones para que la sociedad llegue al monto requerido para financiarse.

Cabe mencionar que, el rechazo al DSP mostrado en estas líneas no pretende excluir a los accionistas preexistentes de la posibilidad de obtener las acciones que se vayan a emitir. Por el contrario, un accionista preexistente también debería poder participar, pero, como cualquier otro posible inversionista, junto con el resto del mercado. En tanto el accionista considere una buena inversión proponer una mejor oferta y competir por el financiamiento de la sociedad, no debería haber, como regla general, impedimento regulatorio alguno para obtener un mejor y más barato financiamiento, en beneficio del emisor. Aquello producirá un aumento en el valor de mercado de la acción y se requerirán menos acciones emitidas para llegar al monto de financiamiento requerido por la sociedad. Esto, a su vez, disminuirá el impacto de la dilución porque habría menos acciones a ser emitidas. Es más, en un contexto sin DSP, inclusive, el accionista preexistente ya tiene ventaja sobre cualquier tercero porque el accionista incurrirá en menos costos de información. Su conocimiento interno de la

sociedad y derecho político de información que ya tiene por el solo hecho de ser accionista le otorgan esa ventaja sobre los terceros, además del ahorro de tiempo que supone no tener que someterse al procedimiento de ruedas por el DSP.

Ahora bien, la tercera consecuencia del DSP es que constituye un desincentivo en el uso del mercado de valores para emisiones de acciones por oferta pública. Esto ocurre porque la función de los mercados financieros es facilitar las transacciones (Wolley, 2010), mientras que, en la práctica transaccional, el DSP regulado nacionalmente constituye un obstáculo para llevar a cabo procesos de emisión de acciones de esta naturaleza, cómo hemos podido evidenciar por las razones, costos y dificultades expuestas. Por ello, quienes pretendan financiarse preferirán hacerlo por oferta privada, recurriendo a cualquier otra vía diferente, a pesar de que el financiamiento vía capital social quizás sea la vía idónea para el emisor o, en el peor de los casos, la única vía posible ante la imposibilidad de recurrir a otro medio o vía.

Es más, personalmente, tiendo a creer que, incluso con los beneficios que trae la regulación específica sobre ofertas públicas, el procedimiento nacional del DSP y el derecho en sí mismo son un par de las principales razones por las que este tipo de ofertas no suelen ocurrir en Perú. Dicho esto, incentivar el uso del mercado de valores en todos sus flancos es importante, de lo contrario, se estaría ahuyentando la inversión en las sociedades anónimas peruanas, lo que ocasionará que se limite su crecimiento y, en consecuencia, se frene el crecimiento económico del país. De acuerdo con Ruiz, Galán y Ruiz (2015), “un mercado de valores en muchos casos es ‘el principal indicador de la fortaleza económica de un país’ a que el alza en valor de las acciones se traduce en un incremento de inversión en las empresas participantes (...)” (p. 57).

En conclusión, los accionistas preexistentes no deberían tener preferencia en la suscripción de acciones, dado que las preferencias otorgadas por el DSP regulado nacionalmente son tan costosas que desincentivan la inversión en acciones. Por el contrario, los accionistas deberían competir con los terceros para maximizar el valor de la acción del emisor, en lugar de establecer preferencias. Asimismo, bajo el orden de ideas establecido en los párrafos precedentes, el DSP y su procedimiento regulados nacionalmente generan tres

inconvenientes: perjuicio en el valor de la sociedad emisora al generar altos costos y desincentivar la competencia, ocasiona lo que pretende eliminar: dilución de los accionistas preexistentes, a causa de la emisión de más acciones a menor precio para alcanzar el monto requerido para el financiamiento, y desincentiva el uso del mercado de valores para emisiones de acciones, lo que, a su vez ahuyenta la inversión en las sociedades anónimas peruanas a través de este medio.

### **3.2. Carencia de flexibilidad financiera**

Una característica muy importante en una sociedad es su flexibilidad financiera: la posibilidad de definir la estructura de capital óptima de una empresa eficientemente, esto es, lo más pronto y al menor costo posibles. En palabras de Perez-Carballo (2015), la flexibilidad financiera consiste en:

“La posibilidad de variar el volumen y la estructura de la financiación sin incurrir en costes ni retrasos excesivos. Ello exige mantener financiación de reserva, que se pueda movilizar en caso de necesidad, instrumentos alternativos de financiación y un conocimiento adecuado del mercado financiero para anticipar los problemas y aprovechar las oportunidades que surjan”. (p.60)

El encargado de flexibilizar financieramente a la sociedad es la administración, dado que ella se encarga de ejecutar los acuerdos de financiamiento adoptados por la junta de accionistas. Asimismo, ellos se encuentran obligados a desempeñarse acorde al interés social y, por ello, a desempeñar sus labores, por lo menos, diligentemente. Sin embargo, esta capacidad de la administración consistente en variar el volumen y la estructura del financiamiento de la sociedad con fines de maximizar beneficios se encuentra mermada por la regulación del DSP.

Recordemos que hay todo tipo de escenarios con procedimientos de aumentos de capital. Sin embargo, los más afectados por la regulación nacional del DSP son los que su valorización se realiza a valor de mercado, ingresará un tercero y los accionistas no se encuentran alineados en permitir la eliminación voluntaria del procedimiento de DSP.

Entonces, si consideramos las demoras, la cantidad de agentes intervinientes, el tamaño de la sociedad emisora, la regulación aplicable a la emisión; notaremos que dicho derecho y el correspondiente ejercicio del mismo quitan flexibilidad financiera a la sociedad y obstaculizan la maximización de los beneficios sociales.

Ante todo, para entender la importancia de la precitada flexibilidad, es necesario explicar ciertos conceptos financieros. Por ello, se desarrollarán los conceptos siguientes: capital, costo de capital, estructura de capital y mostrar la forma en la que estos conceptos se entrelazan con la flexibilidad financiera.

Sobre el capital, se deben distinguir dos acepciones: la acepción legal y la financiera. En la primera acepción, se hace referencia a los recursos aportados a la cuenta capital social del patrimonio contable de una sociedad. En adelante, nos referiremos a ella como capital social. En la segunda, el capital es todo tipo de recurso aportado a la sociedad o empresario puede acceder para financiar su actividad empresarial o sus operaciones, independientemente de la cuenta contable a la que se imputen estos recursos. En adelante, con fines de distinción, esto será llamado, únicamente, capital.

Considerando que las sociedades eventualmente requieren capital, existen diversas formas de financiar una empresa. En el entorno financiero, estas se clasifican en dos grandes grupos dependiendo de la procedencia de los recursos que financiarán a la sociedad: i) Financiamientos de Fuente Interna, dado que los recursos destinados a financiar son generados por y provienen de la misma sociedad, y ii) Financiamientos de Fuente Externa, debido a que los recursos destinados a financiar no provienen de la misma. Siguiendo esa clasificación, los financiamientos de fuente externa se dividen en dos grupos: i) Financiamiento vía deuda, ya que los instrumentos financieros entregados a cambio de los recursos del financiamiento son emitidos con cargo al pasivo contable social; y ii) Financiamiento vía capital, dado que, para efectos de esta explicación, los instrumentos financieros son emitidos con cargo al capital social de la misma. Dicho esto, los aumentos de capital social se encuentran dentro de la última de estas categorías.

Independientemente de la fuente de financiamiento con la que se capta capital, obtenerlo tiene una serie de costos, ya que el financiado tendrá que asumir alguna

contraprestación o entregar algún tipo de rendimiento a cambio del capital, así como gastos administrativos, riesgos, costo de oportunidad, entre otros. Así, el costo de capital consiste en todo costo incurrido, egreso o descuento que deba asumir aquel que se financie para conseguir dichos recursos. Este costo es determinado a través del *WACC*<sup>6</sup>, una herramienta financiera para cuantificar el costo de capital. El *WACC* se calcula realizando un promedio ponderado de los costos de los componentes de la estructura de capital de la sociedad, por lo que el cálculo siempre será diferente caso por caso.

En la práctica financiera y empresarial, la importancia de cuantificar el costo de capital a través del *WACC* corresponde a una toma de decisión muy importante y trascendente para la sociedad. Así, su importancia corresponde a que:

- Permite decidir si se debe llevar a cabo determinado financiamiento o no, ya que si el costo de capital de cierta sociedad emisora es mayor a la rentabilidad de determinada inversión a realizar con dicho financiamiento, sería irrazonable solicitar dicho financiamiento en primer lugar. Es decir, el costo de financiarse con una inversión en específico sería mayor a lo que se espera ganar con ella; y
- Permite conocer qué tan beneficioso será un financiamiento, porque permite conocer cuánta rentabilidad se debería esperar de determinada inversión a realizar con el financiamiento obtenido considerando los costos que supone el mismo. Entonces, a mayor *WACC*, menor rentabilidad y menor valor a favor de la empresa que se financia para ejecutar algún proyecto.

Según lo explicado hasta aquí, podemos deducir que la sociedad se beneficia de disminuir su *WACC* y que esto se logra a través de determinada estructura de capital. Por ello, es de suma importancia conocer el concepto de “estructura de capital”, ya que ajustar dicha estructura de capital periódicamente y de acuerdo a las necesidades sociales, beneficiará a la sociedad al disminuir su *WACC* y, por lo tanto, incrementar sus beneficios.

Por otro lado, la estructura de capital es la forma en que las empresas combinan su financiamiento vía deuda y vía capital social en determinadas proporciones. Así lo explican

---

<sup>6</sup> Por las siglas en inglés, del término *Weighted Averaged Cost of Capital*. Costo promedio ponderado del capital traducido al español.

Ehrhardt y Brigham (2007), es “la forma en que una compañía financia su activo, es decir, el lado derecho del balance general. Suele expresarse como porcentaje de los tipos de capital que usa; por ejemplo, deuda, acciones preferentes y patrimonio común” (p. 630).

Circunstancialmente, de acuerdo a los intereses y necesidades sociales, la estructura de capital debe ser ajustada. Para ello, se aumentará o disminuirá la cantidad de deuda o de capital social de la sociedad, hasta lograr una estructura de capital óptima. En otras palabras, una estructura de capital óptima es la apropiada combinación de deuda y capital social, de acuerdo a los intereses y necesidades de la sociedad.

Este punto óptimo se logra considerando que cada fuente de financiamiento tiene una serie de costos y, dependiendo de la situación concreta de la sociedad, se deberá hallar la proporción de deuda y capital social que implique menos costos para ella. Si bien no es posible conocer todos los costos *a priori*, es posible aproximarnos en la determinación de los costos según su fuente, de acuerdo de si se trata de financiamiento vía deuda o de capital social.

Dejando de lado el debate sobre qué fuente es menos costosa, en lo que respecta al aumento de capital, es innegable que el financiamiento a través del capital social podría disminuir el costo del capital del emisor en no pocas situaciones, como en los momentos desfavorables, ante situaciones que den a entender que no será un buen año para la sociedad, para prevenir o solucionar situaciones financieramente negativas. Concretamente, el incremento de la proporción de capital social disminuirá los riesgos de incumplimiento y los riesgos de insolvencia que se generan sobre el emisor al ser financiado a través de la emisión de instrumentos de deuda, los cuales pueden resultar lapidarios, en la práctica empresarial. En caso contrario, ante una escasa proporción de capital social, financiarse vía capital social será menos costoso que la opción opuesta porque el costo de financiarse vía deuda será demasiado alto, debido a que los riesgos mencionados sobrepasan los beneficios que supone el financiamiento vía deuda y a que asumir más riesgo lleva a que los inversionistas quieran mayor retorno para compensarlo. Entonces, la sociedad perderá posibilidades de inversión porque muy pocas oportunidades le beneficiarán más de lo que le costó el capital, verá

mergado su acceso al crédito y el valor de sus acciones disminuirá, de acuerdo a las circunstancias nuevamente.

Además, dado que la estructura de capital se debe ajustar a las circunstancias, necesidades y, en ocasiones, urgencias de la sociedad, el período de tiempo en la que se ajusta dicha estructura resulta de mucha importancia. Dicho período de tiempo, dadas las razones explicadas en párrafos anteriores sobre la demora como desincentivo y en estas últimas líneas, puede determinar o condicionar la obtención del mejor financiamiento posible y la eficacia del mismo ante lo que necesite o requiera la sociedad, siendo que esa necesidad fue la que ocasionó la búsqueda de un financiamiento en primer lugar. Todo ello tiene como causa el sometimiento a un procedimiento largo, extenuante y pernicioso, como ha sido mencionado en páginas anteriores.

Ahora bien, el entrelazamiento o interacción de los conceptos descritos y el DSP gira en torno al concepto de flexibilidad financiera porque la última consiste en la capacidad del órgano ejecutor de los aumentos de capital en llevarlo a cabo de la mejor forma posible, en interés social, por y para beneficio de la sociedad. Para lograrlo, este órgano debe tener la libertad de definir la estructura de capital óptima para la sociedad minimizando todos los costos inherentes a todo posible financiamiento sin ningún tipo de limitación. Entonces, si las intenciones de la administración corresponden a llevar a cabo el financiamiento vía capital social, como es el caso; lejos de limitarlas con el DSP y su procedimiento de ruedas, se debe tener la posibilidad de colocar las acciones de la manera más rápida y eficiente posible, de forma que la estructura de capital sea óptima ante cualquier situación. La regulación societaria debe coadyuvar en permitir que las posibilidades beneficiosas sean efectivas para la sociedad, de acuerdo a lo que la eficiencia económica aconseja, y no tergiversadas con un derecho que impide asumir estas posibilidades.

En ese orden de ideas, hasta este punto, es posible deducir una larga serie de beneficios que nos brinda otorgar la capacidad que amerita estas líneas sobre los aumentos de capital y que el DSP regulado no permite a plenitud. Por ello, a continuación, desarrollaremos brevemente los más importantes, resaltando que bajo ninguna circunstancia son los únicos beneficios:

- **Favorece a la supervivencia de la sociedad:** Este beneficio será de particular interés para afrontar momentos críticos o sucesos inesperados que pueden poner en peligro la estabilidad o supervivencia de la sociedad. En cualquier caso, sea para evitar, prevenir, solucionar o disminuir el impacto de todo inconveniente financiero, tener la posibilidad de ejecutar aumentos de capital rápida, asequible y eficientemente favorecerá la supervivencia de la sociedad, de acuerdo a las particularidades, necesidades y urgencias de la sociedad. Todo esto con la finalidad de adaptarse a las circunstancias y procurar no caer en una crisis más profunda.
- **Mantiene fuentes de fondos disponibles:** Un procedimiento de aumento de capital sujeto a menos restricciones contra la administración para captar recursos, más expeditivo y eficiente incentiva y facilita los financiamientos a través de la vía del capital social. Entonces, cada vez que se requiera de este tipo de financiamiento, se podrán obtener los recursos sin mayores inconvenientes para los fines y en la oportunidad más acordes al interés social. A su vez, aquello se traducirá en un menor costo de capital y una recaudación de recursos con menor demora, por los motivos previamente explicados.
- **Disminuye el costo de capital:** Si los riesgos de incumplimiento y quiebra son muy altos, recabar recursos a través del capital social será menos costoso que la opción opuesta. El debido manejo contable y financiero en alcanzar la estructura de capital óptima permite disminuir el costo del capital. Esto permite recabar recursos a menor costo, tener un mayor panorama de inversión y tener mayor acceso al crédito.
- **Maximiza el valor de la acción:** Mientras menor sea el costo de capital correspondiente a la totalidad de la sociedad, mayores serán los beneficios a favor de la sociedad, de acuerdo al proyecto y al efectivo uso de dichos recursos. Ignorando otras variables, ello generará buenas expectativas sobre la sociedad lo cual inevitablemente aumentará el valor de su correlativa acción. Asimismo, aumentará el rendimiento esperado de los accionistas.
- **Mantiene indicadores financieros atractivos para cada circunstancia:** Un aumento de capital mejora indicadores financieros tanto de solidez como de

rentabilidad, a saber: el ratio de apalancamiento y el *ROE*<sup>7</sup>. Su rápida mejora tendrá un impacto oportuno ante circunstancias que requieran de particular urgencia, sostener una situación competitiva a otras sociedades del giro, cumplir con exigencias de conservación de ratios mínimos o tomar una oportunidad que expira tras un breve periodo de tiempo.

En resumen, la administración se encuentra regulatoriamente restringida en su labor, debido a los obstáculos contra el mejor financiamiento posible establecidos por el procedimiento de ruedas de suscripción preferente para alcanzar el mejor financiamiento posible. Por el contrario, de ser permitida más libremente la exoneración de este procedimiento, la administración tendrá mayor libertad y agilidad para alcanzar la estructura de capital óptima a favor de la sociedad de acuerdo a las circunstancias, en otras palabras, será financieramente flexible.

### **3.3. Obstaculiza la inversión estratégica y distorsiona los porcentajes de participación accionario**

Otra contingencia ocasionada por el otorgamiento del DSP es la capacidad de vetar la específica decisión de financiamiento y la posibilidad de una errática distorsión en los porcentajes de participación de los accionistas en la sociedad, ya que un procedimiento que supone un financiamiento por emisión de acciones generará incertidumbre en el ingreso de ciertos inversionistas y en el porcentaje de participación correspondiente a cada accionista. Dadas ciertas circunstancias recurrentes en la práctica, el porcentaje de participación de todos los accionistas podría cambiar de forma imprevisible e incontrolable por el órgano social que lleve a cabo este financiamiento.

En la práctica empresarial nacional, cada vez es más común incorporar inversionistas a las sociedades peruanas como accionistas por diferentes razones y diferentes métodos, pero sin descuidar que la finalidad sea obtener el mayor beneficio posible de este financiamiento

---

<sup>7</sup> De las siglas en inglés, *Return on equity*. Retorno o rendimiento en función al patrimonio neto, traducido al español. Este es un ratio financiero que permite conocer cuánto obtendría un accionista en eventual reparto de dividendos.

a favor de la sociedad, es decir, atendiendo el interés social. Debemos tener presente que la elección del mejor financiamiento posible no se basa únicamente en alcanzar el monto de recursos o financiamiento requerido, se trata también del valor agregado que supone el ingreso de accionistas específicos a la sociedad. Así lo señala Salas (1995): “No solo se trata de la cuantía de los recursos a aportar, sino también -en forma conjunta o separada- de la conveniencia del ingreso de determinadas personas como accionistas de la sociedad” (p.20). Un claro ejemplo de ello es la incorporación como accionistas a los llamados “inversionistas estratégicos”. Ellos son inversionistas que, por alguna razón concreta, su ingreso a la sociedad brinda más beneficios que solo su aporte en inversión. Ejemplos de inversiones estratégicas son: el ingreso de un proveedor de la sociedad con la finalidad de generar sinergia, el ingreso de algún empresario con *know how*<sup>8</sup> en el giro que desempeña la sociedad para que provea mayor conocimiento, el ingreso de alguien con contactos específicos que permitan un crecimiento más vertiginoso a la sociedad, entre otros.

Recordemos el procedimiento del DSP, el cual fue desarrollado en el segundo capítulo de esta investigación. Salvo excepciones, en este procedimiento se tiene que, por lo menos, llevar a cabo dos ruedas de suscripción preferente y en cada una de ellas se debe realizar un cálculo diferente del “universo” de acciones sobre las que se ejecutará la suscripción preferente y la “prorrata” o proporción correspondiente a cada accionista o tenedor de CSP.

A propósito de ello, pensemos en el siguiente ejemplo, la sociedad “La casa del alfajor S.A.”, con un capital social de un millón (1'000,000) de acciones con valor nominal y de mercado de S/ 1.00 cada una, tiene tres accionistas con su respectivo porcentaje de tenencia accionaria: Andrés con 70%, Blanca con 25% y César con 5%. El primero demuestra particular interés en que la sociedad ejecute cierto proyecto de inversión de quinientos mil soles (S/ 500,000). Se estima, a través de numerosos estudios y proyecciones, que dicho proyecto generará grandes ingresos a la sociedad y optimizará sus procesos operativos, siempre que se lleve a cabo exitosamente. El dinero se obtendrá a través de un financiamiento vía capital social porque no accedieron a crédito bancario alguno y no están

---

<sup>8</sup> Término con el que se hace referencia al conocimiento sobre la forma o manera de realizar o ejecutar algunas decisiones o procesos, en inglés.

dispuestos a emitir otros instrumentos financieros de deuda. Luis es un inversionista estratégico para la sociedad, dado que es un conocido experto en el rubro al que se dedica la sociedad y aportará valioso *know how* del proyecto a realizar. Él se encuentra interesado en pertenecer a “La casa del alfajor” como accionista, aportando los S/ 500,000 y llevando a cabo el proyecto.

Antes de continuar, con la finalidad de comparar, consideremos que el procedimiento no se encuentra sujeto a DSP. En virtud a ello, lo que ocurrirá es lo siguiente: siempre que nadie más compita con el tercero por el financiamiento, Luis será accionista con el 33,3% de participación en la sociedad y la inevitable dilución del porcentaje de participación que genera el aumento de capital se esparcirá proporcionalmente a lo largo de los todos accionistas preexistentes resultando de la siguiente forma: Andrés con 46.7%, Blanca con 16.7% y César con 3.3%. De esta manera, todos tendrán absoluta certeza sobre cuál será su porcentaje de participación, sobre si el inversionista entró como accionista y con cuánto porcentaje de participación ingresó. No obstante, si algún accionista preexistente estuviera dispuesto a competir con el tercero por la suscripción de acciones y darle cierta cuota de incertidumbre al porcentaje de participación final, será en beneficio de la sociedad, ya que sus acciones serán transadas a mayor valor, en consecuencia, aumentará el valor de mercado de la acción y se requerirán menos acciones para llegar al monto de financiamiento requerido. Esto, a su vez, disminuirá el impacto de la dilución, impactando en menor medida los porcentajes de participación de los accionistas al emitirse menos acciones.

Por el contrario, un procedimiento sujeto al DSP regulado nacionalmente representa mucha más complejidad. Todo tercero inversionista que pretenda ser accionista de cualquier sociedad anónima peruana a través de una emisión de acciones se encontrará ante el ya mencionado riesgo de obtención de las acciones. En consecuencia, verá la forma de mitigarlo total o parcialmente para llevar a cabo su inversión porque, de lo contrario, podría no ingresar a la sociedad en absoluto o en la cantidad acorde a sus intereses de inversión.

Con esa finalidad, el tercero buscará que la totalidad de accionistas renuncien a su derecho para que no se lleve a cabo el procedimiento de ruedas. Si no se logra convencer a la totalidad de accionistas para permitir el ingreso sin dificultades de la inversión del tercero,

él iniciará negociaciones con algún accionista (suele ser el mayoritario) de la sociedad para que renuncie o no ejercite su DSP individualmente, el tercero pueda entrar como accionista y realizar la inversión acorde a sus intereses. Aunque de manera obstaculizada por el procedimiento de ruedas y el ejercicio del DSP de los demás accionistas, entrará al fin y al cabo porque, matemáticamente, se piensa que habrá acciones disponibles para suscribir dado que el accionista mayoritario no las suscribió. Sin embargo, ello no es exacto porque esta recurrente maniobra no mitiga el mencionado riesgo tanto como se puede llegar a pensar.

Continuando con el ejemplo acorde a la regulación nacional, esto es, un aumento de capital con DSP, Luis buscará convencer a Andrés de renunciar a su DSP para que él pueda ingresar a la sociedad sin mayores inconvenientes. El inconveniente se evidencia, no solo al considerar la primera rueda de suscripción preferente, sino también la segunda rueda. En esta rueda, se permite a los accionistas que hayan suscrito alguna acción en primera rueda a suscribir la cantidad de acciones no suscritas en dicha primera rueda. Entonces, la renuncia al DSP resultará poco útil.

Así, suponiendo que Andrés renuncia a ejercer su DSP por acuerdo con Luis y que tanto Blanca como César ejercen su DSP en su totalidad en las dos ruedas, Andrés, Blanca y César tendrán un porcentaje de participación de 46.7%, 39.17% y 7.83%, respectivamente, sumando un total de 93.7% del capital social total tras la emisión. En otras palabras, en el intento de permitir el ingreso del tercero, ocurrió lo siguiente:

- i) Los minoritarios acrecentaron su participación al punto de que ambos suman el 47% del total de la participación en el capital social,
- ii) El accionista mayoritario dejará de ser el absoluto mayoritario porque recibirá todo el impacto de la dilución del porcentaje de participación que debió ser esparcido y distribuido proporcionalmente en todos los accionistas preexistentes.
- iii) El tercero podría no ingresar, porque tenía la intención de hacerlo con un 33.3% de participación, y ahora solo tiene un espacio de 6.3% para participar en el capital social. No obstante, consideremos que así será siempre que el mayoritario no ejerza su DSP, lo cual rara vez será la reacción natural de un accionista controlador ante su

extrema dilución en comparación al resto y ante el ejercicio total del DSP del resto de sus socios, por lo que es probable que el mencionado espacio libre de suscripción preferente de 6.3% sea menor o quizá no exista. Esta situación podría desalentarlo de invertir como accionista, ya que no correspondería a una inversión adecuada a su interés. Incluso, en casos más extremos, el ejercicio del DSP del resto de socios no permitiría la suscripción de siquiera una acción y, matemáticamente, le sería imposible ingresar.

De esta forma, un financiamiento estratégico y específico que iba a beneficiar a la sociedad, se sustentaba en interés social, tenía un impacto previsible en los porcentajes de participación de los accionistas y fue decidido por el órgano social competente, podría ser vetado por los accionistas minoritarios al ejercer su DSP, independientemente de las intenciones que tenga personalmente cada accionista y sin importar si este financiamiento tiene las características mencionadas al inicio del presente párrafo. Realizando una referencia sobre el particular y a un sistema sin DSP, señalan Garrigues y Uría (1953):

“Era, como se ve, un sistema más flexible, menos rígido, que permitiendo una mayor libertad de movimientos hacía posible algo que hoy no lo es: realizar, por ejemplo, aumentos de capital con el designio concreto de dar entrada en la sociedad con determinados paquetes de acciones a personas que por sus especiales condiciones pudiera ser especialmente interesante atraer al seno de la empresa (...)”. (p.405)

En síntesis, la regulación nacional del DSP admite la posibilidad a los accionistas de ejercer su DSP de forma que, con intención de ello o no, ocurra lo siguiente: Se evitó la generación del mayor valor que supone la entrada de un inversionista estratégico; se contravino el esquema de toma de decisiones correspondiente a las sociedades anónimas, el cual se basa en las mayorías formadas a partir de los porcentajes de participación en el capital social, al vetar o impedir los financiamientos estratégicos sustentados en interés social y bajo términos que benefician a la sociedad; y se habrá distorsionado los porcentajes de participación de tal forma que quien era accionista controlador y quienes eran accionistas minoritarios podrían ya no tener tales calidades, dado que la regulación con, por lo menos, dos ruedas de suscripción preferente así lo permite.

### 3.4. Sustracción de valor

En el segundo capítulo, concluimos que el DSP es un derecho de opción, desde el punto de vista del derecho privado. No obstante, en este apartado, se demostrará que también es una opción desde un punto de vista financiero, por lo que se analizará el DSP en dicho marco.

En la práctica financiera y de inversión, existe una innumerable cantidad de activos o instrumentos financieros. Dentro de ellos, existe una especie conocida como activos o instrumentos financieros derivados o simplemente “derivados”. A modo de definición, los derivados son instrumentos financieros de origen contractual, cuyo valor se deriva del valor o retorno de otro activo o referencia (denominado “subyacente”), de manera que dicho derivado refleja una transformación del desempeño del subyacente antes de entregar y generar un resultado. En otras palabras y según su funcionalidad, para Corzo y Balbi (2007) los derivados son:

“Mecanismos contractuales que permiten a los distintos agentes del mercado administrar y obtener una cobertura respecto de ciertos riesgos que afectan sus operaciones y negocios, tales como lo son el tipo de cambio, las tasas de interés, el valor de las acciones, bonos o índices mercados bursátiles; los precios de determinados insumos o materias primas; entre otros activos a los que se denomina “activos subyacentes” (...) también pueden tener por objeto realizar inversiones de riesgo, en cuyo caso nos encontraremos ante los denominados derivados sin fines de cobertura o de carácter especulativo”. (p.207)

Ahora bien, existen cuatro tipos de derivados clásicos o tradicionales: los forwards, los futuros, los swaps y las opciones. Para fines de esta investigación, únicamente se desarrollará el último tipo de derivados: las opciones. Este tipo de derivado se origina a través de un contrato en el que el comprador de la opción (también llamado “titular”) paga una suma de dinero (llamada “prima”) al vendedor de la opción (también llamado “emisor”). Dicho titular recibe el derecho de comprarle o venderle el subyacente a un precio previamente pactado, llamado “precio de ejercicio” o “*strike*”, sea al vencimiento o previo al vencimiento de este contrato de opción. Considerando esta definición, el comprador o titular de la opción no se encuentra obligado a ejercer la opción, de hecho, él tiene el derecho

de decidir si ejercer o no la opción, de acuerdo a lo pactado; mientras que, el vendedor de la opción se encuentra completamente sujeto al ejercicio del derecho del comprador de la opción.

¿El funcionamiento de la opción financiera sería semejante al del contrato de opción regulado en el artículo 1419 y siguientes del Código Civil a la opción financiera? se preguntaría todo aquel que acaba de leer el párrafo anterior. Afirmativa es la respuesta, así como la de Corzo y Balbi (2007). Objetivamente, el contrato de opción del Código Civil y la opción financiera tienen el mismo funcionamiento. Lo que resulta diferente es la forma de ver el mismo fenómeno aplicando una disciplina distinta al derecho civil. Por lo que, en esta oportunidad, las opciones serán pasadas por el tamiz de la teoría de opciones originaria de las finanzas.

La teoría financiera de opciones menciona dos clasificaciones no excluyentes una de la otra para las opciones: según su tiempo de ejercicio y según la transacción a realizar sobre el subyacente. Respecto a la primera clasificación, existen dos subclasificaciones: i) una opción será “europea” si únicamente puede ser ejercida en la fecha correspondiente a su vencimiento, mientras que ii) una opción será “americana” si también puede ser ejercida antes de la fecha correspondiente a su vencimiento. Por otro lado, también se desprenden dos subclasificaciones a partir de la segunda clasificación precitada, según Hull (2014): i) nos encontraremos ante una “opción de compra” o “*call option*” si el derecho otorgado al comprador de la opción le permite comprar el activo subyacente, mientras que ii) será una “opción de venta” o “*put option*” si el derecho otorgado al comprador de la opción le permite vender el activo subyacente.

Para los fines de esta investigación, únicamente se desarrollarán las opciones de compra europeas. Así, analizaremos los principios de valorización de este tipo específico de opciones. Para ello, si bien se deben tener presentes las siguientes variables para modelos de valorización más avanzados, solo usaremos las últimas tres:

- El valor del activo subyacente al momento de la compra de la opción,
- La fecha o plazo de vencimiento,
- El valor del activo subyacente al vencimiento de la opción,
- El precio de ejercicio o *strike*, y

- La prima.

Luego, se debe conocer si la valorización se realiza sobre el comprador o el vendedor de la opción a valorizar. Si se trata de un comprador de esta opción, él preferirá que el activo subyacente del vendedor (acción) aumente de valor porque podrá comprar algo más valioso a un menor precio gracias al ejercicio de su opción, en comparación a todo aquel que compre la acción directamente. En caso contrario, el comprador preferirá no ejercer dicha opción y perderá la prima ya entregada. Entonces, para saber si le conviene ejercer su opción o comprar el subyacente directamente, la siguiente fórmula tendría que generar un resultado positivo o igual a cero:

- Valor del activo subyacente al vencimiento de la opción - Precio de ejercicio.

Mientras que, para conocer la ganancia del ejercicio de dicha opción, se aplicará la siguiente fórmula:

- Valor del activo subyacente al vencimiento de la opción - Precio de ejercicio - Prima.

Cambiando de perspectiva, si se trata de un vendedor o emisor de este tipo de opciones, él preferirá que el activo subyacente (acción) disminuya de valor porque eso le permitirá quedarse con la prima pagada y no entregar el activo subyacente, debido a que el comprador no ejercerá su opción. En el caso contrario, el valor del subyacente será mayor y el vendedor conocerá su pérdida en base a la forma negativa de la fórmula aplicable al comprador:

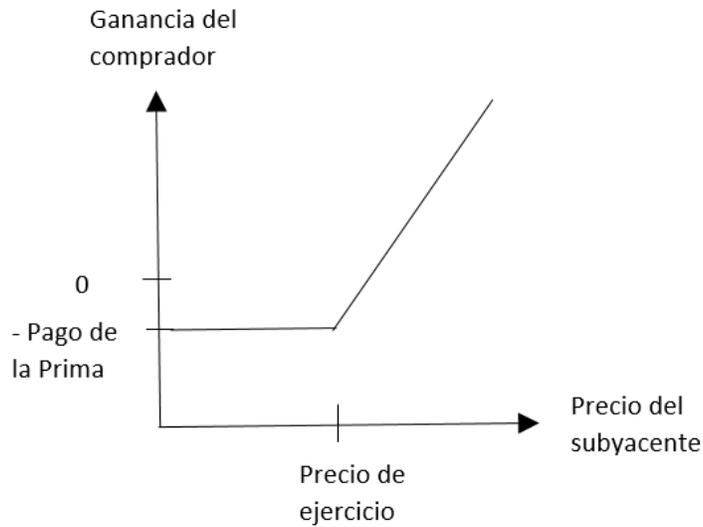
- Precio de ejercicio + Prima - Valor del activo subyacente al vencimiento de la opción.

A partir de los últimos dos párrafos, la teoría financiera de opciones concluye lo siguiente:

- Para el comprador de una opción de compra, la máxima pérdida asumida sería la prima ya pagada. Mientras que, la máxima ganancia no tiene límite alguno para él, ya que la rentabilidad que obtendrá crecerá tanto como crezca el valor del activo subyacente, en este caso la acción. Bajo estos términos, el comportamiento de la opción se puede observar en la siguiente imagen

### **Figura 2.1.**

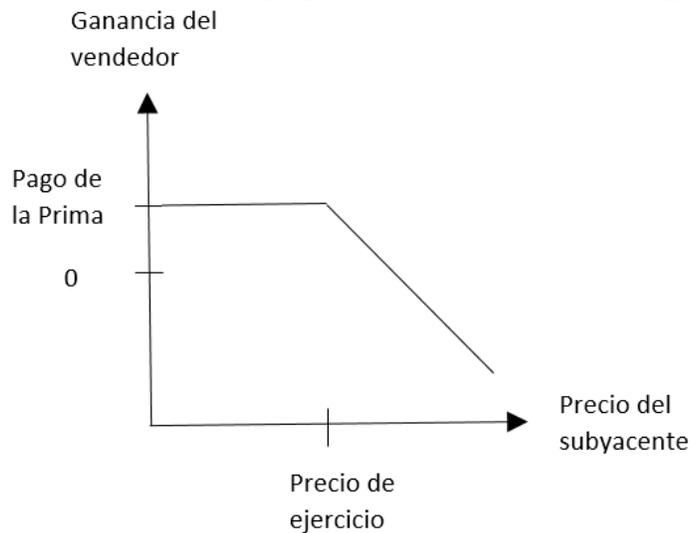
Comportamiento de una opción de compra para el comprador de la opción



- Para el vendedor o emisor de la opción, por el contrario, la máxima rentabilidad que podrá obtener será el monto obtenido por la prima ya pagada. Mientras que, la máxima pérdida a asumir es ilimitada, ya que la pérdida que obtendrá será tan grande como aumente el valor del activo subyacente que deberá entregar a precio menor, en este caso la acción. Bajo dichos términos, el comportamiento de la opción se puede observar en la siguiente imagen.

**Figura 2.2.**

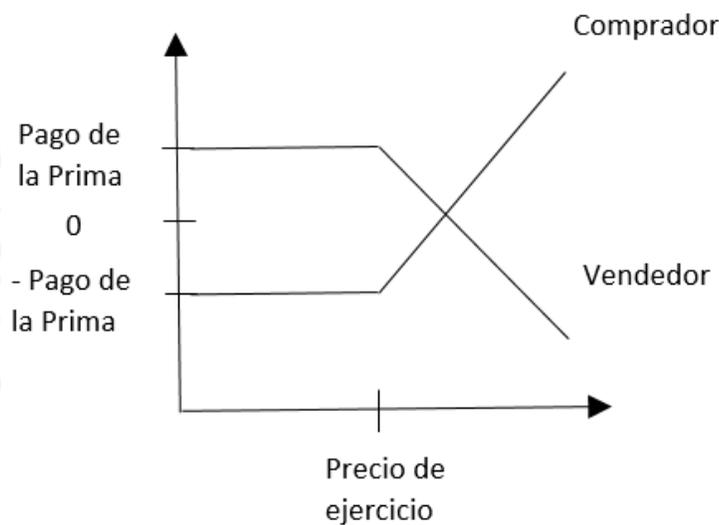
Comportamiento de una opción de compra para el vendedor de la opción



- En el ejercicio de opciones de compra, lo que se gane de una parte, lo perderá su contraparte. De acuerdo con Brealey, Myers y Allen (2010), “en otras palabras, el activo del comprador es el pasivo del vendedor” (p.567). Esta conclusión se puede observar gráficamente cotejando las últimas dos imágenes o en la siguiente.

**Figura 2.3.**

Simetría en el comportamiento de una opción de compra comparando ambas partes



Teniendo presente estos conceptos y para su mejor entendimiento, a continuación, se propondrá un ejemplo sobre el funcionamiento y los principios de valorización de una opción de compra europea considerando la perspectiva de ambas partes.

El día 31 de enero del presente año, el valor de mercado de cada acción de “Sésamo S.A.A.” era de S/ 100.00 y Abelardo, quien es aficionado al *trading*<sup>9</sup>, estima que el valor de estas acciones subirá pronto. Sin embargo, considerando esas estimaciones, concluye que resulta más rentable comprar opciones de compra europeas sobre las acciones de la empresa (subyacente), en lugar de comprar las acciones directamente. Entonces, ese mismo día y tras

<sup>9</sup> Término que hace referencia a la especulación sobre instrumentos financieros para obtener algún beneficio, en inglés.

pagar una prima de S/ 10.00, Abelardo (comprador o titular) adquiere una opción de compra sobre una acción de la mencionada empresa (vendedor o emisor), con fecha de vencimiento el 28 de febrero del presente año y a un precio de ejercicio de S/ 80.00.

Abelardo decidirá ejercer su opción de compra siempre y cuando, el día 28 de febrero, el valor de mercado de la acción sea mayor al precio de ejercicio, esto es mayor a S/ 80.00, ya que es una decisión económicamente razonable al tener la posibilidad de adquirir dicha acción por un precio menor al fijado en el mercado. Por el contrario, si el valor de mercado de la acción es menor a S/ 80.00 para el comprador en la misma fecha de vencimiento, Abelardo decidirá no ejercer la opción de compra adquirida, perdiendo así los S/ 10.00 de prima pagadas en un inicio. Ello se debe a que se trataría de una decisión económicamente razonable para él, ya que podría comprar la misma acción directamente por un precio menor al que tendría que pagar por el ejercicio de su opción de compra.

Supongamos que, el día 28 de febrero, el valor de mercado de la acción de “Sésamo S.A.A.” es de S/ 97.00. Desde la perspectiva del comprador o titular, Abelardo ejercerá la opción de compra por los ya mencionados S/ 80.00, recibiendo a cambio una acción de la empresa, cuyo valor es de S/ 97.00. En este escenario, el beneficio es evidente. Abelardo obtendrá la acción a un menor precio, debido a la diferencia del valor de mercado de la acción y el precio de ejercicio más la prima, lo cual da un resultado positivo de S/ 7.00 por acción, monto por acción que permanecerá en las arcas de Abelardo, en lugar de dirigirse a la empresa “Sésamo”. Por otro lado, desde la perspectiva del vendedor o emisor de la opción de compra y tras el ejercicio de la opción, “Sésamo” se verá perjudicada, ya que venderá a S/ 80.00 la acción que debió vender a S/ 97.00, siendo que, previamente, obtuvo S/ 10.00 de prima, como contraprestación por otorgar la opción de compra. Entonces, “Sésamo” obtendrá un resultado negativo de - S/ 7.00 por acción, generado por la diferencia del precio de ejercicio más la prima menos el valor de mercado de la acción a la fecha de vencimiento de la opción.

Si, contrariamente, el valor de mercado de la acción de “Sésamo” es de S/ 69.00 en la fecha de vencimiento de la opción, Abelardo no ejercerá la opción. Esto se debe a que, si irrazonablemente ejerciera la opción, la diferencia del valor de mercado de la acción y el precio de ejercicio más la prima daría un resultado negativo de - S/ 21.00 por acción. De esta

forma, dado que Abelardo no la ejerció, su pérdida total sería únicamente la prima pagada, esto es un resultado negativo de - S/10.00. Por otro lado, desde la perspectiva del vendedor o emisor de la opción de compra, “Sésamo” se beneficiará, ya que obtendrá S/ 10.00, provenientes de la prima, y no transferirá acción alguna a Abelardo.

Aquí detendremos el desarrollo teórico del tema relativo a las opciones financieras de compra, ya que es un tema muy extenso y se ha desarrollado lo necesario para explicar los párrafos siguientes. Recordemos la existencia del artículo 103 de la LGS y su objeto de regulación: las opciones para suscribir acciones.

Sobre el particular, es relevante conocer los beneficios prácticos de su emisión en la práctica empresarial. Según Brealey, Myers y Allen (2010), dos de los motivos existentes para la emisión de estas opciones son: la emisión de opciones agregadas a una emisión de valores y la emisión de opciones para la reducción de riesgos. Actualmente, podemos reconocer dos casos concretos de ellos con facilidad: con el primer motivo, la emisión de opciones con fines de financiamiento modificando los términos de emisión de determinado valor y, con el segundo, la emisión de opciones a favor de trabajadores de la sociedad.

Sobre el primer caso, el principal exponente es la simple emisión de opciones sobre acciones, como los desarrollados párrafos arriba. De acuerdo a ello, la sociedad emisora será financiada por el pago de la prima y quizá también del valor de suscripción. A cambio, el inversionista tendrá la posibilidad de decidir si ejercer su opción y recibir acciones de nueva emisión o no. Este instrumento es utilizado en mercados alta y medianamente desarrollados con fines de financiamiento a favor del emisor. Asimismo, son muy llamativos para los inversionistas, dado que suponen posibles ganancias ilimitadas, aunque a cambio de soportar mucho más riesgo.

Respecto al segundo, las opciones a favor de los trabajadores de la sociedad tienen especial utilidad como incentivo para los trabajadores que las reciban. El incentivo laboral se debe al alineamiento de intereses de los trabajadores y los accionistas, porque la asunción de riesgos comunes a los accionistas de la sociedad supone la reducción del riesgo operativo del trabajador debido a un mejor desempeño del trabajador para maximizar sus beneficios, en tanto participa de las ganancias o pérdidas de la sociedad.

Habiendo explicado las conveniencias prácticas de la emisión de opciones para suscribir acciones en un par de modalidades, queda la duda si su conveniencia es efectiva. Es decir, la LGS permite su emisión, pero parece que las restricciones regulatorias no permiten el mejor provecho de este instrumento. Creemos que la carencia de efectividad de este derecho se debe a dos problemas regulatorios (Ius 360, 2021): la exigencia de voto favorable de la totalidad de accionistas para su emisión y el plazo máximo de dos años de su vigencia.

La razón de la existencia de la primera restricción es señalada por Elías (2015) de esta forma: “Si responden a un acuerdo de la junta, este solo puede ser adoptado con el voto favorable del 100% de las acciones suscritas con derecho a voto, disposición cuya coherencia es evidente desde que las opciones entrañan una renuncia al derecho de suscripción preferente” (p.374). Mientras que, sobre la razón de la existencia de la segunda restricción, el comentario del mismo autor sobre el artículo 41 de la LGS llama poderosamente la atención, en tanto la existencia de ese artículo es adecuar los plazos de acuerdo a la realidad y actualidad en la contratación con sociedades, salvo la LGS establezca algo distinto.

Ahora bien, puesto que la rigidez regulatoria se justifica en el DSP y en la realidad de la contratación, usaremos similares argumentos para flexibilizar el artículo 103 que se usan a lo largo de esta investigación contra el DSP nacional. Ellos serán plasmados en el capítulo final del presente, junto con las propuestas modificatorias en la LGS.

Cerremos el cuestionamiento al artículo 103 de la LGS y retomemos el cuestionamiento al DSP *per se* y su regulación. Para ello, debemos tener presente la teoría de opciones financieras, ya que, como se explicará a continuación, el CSP es una opción financiera de compra, así como el DSP es el derecho de opción incrustado o adherido en el CSP. Para ello tendremos como base a las características y el funcionamiento desarrollados en los párrafos precedentes.

Si bien el solo hecho que el DSP sea considerado como un derecho de opción desde la perspectiva del derecho civil, lo hace también una opción desde la perspectiva financiera; por motivos de minuciosidad y claridad, es preferible cotejar cada característica del CSP con cada característica de las opciones de compra desarrolladas párrafos arriba. Para dicho fin, presentamos las similitudes a continuación:

- Son valores mobiliarios: La opción de compra es un instrumento financiero del género de los derivados, en consecuencia, es un valor mobiliario. El CSP es un valor mobiliario autorizado legalmente.
- Misma mecánica sobre el derecho: La opción de compra genera el derecho que permite comprar un activo subyacente a un precio de ejercicio previamente pactado. El CSP incorpora el derecho, conocido como DSP, que permite comprar un activo subyacente (acción recientemente creada) a un valor de suscripción previamente establecido en el mismo CSP.
- Mismo carácter temporal: La opción de compra tiene un tiempo de vigencia limitado a la fecha de vencimiento de la misma opción, en la cual se podrá ejercer o no la opción de compra. El CSP también tiene un tiempo de vida limitado, ya que se emite una vez acordado el aumento de capital por nuevas acciones, el DSP incorporado será o no ejercido y, posteriormente, los CSP desaparecerán al finalizar dicho procedimiento.
- Misma mecánica entre las partes: El derecho de opción, generado por la opción de compra, se otorga a favor del comprador o titular para ser ejercido contra el vendedor o emisor de la opción de compra. El DSP, incorporado en el CSP, se otorga a favor del titular del DSP para ser ejercido contra la empresa emisora de estos CSP y de las acciones recientemente creadas.
- Mismo funcionamiento del derecho: El comprador o titular de la opción de compra tiene el derecho, mas no la obligación, de ejercer o no la opción, y el vendedor de la opción se encuentra completamente sujeto y a disposición del comprador en el ejercicio de su opción. Por otro lado, en virtud del CSP, el titular del DSP tiene el derecho, mas no la obligación, de ejercer o no dicho DSP, y la empresa emisora del CSP se encuentra completamente sujeta y a disposición del titular del DSP en el ejercicio de este derecho, de acuerdo a lo establecido.

En otras palabras y para mayor claridad, los siguientes términos de la teoría de opciones cambiarán de nombre en el caso del DSP y CSP, sin perder las mismas características ni su similar funcionalidad:

- Valor del activo subyacente al momento de la compra de la opción = El valor de mercado de la acción de la empresa que aumentará su capital al momento de la emisión de los CSP,
- Fecha o plazo de vencimiento = Fecha de suscripción,
- Valor del activo subyacente al vencimiento de la opción = Valor de mercado de la acción de la empresa que aumentará su capital a la fecha de suscripción, y
- Precio de ejercicio o *strike* = Valor de Suscripción.
- Prima = No hay pago de prima por parte del accionista de la empresa, es decir el primer titular del DSP

Dadas las similitudes en sus elementos y funcionamiento, podemos concluir que tanto el CSP como la opción de compra y sus respectivos derechos son similares, de hecho, el CSP es una opción de compra, así como el DSP es un derecho de opción adherido, incrustado o que proviene del CSP. No obstante, resulta importante señalar que hay una diferencia: la opción tiene un origen convencional, ya que las partes celebran dicho contrato en autonomía privada, mientras que, el DSP y CSP son de origen legal, porque, en virtud a la LGS, son otorgados gratuitamente junto a la calidad de accionista y tras decidir el aumento de capital en junta general de accionistas, respectivamente. En consecuencia, consideraremos que el CSP es una opción legal de compra de acciones y que el DSP es el derecho legal otorgado en base a esta opción legal.

Esto, a su vez, nos lleva a notar que la obtención de un DSP no obedece al pago de una prima inicial a favor del emisor, en primera instancia, como sí ocurre con las opciones de compra. Por ello, para los casos relacionados a los accionistas que son primeros titulares del DSP, se asumirá que la prima pagada a la empresa emisora es igual a S/ 0.00. Es decir, el otorgamiento fue gratuito a favor de los accionistas

Con la finalidad de compatibilizar ambas figuras, se presentará un ejemplo del ejercicio del DSP y se podrán evidenciar, a simple vista, las similitudes con el derecho de opción que se otorga a través de las opciones financieras de compra. El 31 de enero del presente año, se lleva a cabo una junta general de accionistas de “Arroz S.A.” Empresa que, al día de hoy, ya tiene emitidas 100 acciones, con valor nominal de S/ 1.00 y su valor de mercado es de S/ 100.00 por acción. En dicha junta general de accionistas, deciden aumentar

el capital en 100 acciones más, por lo que se procede a emitir los CSP, en los que se establece como fecha de suscripción el 28 de febrero, valor de suscripción de S/ 80.00 por acción y el procedimiento correspondiente para ejercer el DSP válidamente. Además, Alfredo es accionista minoritario con el 1% de participación en dicha empresa y recibió su CSP para poder participar a prorrata de este aumento por solo una acción adicional.

Considerando estos hechos, Alfredo decidirá ejercer su DSP siempre y cuando, al día 28 de febrero, el valor de mercado de la acción sea mayor al valor de suscripción (mayor a S/ 80.00), ya que es económicamente razonable ejercerlo al tener la posibilidad de adquirir dicha acción por un precio menor al valor de la acción. Por el contrario, si el valor de mercado de la acción es menor a S/ 80.00 para la misma fecha de ejercicio, Alfredo decidirá no ejercer el DSP y tampoco perderá dinero porque no pagó prima alguna por este derecho, salvo por la pérdida de su *statu quo*<sup>10</sup>, consideración que podría ser incorporada al valor que el accionista le asigne a la acción y que será desarrollada en el próximo capítulo. No obstante, ello no es óbice para que Alfredo o cualquier titular del DSP u opción financiera asignen un valor distinto al de mercado a su DSP u opción. Entonces, la decisión de Alfredo de ejercer o no su DSP, debería ser una decisión económicamente razonable para él, en tanto cabría la posibilidad de comprar la misma acción directamente por un precio menor al que tendría que pagar por el ejercicio de su DSP.

En lo que resta del ejemplo se aplicará la misma lógica para valorizar el DSP que en el supuesto diseñado para opciones financieras. Imaginemos que, el día 28 de febrero, el valor de mercado de la acción de “Arroz” es de S/ 97.00. Desde la perspectiva del comprador o titular, Alfredo ejercerá su DSP por los ya mencionados S/ 80.00, recibiendo a cambio una acción de la empresa, cuyo valor es de S/ 97.00. En este escenario, el beneficio es evidente. Alfredo obtendrá la acción a un menor precio, debido a la diferencia del valor de mercado de la acción y el valor de suscripción, lo cual da un resultado positivo de S/ 17.00 por acción, monto por acción que permanecerá en las arcas de Alfredo, en lugar de ir a las de “Arroz”. Por otro lado, desde la perspectiva de la empresa emisora de los CSP y tras el ejercicio del DSP de Alfredo, “Arroz” se verá perjudicada, ya que venderá a S/ 80.00 la acción que pudo

---

<sup>10</sup> Término que hace referencia a la conservación o preservación del estado o situación de las cosas o circunstancias, en latín.

vender a S/ 97.00. Entonces, “Arroz” obtendrá un resultado negativo de S/ - 17.00 por acción, generado por la diferencia del valor de suscripción menos el valor de la acción a la fecha de suscripción del DSP.

Por el contrario, si el valor de mercado de cada acción emitida por “Arroz” es de S/ 69.00 en la fecha de ejercicio del DSP, Alfredo no ejercerá su DSP. Esto se debe a que, si ejerciera dicho derecho, la diferencia del valor de la acción y el valor de suscripción daría un resultado negativo de S/ - 11.00 por acción, generando pérdidas en lugar de beneficios a Alfredo. De esta forma, dado que Alfredo no la ejerció y el DSP es un beneficio legal gratuito, no perdió nada, salvo por la pérdida de su *statu quo*. Por otro lado, desde la perspectiva del vendedor o emisor de la opción de compra, “Arroz” no se beneficiará ni se perjudicará, porque no transferirá acción alguna a Alfredo a menor precio que el asignado por el mercado, así como no obtuvo ingreso alguno por la entrega del derecho de opción a favor de su accionista.

Teniendo presente que el DSP funciona de forma similar al derecho generado por una opción financiera de compra europea, los principios de la teoría financiera de opciones serán de aplicación sobre el DSP y se podrá observar una serie de anomalías en perjuicio del emisor.

Cuando una sociedad pretende financiarse a través de su capital social, cómo es el caso a aplicarse el DSP, lo que iniciará el proceso de emisión de acciones es el acuerdo de aumento de capital por nuevas acciones a través de junta general de accionistas de la sociedad emisora. Una vez tomado el acuerdo y dependiendo del destino de los recursos obtenidos a través de este financiamiento por acciones, el valor de mercado de la acción subirá o bajará, en mayor o menor medida, debido a dicho acuerdo o inicio del proceso de emisión de acciones. Atendiendo a este hecho y aplicando los principios de la teoría de opciones, veremos que, de modo semejante al vendedor de una opción, la empresa emisora siempre se verá perjudicada, en mayor o menor medida, en un procedimiento de DSP por las razones explicadas en los siguientes párrafos.

En primer lugar, el beneficio económico, que compensaría la situación de parte débil del emisor de una opción, es el pago de la prima. Este pago a favor del emisor no existe, en el contexto del otorgamiento de la titularidad del DSP a sus accionistas. Con esta base, se

determina que el emisor no tiene beneficio económico alguno al otorgar las titularidades del DSP.

En segundo lugar y en el mismo contexto, uno podría creer que el mejor escenario es que el valor de mercado de las acciones del emisor baje tanto que el titular del DSP no quiera ejercerlo. Así, a través de este derecho preferente, el emisor no transferirá acción alguna a un precio menor que el asignado por el mercado, a favor de los titulares del DSP. Y, si el titular quisiera adquirirlas de todos modos, compraría las acciones directamente del mercado, porque, si las comprara ejerciendo el DSP, las estaría consiguiendo a un precio mayor que el asignado por el mercado, es decir, a un sobreprecio.

Sin embargo, en la práctica, el emisor realmente no querrá la disminución del valor de mercado de las acciones, ya que se encuentra en un contexto de ejercicio de DSP, lo cual implica estar inmerso en una emisión de nuevas acciones y, al mismo tiempo, ello es sinónimo de un financiamiento. Así, como en todo financiamiento, el emisor querrá que el valor de sus acciones aumente para que el financiamiento resulte menos costoso. Además, una de las finalidades más importantes en la gestión de una sociedad es maximizar su valor, esto es que el valor de mercado de las acciones del emisor aumente, no lo contrario. Por lo tanto, este escenario no le es indiferente al emisor, es uno que lo perjudica en gran medida.

Por otro lado, considerando un tercer y opuesto escenario, en el que el incremento del valor de mercado de las acciones del emisor exceda el valor de suscripción del DSP, podremos observar la siguiente anomalía. Los titulares del DSP se verán incentivados a ejercerla, porque estarían comprando algo más valioso a un precio menor. Entonces, debido al mencionado ejercicio de DSP, el emisor se verá forzado a vender sus acciones a un precio menor como parte del ejercicio del DSP otorgado, en comparación al precio de venta que obtendrían en una transacción directa en el mercado de acciones. De esta forma, lo que gane el titular al adquirir acciones más baratas, lo dejará de obtener la empresa emisora al recibir menos financiamiento por acción emitida a cambio. Ello implica una sustracción de valor en contra de la empresa emisora y a favor del titular del DSP.

Este escenario representa una situación aún peor, porque dicho monto dejado de lado y a favor de la sociedad aumentará tanto como aumente el valor de mercado de la acción en el transcurso de la vigencia del DSP, por lo que esta pérdida puede alcanzar cifras muy altas

al carecer de límite. La situación descrita no es remota. Recordemos que la idea de un aumento de capital normalmente suele fundamentarse en un proyecto o inversión que genere un mayor valor en el devenir de la sociedad. Entonces, dada la amplia ventana de tiempo que implica el procedimiento de ruedas de suscripción preferente nacional y de aumento de capital en general, mayor certeza habrá sobre la realización de determinado proyecto o inversión, en la medida que vaya transcurriendo el tiempo dentro del procedimiento de ruedas; en otras palabras, se disminuirá su riesgo de realización y aumentará el valor de la sociedad por ello. Así, con mayor razón los titulares del DSP suscribirán las nuevas acciones dado su altamente probable incremento de valor, mientras que su valor de suscripción permanecerá siendo el mismo, dadas las condiciones contractuales previamente pactadas. De modo similar, en caso el accionista no pueda ejercer el DSP, ocurrirá lo mismo con el CSP transferido. El valor de suscripción permanecerá inalterado y el accionista cederá su CSP a un mayor valor, por el fenómeno ya mencionado.

En este aspecto, la inconveniencia de la regulación sobre el particular se debe al capital o los recursos por acción dejados de lado por la sociedad, debido al ejercicio del particular derecho que incentivó esta investigación dentro del marco de un proceso de aumento de capital, en el que la sociedad debería ser protagonista del financiamiento y ejecutarse en favor de su mejor interés. Asimismo, se debe también a que la operación dentro del aumento de capital en la que se permite a los accionistas la transferencia de los CSP es una que, lejos de conservar su equivalente en riqueza, le suele generar más ganancias a costa de la sociedad emisora y, en virtud de la transferibilidad del CSP, se otorga al accionista la posibilidad de elegir a quien colocar las acciones, cuando dicha labor corresponde a la sociedad. En consecuencia, las acciones suscritas preferentemente fueron pagadas a un menor valor al que se pudo haber pagado, dado que lo pagado por ellas a la sociedad fue únicamente el valor de suscripción.

En conclusión, aplicando los principios de la teoría financiera de opciones, concluimos que, a diferencia de una opción de compra europea convencional, el emisor que otorga el DSP a sus accionistas en un contexto de aumento de capital por nuevas acciones siempre se encontrará en una posición económica perjudicial. Ello se debe a la sustracción de valor propia de la institución analizada, por quienes ejercen su DSP y se benefician de dicha pérdida a costa de la empresa emisora.

### 3.5. Conclusiones

- a. Las preferencias sobre la suscripción de acciones, otorgadas por la regulación nacional del DSP, perjudican el valor de la sociedad emisora al generar gran cantidad de costos y desincentivar la competencia, aumenta la base sobre la que opera la dilución, y desincentivan la inversión en acciones a nivel sistémico, así como el uso del mercado de valores para dicho fin.
- b. La regulación del DSP restringe la capacidad de la administración de realizar el mejor financiamiento posible. Por ello, se debe permitir la flexibilización del procedimiento con la finalidad de brindar mayor libertad y agilidad para alcanzar la estructura de capital óptima a favor de la sociedad de acuerdo a cada situación.
- c. Se otorga a los accionistas la capacidad de vetar decisiones de la sociedad, ya que, con el DSP nacional, podrán evitar el ingreso de un inversionista específico elegido para la sociedad por razones empresariales y eficientes.
- d. Un aumento de capital moderadamente cuantioso podrá alterar drásticamente el esquema de control y porcentajes de participación accionaria de la sociedad.
- e. Siguiendo la teoría financiera de opciones, el emisor otorgante de los DSP se encontrará siempre en una situación débil y perjudicial, debido a la sustracción de valor ocasionada por el ejercicio de dicho derecho a costa de la sociedad emisora.
- f. Los límites regulatorios respecto al artículo 103 impiden la obtención de recursos a través de opciones como instrumentos de financiamiento y como instrumentos de alineamiento de intereses entre los accionistas y los trabajadores.

- g. En lugar de establecer preferencias legales, se debería permitir la satisfacción del interés de los accionistas a través de la competencia sobre la suscripción de las acciones con quienes en principio iban a suscribirlas. Esto satisface el interés social porque maximizará el valor de la acción del emisor.



# **CAPÍTULO IV: ANÁLISIS DE LOS FUNDAMENTOS DE LA REGULACIÓN DEL DERECHO DE SUSCRIPCIÓN PREFERENTE**

Si bien el DSP se siente y siempre se ha sentido como algo justo, natural y tradicional en las sociedades anónimas peruanas, no necesariamente debería serlo o entenderse de esa forma. Atendiendo a ello, el presente capítulo comienza explicando en qué consiste la dilución y aclarando la existencia de sus niveles. En segundo lugar, se desarrollará el primer nivel de dilución para evaluar si el DSP cumple con su finalidad en este aspecto y si hay otros métodos que puedan suplir a dicho derecho. En tercer lugar, se desarrollará el segundo nivel de dilución y se dividirá en dos aspectos para determinar su vigencia como fundamento para la regulación. Finalmente, se emitirán las conclusiones.

## **4.1. El fundamento de la regulación**

Pongámonos en contexto. En el marco de un aumento de capital, como método de financiamiento vía capital social explicado en capítulos anteriores, una de las mayores inquietudes de todo accionista es conocer por cuánto será diluido ante la variación en el capital social. Ante tal circunstancia, los accionistas constantemente buscan la manera de solucionar esta situación tan problemática, sin saber a ciencia cierta si realmente tiene solución o, sin siquiera saber, si es verdaderamente un problema.

De esta forma y a grandes rasgos, se definirá el fenómeno de la dilución como la reducción de algún aspecto relativo al porcentaje de participación de los accionistas como consecuencia de cualquier aumento en la totalidad del capital social de la sociedad correspondiente a dichas acciones. Por lo que, a modo de ilustrar este fenómeno, imaginemos un aumento de capital sin DSP y veamos el siguiente ejemplo:

La empresa “Sonya S.A.” genera S/ 50’000,000 de utilidad neta al año, tiene un patrimonio neto de S/ 200’000,000 y tiene entre sus accionistas a Alonso. “Sonya” tiene

1,000,000 acciones comunes emitidas como capital social. El accionista Alonso tiene 10,000 acciones de la sociedad emisora. Entonces, su porcentaje de participación en “Sonya” es de 1%, dado que  $10,000 / 1'000,000 = 1\%$ . Además, dicho 1% tiene un valor patrimonial de S/ 2'000,000, y Alonso percibirá S/ 500,000 de dividendos al año, porque  $S/ 50'000,000 \times 1\% = S/ 500,000$ .

Posteriormente, se toma la decisión de emitir 250,000 acciones más, a valor patrimonial de S/ 200 por acción para conservar el valor patrimonial de la acción y estas acciones recientemente creadas serán suscritas por un nuevo inversionista o uno pre existente distinto a nuestro accionista Alonso. Esta decisión empresarial generará que nuestro accionista vea reducido su porcentaje de participación en la sociedad teniendo 0.8%, porque  $10,000/1'250,000 = 0.8\%$ , por lo que su tenencia valdrá S/ 2'000,000. Además, Alonso percibirá menos dividendos: S/ 400,000 de dividendos al año. Esto se debe a que suponemos que su utilidad neta no varía, entonces  $S/ 50'000,000 \times 0.8\% = S/ 400,000$ .

En este primer ejemplo, podemos observar que Alonso, teniendo el 1% del porcentaje de participación en Sonya, percibía S/ 500.000 de dividendos antes del aumento de capital por emisión de acciones. Tras dicho aumento de capital, nuestro accionista vio reducido en 0.2% su porcentaje de participación en la emisora, la cual aún tiene valor patrimonial de los mismos S/ 2'000,000 anteriores, al no participar en el aumento de capital. Una vez más, este fenómeno es popularmente conocido como dilución porque nuestro accionista protagonista perdió porcentaje de participación accionaria en la sociedad y, en otros casos, algunos beneficios económicos derivados de lo que supone conservar dicho porcentaje.

Ahora bien, la dilución es el fundamento básico que, en repetida doctrina nacional, se señala como justificación para la regulación del DSP en Perú. No obstante, hay aspectos de la dilución que deben dissociarse para entender este fenómeno a cabalidad. De ahí la importancia de lo señalado por Salinas (1998): “La dilución puede ser de dos tipos: dilución de la propiedad o dilución del precio de mercado de la acción” (p.67). Siguiendo parcialmente a dicho autor, se separarán dos niveles de dilución en base a las consecuencias que generará el aumento de capital.

## 4.2. Primer nivel: Dilución del porcentaje de participación

El primer nivel de dilución es lo que popularmente se conoce como “dilución”, ignorando la posibilidad de subdividir el fenómeno a un segundo nivel adicional. El presente nivel de dilución consiste en la reducción del porcentaje de participación de algún accionista, ocasionada por el incremento de la cuenta contable capital social de la sociedad emisora de las acciones.

El siguiente ejemplo demostrará la idea: la sociedad “Los Pollos Hermanos S.A.” tiene 100 acciones emitidas, no hay DSP y el accionista Antonio tiene 10 acciones en ella, entonces tiene el 10% del porcentaje de participación. Posteriormente, “Los Pollos Hermanos S.A.” aumenta su capital social en 100 acciones más, por lo que habrá 200 acciones emitidas en total. Entonces, si no suscribe ninguna de estas nuevas acciones, nuestro accionista verá reducido a 5% su porcentaje de participación, a pesar de no haber vendido acción alguna.

De acuerdo al ejemplo, el accionista Antonio perdió la mitad de su porcentaje de participación, debido a que el capital social se duplicó a raíz del aumento de capital. Así, como consecuencia matemática del aumento de capital, se puede observar el primer nivel de dilución, ya que se ocasionó una reducción del porcentaje de participación del accionista en función a la cantidad de nuevas acciones emitidas por el aumento de capital y el total del capital social.

De ahí que, ante la suscripción no proporcional de las nuevas acciones o el ingreso de un tercero, este nivel de dilución es de especial importancia para el accionista que pretenda no perder el porcentaje de participación que le permita tener control en la compañía, no perder el porcentaje de participación que le otorgue cierto nivel de poder de decisión o no perder determinados derechos que se obtengan en base a la tenencia de un porcentaje mínimo o específico de participación en el capital social de la sociedad. En otras palabras, una de las razones o de los fundamentos en los que se basa la regulación nacional del DSP es proteger el *statu quo* de los accionistas dentro de la sociedad. Así lo señalan Garrigues y Uría (1953):

“Hay otra razón (...) para el reconocimiento legal de ese derecho: la necesidad de mantener el *statu quo* de derechos conseguido por los socios con la tenencia de un

determinado número de acciones. (...) la posición y la influencia mayor o menor de cada accionista depende sencillamente de la proporción en que estén sus acciones en relación al capital, y esa proporción disminuye cuando se emiten acciones nuevas.” (p.406)

Teniendo esto presente, en los próximos párrafos, se evaluará si el DSP es el mecanismo ideal para proteger el *statu quo* de los accionistas en la sociedad y si es posible evitar este primer nivel de dilución accionaria.

El *statu quo* de los accionistas referido en esta investigación hace alusión a la conservación o mantenimiento de la situación específica de los accionistas antes del aumento de capital. En este contexto específico, nos referimos a las razones que pudieran justificar su interés a conservar:

- No perder el porcentaje de participación que le permita tener control en la sociedad,
- No perder el porcentaje de participación que le otorgue cierto nivel de poder de decisión en la sociedad, o
- No perder determinados derechos que se obtengan en base a la tenencia de un porcentaje específico de participación en el capital social de la sociedad.

En su rol de conservar el *statu quo*, el DSP otorga a todos los accionistas la posibilidad de suscribir las nuevas acciones de acuerdo a su porcentaje de participación y, de no suscribir la totalidad, permite acrecer dicho porcentaje a los accionistas previos a este aumento accionario. Hasta aquí, nos permitimos realizar dos cuestionamientos. Primero, un derecho que permite acrecer el porcentaje de participación a través de una segunda rueda de suscripción preferente es incompatible y hasta contradictorio con la finalidad de conservar el *statu quo* que persigue el DSP, porque le permite “acrecer” su porcentaje, en lugar de solamente conservarlo. Segundo, si bien el DSP es útil para conservar el *statu quo*, debemos considerar mecanismos alternativos menos lesivos, que generen menos inconvenientes que el DSP y, a su vez, tiendan a lograr la misma finalidad de conservación pretendida por los accionistas en la sociedad.

No obstante ello, consideremos todo el abanico de posibilidades en las que se podría conservar el *statu quo*. Los mecanismos más conocidos o convencionales para contrarrestar o evitar de alguna forma este nivel de dilución son los siguientes: la emisión de instrumentos de deuda, el DSP, la emisión de acciones sin derecho a voto y el pago de una prima de capital elevada. Considerando que no son los únicos, aquellos serán explicados a continuación.

La emisión de instrumentos de deuda, en lugar de acciones, es un método de financiamiento que definitivamente evitará la dilución por completo, en tanto la cuenta correspondiente al capital social seguirá siendo exactamente la misma después del financiamiento, ya que se trata de un financiamiento que no se realiza a través de acciones. Si bien esta vía es ampliamente utilizada nacionalmente, no es un sucedáneo exacto del financiamiento vía capital social. En consecuencia, únicamente nos limitaremos al financiamiento vía capital social en su modalidad de aumento de capital, porque financiarse a través de una vía o por la otra tiene propiedades, implicancias y consecuencias completamente diferentes que ya fueron explicadas junto a la flexibilidad financiera.

Dentro del financiamiento a través de capital social, el DSP es uno de los mecanismos más férreos que se puede encontrar para contrarrestar este nivel de dilución. No obstante, la presente discusión sobre su calidad de derecho mínimo y obligatoriedad, siempre sería posible pactar su regulación a través de una cláusula o disposición en el estatuto de la sociedad respectiva o en un convenio de accionistas, aun cuando no exista la regulación objeto de estudio en este trabajo de investigación. De esta forma, este derecho ya no estaría incorporado debido a una fuente legal, sino a una fuente convencional, por lo que este derecho podrá ser ejercido en el marco de un procedimiento más o menos flexible de acuerdo a lo que sea negociado y pactado por las partes que correspondan.

El financiamiento a través de acciones sin derecho a voto es una buena alternativa, ya que el nuevo accionista no tendría derecho a voto, entonces los accionistas preexistentes no tendrían de qué preocuparse en este contexto. Sin embargo, en la práctica peruana, su uso no es común ni frecuente, incluso entre los inversionistas pasivos sin intenciones de involucrarse en la toma de decisiones dentro la sociedad emisora.

Por otro lado, el pago de una prima de capital o de emisión elevada es un mecanismo que permite un menor impacto dilusivo sobre los accionistas preexistentes, ya que el pago de una elevada o mayor prima de capital a la estimada de la tenencia por acción de los accionistas permite la emisión de una menor cantidad de acciones. Al mismo tiempo, su uso supone inevitablemente una dilución en este primer nivel, eso es innegable, pero será en menor medida. Esto ocurre debido al mayor valor que representa la acción o a que la emisión sea pactada de esa forma, entonces se emitirá una menor cantidad de acciones a favor de quienes las hayan suscrito, pero con un mayor ingreso de recursos a través de la mencionada cuenta “prima de capital” que permita alcanzar el monto requerido para el financiamiento. Así, los beneficios del presente mecanismo serán tan altos como mayor sea el desembolso por acción con la finalidad de emitir una cantidad menor de acciones que represente una menor dilución de primer nivel para los accionistas.

Además de los más cotidianos y estimando que siempre hay actores económicos (fundadores o inversionistas específicos) interesados en conservar su *statu quo* hasta cierto punto, será importante considerar lo que, en esta investigación, conoceremos como “métodos adicionales” para contrarrestar contractualmente el primer nivel de dilución o tutelar alguno de los ya mencionados tres intereses de los accionistas que justifican la conservación del porcentaje de participación. Ellos pueden ser complementarios entre sí y también acompañados a los previamente mencionados mecanismos más conocidos, de ser requeridos para el caso en particular. Como mencionamos previamente, ello se debe a que los mecanismos previamente explicados son, en su mayoría, útiles para sus fines y disminuyen el impacto de la dilución desde diferentes frentes y aspectos.

En su mayoría, estos métodos son producto de algún hecho o condición ocurrido en la práctica, como podría ser una negociación previa con la sociedad para que posteriormente estos métodos sean llevados a cabo, mediante su regulación en convenios de accionistas o en el mismo estatuto. De hecho, dependiendo de las circunstancias concretas, suelen ser exigidos por ciertos actores económicos, por un lado, y suelen ser otorgados, por el otro, como parte de las negociaciones previas a la formalización del aumento de capital de una sociedad que no se financia a través de un mecanismo centralizado de negociación. Estos métodos son: el financiamiento inteligente y ordenado, la auto tutela a través de incentivar

la competencia por las acciones, los pactos que otorgan derechos de veto, los pactos que otorguen una capacidad privilegiada en el nombramiento de directores y el establecimiento de mayorías más altas.

El primer método sugerido consiste en llevar a cabo un financiamiento de forma inteligente, ordenada y oportuna. Si bien es una sugerencia aparentemente difusa y abstracta, esta es una práctica altamente recomendada actualmente y es muy común oírla en la casuística correspondiente a los financiamientos de *startups*. Las *startups* son sociedades recién constituidas cuyo emprendimiento se caracteriza por ser innovador, disruptivo y de alto y rápido escalamiento de valor. Por esa razón, se requiere de gran recaudación de recursos para cumplir con dicha característica y que, al mismo tiempo, los socios fundadores no pierdan el control absoluto de su sociedad al financiarse a través de la emisión de capital social para llevar a cabo las decisiones por su propia cuenta de forma rápida y eficiente, sin depender de los accionistas o inversionistas pasivos que financiarán la *startup*.

Teniendo esto en cuenta, la sugerencia para evitar que los fundadores pierdan el control es aplicar este método, el cual es aplicable también a todo financiamiento vía acciones en tanto les interese la conservación del porcentaje de participación previo al aumento de capital, en la medida de lo posible. Ello consiste en diversas acciones: recabar el financiamiento mínimo e indispensable a través de acciones para llevar a cabo lo planeado, obtener el financiamiento más barato posible, recabar los recursos procurando otorgar la menor cantidad de acciones a cambio, cotejar las métricas diluidas con las no diluidas, compartir el impacto del primer nivel de dilución en rondas de financiamiento posteriores con los nuevos accionistas de rondas de financiamiento anteriores, financiarse en oportunidades posteriores siempre que haya incrementado el valor de la acción y anticipar el impacto que generará el aumento de capital en los porcentajes de participación para decidir si aceptar el financiamiento o no. En pocas palabras, se procura emitir un financiamiento más asequible o menos costoso a favor de la sociedad para que, como consecuencia, la dilución de primer nivel sea menor en cada accionista.

Como segundo método para contrarrestar el primer nivel de dilución, tenemos a la autotutela a través de la competencia como método para contrarrestar el primer nivel de

dilución, el cual solo podría funcionar en un aumento de capital sin DSP, como sabemos gracias al capítulo anterior. Considerando que las sociedades anónimas son las sociedades capitalistas por excelencia, este método consiste en usar lo que se pretende defender y un escenario competitivo como incentivos para que los accionistas que serán diluidos y quienes suscribirán las nuevas acciones realicen una puja por el precio de las mismas o, al menos, la emisora elija el mejor precio por sus acciones. Dicho de otro modo, si el accionista preexistente no quiere diluirse y perder porcentaje de participación por cualquier motivo: conservar control, ciertos derechos estatutarios o poder de voto; debería ofrecer un mayor aporte por acción a cambio por las acciones y competir por ellas con quienes, en principio, las iban a suscribir. De esta forma, las acciones serán asignadas a quien las valore más y pague más por ellas, la sociedad emisora se beneficiará por haber emitido menos acciones a mayor precio y, por lo tanto, el monto de nuevas acciones que diluye será menor. Asimismo, si los accionistas prefieren no competir, se deberá entender que asumen las consecuencias de no suscribir las nuevas acciones.

Como tercer método, los accionistas tienen la posibilidad de negociar derechos de veto a su favor. Mediante convenios o pactos de accionistas, normalmente se reconocen diversos tipos de derechos, cuando se busca su obtención en base a quien sea el accionista, mas no al porcentaje de acciones que represente. Uno de esos derechos plausibles de ser regulados en un convenio de accionistas es el derecho de veto. Este derecho suele ser otorgado a favor de accionistas minoritarios y consiste en otorgar la potestad a determinado o determinados accionistas de impedir que la Junta General de Accionistas adopte algún o algunos acuerdos en particular sin contar con la conformidad o “permiso” del accionista titular del derecho a veto. De esta forma, el accionista titular obtendrá un gran poder de decisión dentro de la sociedad y que, ante un aumento de capital, pueda sopesar la pérdida de cierto porcentaje de participación o, inclusive, evitar todo el aumento de capital.

Otro método posible consiste en establecer pactos que otorguen una capacidad privilegiada en el nombramiento de directores a favor de accionistas minoritarios. La capacidad de nombrar directores es un recurso que no debe ser menospreciado, ya que el directorio es el órgano social administrativo encargado de la gestión de la sociedad y la ejecución de decisiones. De hecho, es tan importante que la capacidad de nombrar una

cantidad mayoritaria de directores es una característica distintiva de un accionista que detenta control en su sociedad. Dicho esto, esta capacidad puede brindar control en la política de la sociedad o algún nivel de injerencia en la misma. Por ello, puede ser considerado como algo valioso a ser negociado en favor de accionistas minoritarios para proteger su *statu quo* al mantener cierto poder de decisión en la sociedad y compensar la disminución de su porcentaje de participación.

Como último método, siempre se pueden pactar mayorías más altas, salvo por la prohibición sobre el particular establecida en el artículo 257° de la LGS. Negociar el incremento de quórum o mayorías destinadas a ser más altas para la adopción de ciertas decisiones en particular es un método destinado a la protección del poder de decisión de los accionistas minoritarios que puedan ver disminuido su porcentaje de participación. Su funcionamiento consiste en facultar estatutariamente a un porcentaje de acciones minoritario en que determinada decisión deba ser aprobada necesariamente por quien o quienes representen este porcentaje accionario requerido. En otras palabras, tendrá o tendrán una suerte de derecho de veto sobre la decisión mayoritaria.

Sin duda alguna, el funcionamiento y utilidad de estos métodos depende de ciertas condiciones para evitar este nivel de dilución. Por ejemplo, dependerá de cómo sean negociados los términos para este aumento de capital, así como de la generación de un mayor valor de mercado por las nuevas acciones, entre otros. De resultar adversas estas condiciones, estos métodos no serán tan útiles como lo sería el DSP para el accionista. No obstante, el valor que le asigne cada agente a las acciones es lo que incentivará su suscripción o transacción.

Dicho esto, aún puede parecer relevante el uso del DSP para conservar el *statu quo* de los accionistas o, al menos, compensarlo. Para corroborar esto, se revisarán las razones que justifican el interés del accionista para esta conservación y se cotejarán con algunos planteamientos adicionales. Por ello, a este nivel de dilución, se debe tener presente que el interés en su conservación no se basa en el porcentaje *per se*, sino en los beneficios que le genera determinada tenencia en porcentajes, los cuales son las tres razones previamente mencionadas que justifican la conservación.

#### **4.2.1. Sobre la conservación del *statu quo***

Dos de las tres razones, son conservar el porcentaje de participación que le permita tener control y conservar el porcentaje de participación que le otorgue cierto nivel de poder de decisión en la sociedad. Ambas pueden ser relacionadas porque obtener un determinado nivel en el poder de decisión en la sociedad hará que ese accionista sea controlador, independientemente del porcentaje total de acciones. De hecho, según desarrollo práctico, un accionista controlador es aquel que tiene la capacidad de tomar decisiones importantes en la sociedad, nombrar a la mayoría de directores o modificar el estatuto.

Por otro lado, respecto a la conservación de determinados derechos a obtenerse en base a la tenencia de un porcentaje específico de participación en el capital social de la sociedad, debemos mencionar que nos referimos exclusivamente a ellos como, por ejemplo, los señalados en los siguientes artículos de la LGS: 113, 117, 131, 145, 181, entre otros. No nos referimos a los derechos individuales de los accionistas obtenidos independientemente de dicho porcentaje, ya que para ellos aplica un régimen y criterios diferentes. Así, cabe distinguir al poder de decisión dentro de la sociedad, de la mencionada conservación de derechos y control de la sociedad, ya que en los dos últimos solamente caben dos posibilidades: el accionista tiene el derecho o el control, o no lo tiene en absoluto. En cambio, en el primero, tendrá más o menos poder de decisión, de acuerdo a la cantidad de su porcentaje de tenencia.

Antes de analizar diversos escenarios y realizar cuestionamientos, veamos las dos posibilidades ante un aumento de capital que ameritarían la negativa en el ejercicio del DSP por iniciativa propia, desde la perspectiva de un accionista titular de este derecho. Las dos posibilidades son: el accionista busca ser únicamente un inversionista pasivo y el accionista no tiene la capacidad monetaria para ejercer el DSP, con fines de evitar o afrontar el primer nivel de dilución.

Para entender la primera posibilidad, bastaría dejar de lado la implícita presunción en la que todo aquel que se encuentra inmerso en este nivel de dilución siempre quiere o necesita de un mecanismo de defensa o protección como lo es el DSP. Ejemplos hay muchos, basta

tan solo pensar en uno cada vez más común en el medio nacional: una empresa grande, acaudalada o especializada inversionista en acciones que se encuentre diluyéndose a este nivel, incluso una persona natural fungiendo el rol de accionista pasivo y minoritario, podría afrontar diversos escenarios económicamente adversos y situaciones de alto riesgo sin mayores dificultades. Recordemos que, el accionista pasivo, quien es minoritario, querrá que sus acciones le generen rentabilidad y ganancias. En palabras de Payet (2003): “no invierte para integrarse al grupo de control ni sustituirlo. Invierte (...) para obtener una rentabilidad adecuada de su inversión, confiando en la buena gestión a cargo del grupo de control” (p.83). En consecuencia, este grupo no requerirá necesariamente de protección alguna y mucho menos de una tan potente y contraproducente protección como la que brinda el DSP regulado nacionalmente.

Por otro lado, así como hay accionistas que fungen de inversionistas pasivos o con dinero para competir y mantener su porcentaje accionario, hay quienes no tienen los fondos suficientes para ello. La segunda posibilidad en la que un accionista no ejercería su DSP por iniciativa propia es por su falta de capacidad monetaria o para solventar el ejercicio del DSP y evitar el primer nivel de dilución, por lo que devendría en un accionista minoritario. Bajo este supuesto, la normativa peruana permite transar los CSP para que, el accionista que no ejercerá dicho derecho y perderá su porcentaje de participación, por lo menos, sea compensado con un ingreso monetario por parte del nuevo titular del DSP en virtud de su transferencia. Sin embargo, esta solución resulta no ser la mejor porque no conserva el *statu quo* del accionista que transfiera el CSP y porque, en Perú, el mercado de CSP es muy limitado, no solo por tratarse de activos financieros complejos, también por tener una duración o vigencia breve.

Teniendo presente los últimos párrafos, corresponde aterrizar las propuestas, mecanismos y métodos reduciendo las posibilidades a dos escenarios: el primero es el aumento de capital en sociedades anónimas cerradas, ordinarias o, en general, que obtengan el financiamiento a través de ofertas privadas, mientras que el segundo es el aumento de capital en sociedades anónimas abiertas que negocian la emisión de sus acciones en mecanismos centralizados de negociación o a través de una oferta pública muy difundida.

En el primer escenario y sin DSP obligatorio, dado que se considera una regulación dispositiva sobre el particular, las partes tendrán la libertad de acogerse a los beneficios y perjuicios que consideren convenientes, tolerables o compatibles con sus intereses. Incluso, si ello implica no acogerse a DSP alguno, también podría llevarse a cabo, de acuerdo al mejor interés de las partes.

No obstante, frecuentemente ocurrirá que los fundadores y el inversionista promedio que financie sustancialmente a una sociedad negociarán y buscarán la obtención de alguno o, de ser el caso, algunos de los métodos y mecanismos adicionales señalados párrafos como condición para aportar, ya que puede haber interés o asignación de valor suficiente a su capacidad de decisión, control o derechos en la sociedad para ello. De hecho, la negociación para el otorgamiento de derechos en una transacción que supone financiamiento es un fenómeno común y cotidiano en las sociedades anónimas.

A modo de ejemplo, se podría realizar lo siguiente: negociar algún derecho de veto a favor del accionista aportante, negociar la aportación de una prima de capital elevada para favorecer a los accionistas preexistentes al generar un menor impacto dilusivo y/o solicitar el otorgamiento del derecho a elegir un director, de forma que se compensa de alguna manera el perjuicio que podría suponer este nivel de dilución sobre el accionista aportante. Inclusive, a través de un convenio de accionistas, podría ser objeto de negociación la regulación del mismo DSP o uno menos restrictivo, de acuerdo a los intereses de las partes o de lo que surja de la negociación.

Entonces, siguiendo el escenario en el que se establece un DSP voluntario o dispositivo, el accionista no se vería perjudicado por la falta de un DSP legalmente obligatorio. Es más, aun cayendo en el supuesto que el titular del DSP no tenga dinero para suscribir, se podría regular mediante convenio de accionistas o estatuto un mecanismo de financiamiento a favor de un accionista específico o algunos en particular para que puedan ejercer su derecho sin inconvenientes por falta de solvencia o liquidez.

Por otro lado, abordando el segundo escenario y sin DSP, el mercado receptor de la oferta de emisión de acciones no se encontrará con alguno de los inconvenientes señalados en el capítulo anterior que resultan de particular importancia en este escenario, se incentivará

la inversión en este mercado de acciones, se recaudará financiamiento más eficientemente y se maximiza el valor de la sociedad. Es más, dado que generalmente tratamos con inversionistas pasivos en este escenario, los accionistas que buscan proteger su *statu quo* caerán en el supuesto de autotutela mediante la competencia señalado previamente que generará una secuencia de hechos que beneficien a la sociedad. Si por algún motivo quisieran otorgar derechos o establecer mecanismos como los señalados previamente, también podrán hacerlo, dada la flexibilidad de un DSP dispositivo.

En otras palabras, en este escenario, la competencia por las nuevas acciones funcionará de la siguiente manera: la asignación de un mayor valor por parte del accionista para conservar su capital social debería incentivarlo a pagar un precio mayor y competir por ellas. Este escenario sin DSP, aumentará el precio por acción y se emitirán menos acciones para el financiamiento. En consecuencia, se generarán solamente beneficios para los accionistas y la sociedad, porque habrá menos dilución en este nivel, el accionista tendrá la posibilidad de conservar su poder de decisión, control o derecho puesto en riesgo y se obtendrá un mejor financiamiento para la sociedad.

Además, en un aumento de capital, el porcentaje de participación a perder como resultado de este nivel de dilución no suele ser alto. De hecho, la dilución en este nivel dependerá de la cantidad de acciones a ser emitidas y, en proporción, cuanto corresponde a la totalidad de acciones. Es decir, ¿qué tan grave resulta para un accionista tener 7% y que se diluya a 5.5% o tener 59% y se diluya a 51%? Más allá de que, en términos absolutos y teóricos, sea una pérdida para el accionista y que su poder de voto se verá reducido en la misma proporción que aumentó el capital social; si observamos la situación concreta del accionista en la sociedad, es probable que no haya perdido mucho o nada realmente en este nivel. Por lo que, se habrá tratado de una dilución en cantidades irrisorias que no debería ameritar un nivel de tutela como el impuesto mediante DSP.

Nuevamente, no se niega cierta capacidad del DSP de aliviar el primer nivel de dilución en los accionistas. Sin embargo, en la legislación societaria, no se debería asumir o sugerir la necesidad de los accionistas de conservar su capacidad de decisión, control o derechos en la sociedad mediante un DSP obligatorio para justificar la preferencia. Se

sostiene esto debido a los inconvenientes generados por la regulación nacional del DSP explicados en el capítulo anterior y a la falta de necesidad de los accionistas de acogerse a esta regulación obligatoriamente porque, como explicamos a lo largo de los últimos párrafos y escenarios, típicamente lo pedirían en la negociación como condición para el aporte o no necesariamente todo accionista estaría interesado en ello.

Dejando ya de lado los escenarios sobre aumentos de capital con DSP dispositivo, desde una perspectiva que considera el universo de accionistas dentro de una sociedad, se puede considerar también que el *statu quo* no solo se altera si afecta a un individuo o accionista. Se altera también cuando afecta su entorno compuesto por los accionistas restantes. Dicho de otro modo, un accionista en específico podría encontrar su *statu quo* alterado también por el porcentaje de participación que otros accionistas incrementen, conserven y/o dejen de conservar. Esta perspectiva considera a todo aquel con participación accionaria en relación con sus pares o, lo que es lo mismo, el *statu quo* de todos los accionistas a lo largo de toda la existencia de la sociedad.

Entonces, bajo esa perspectiva, con o sin DSP, inexorablemente llegaremos a la conclusión de que es práctica y matemáticamente inevitable mantener el *statu quo*, bajo la interpretación del párrafo anterior, porque la no suscripción, la suscripción parcial o el acrecentamiento de alguno de los accionistas implican necesariamente la pérdida del *statu quo* de, por lo menos, sí mismo, como parte de la totalidad de accionistas. Es decir, se habrá cambiado el *statu quo* anterior por otro nuevo, considerando un nuevo resultado final y global de porcentajes de participación accionaria. En consecuencia, sólo podrá ser conservado cuando todos los accionistas suscriban proporcional y coordinadamente cada vez que se creen nuevas acciones a lo largo de toda la vida de la sociedad. Ello implicaría que ningún accionista a corto, mediano o largo plazo, en algún punto de la vida de la sociedad, pueda salir del esquema preestablecido de porcentajes de participación.

Sin embargo, ello ocurrirá de todos modos. De alguna manera, al aumentar el capital social, por lo menos, una de las siguientes situaciones suele suceder frecuentemente: algún accionista podría no querer suscribir las nuevas acciones, carecer del dinero para ello, parecerle una mala inversión, no favorecerle el valor de la acción para comprarlas y preservar

los mismos porcentajes de participación, podría ocurrir que un tercero debe entrar para que la sociedad crezca estratégicamente o por alguna decisión empresarial o de negocio, con motivo sustentado en interés social. En pocas palabras, la conservación del *statu quo*, en estos términos, es sumamente improbable.

Hasta aquí, sobre los tres motivos o razones que explican el deseo de conservar el *statu quo* en la sociedad en un escenario sin DSP, se puede concluir lo siguiente: Si los accionistas pretenden conservarlo, no deberían estar obligados a recurrir a un derecho impuesto que permite acrecer el porcentaje de participación con el pretexto de su conservación, siendo que, dicha conservación puede ser regulada voluntariamente de diversas formas, por diferentes razones y a medida de cada circunstancia o interés. De hecho, considerando la práctica habitual y la totalidad de los accionistas, dicha conservación de un *statu quo* estricto resulta sumamente improbable en no pocas ocasiones, incluso con dicho derecho.

#### **4.3. Segundo nivel: Dilución del valor de las acciones**

El presente nivel de dilución no es reconocido como tal popularmente, ya que se suelen confundir los dos niveles de dilución en uno solo. Eso lo podemos ver en casi la totalidad de la doctrina sobre el DSP. Por ejemplo, Garrigues y Uría (1953) justifican la imposición del DSP por la disminución del valor por acción de la sociedad, de la siguiente manera:

“El fundamento de ese derecho está, de una parte, en que toda emisión de acciones nuevas en una sociedad próspera, con buenas reservas y perspectivas halagüeñas, reduce la proporción en que se encuentran las acciones viejas con el patrimonio social, e implica necesariamente la rebaja del valor de esas acciones en la medida en que las acciones nuevas van a absorber una parte de las reservas y de las expectativas de futuros beneficios. Para este caso, si el accionista antiguo que ha puesto su capital y su esfuerzo en la sociedad y ha corrido riesgos que ya no pueden correr los accionistas nuevos, no tuviera el derecho de optar a la suscripción de esas nuevas acciones, no tuviera el derecho de optar a la suscripción de esas nuevas acciones, no

quedaría tampoco protegido contra la natural disminución del valor de sus viejas acciones (...)" (p.406)

Sin embargo, de acuerdo a lo que se mostrará a lo largo de las próximas líneas, este segundo nivel de dilución, como uno de los fundamentos que justifican la regulación del DSP, consiste en la disminución del valor de la acción de la sociedad ante el aumento del capital social y no, por ello, se debe equiparar al primer nivel de dilución como el mismo fenómeno aplicado a un atributo distinto.

A diferencia de lo que se suele dar a entender a través de la doctrina, la dilución no es un fenómeno único que impacta negativamente siempre al porcentaje de tenencia y al valor de las acciones del mismo modo y simultáneamente. Tampoco es un fenómeno cuya reducción de porcentaje de tenencia lleve como consecuencia necesaria la reducción del valor de las acciones de determinado accionista. Lejos de ello, actualmente, es posible que la reducción del porcentaje de tenencia no conlleve reducción alguna del valor de las acciones de la misma tenencia. De hecho, incluso es posible lo opuesto: que se aumente el valor de las acciones de dicha tenencia a pesar de la disminución del porcentaje de tenencia por un aumento de capital posterior, en comparación al momento previo al aumento de capital. Por esa razón, en la presente investigación, se dividió dos niveles de dilución en base a las consecuencias que generará el aumento de capital.

A propósito de tal división, se realizará otra división dentro del segundo nivel, ya que es necesario distinguir el impacto de la dilución en dos métodos de valorización que marcaron un hito en la práctica corporativa. Hoy en día, las acciones pueden ser valorizadas de diferentes maneras y métodos. Entonces, se procederá a considerar dos de los métodos de valorización de acciones más emblemáticos: el valor patrimonial, utilizado como método predominante y contemporáneo a la creación del DSP como lo conocemos hasta fines del siglo pasado, y el valor de mercado, utilizado mayoritariamente al día de hoy. Todo ello con la finalidad de entender el impacto del aumento de capital en el valor de las acciones, es decir, lo que en esta investigación se denominará "segundo nivel de dilución".

#### **4.3.1. Valor patrimonial**

El presente método de valorización supone que el monto correspondiente al patrimonio neto es el valor total de la sociedad, independientemente de su capital social. Este método de valorización recoge únicamente información sobre el patrimonio neto del estado de situación financiera de una sociedad. Además, si pretendemos hallar el valor individual de la acción de determinada sociedad, podremos hallarlo dividiendo el monto correspondiente al patrimonio neto entre el número de acciones suscritas en la sociedad.

Antes de continuar, es imperante explicar qué es una prima de emisión o prima de capital, fenómenos que llamaremos indistintamente por ambos nombres en la presente investigación. Elías (2015) la define de la siguiente manera: “Las acciones pueden ser colocadas por encima de su valor nominal y a esa diferencia, favorable a la sociedad, se le denomina prima de capital” (p.316). En otras palabras, la prima de capital sirve para asignar un monto adicional al valor nominal que se paga por una acción para ser emitida, de forma que es posible calzar contablemente un desembolso mayor al valor nominal.

Ahora, con fines ilustrativos, pongamos por caso lo siguiente: la empresa “Inca Coca S.A.” tiene un capital social con 1000 acciones emitidas a valor nominal de 10 soles y un patrimonio neto de 12000 soles, por lo que el valor patrimonial de la acción es de 12 soles. Luego, se tomó la decisión de emitir 1000 nuevas acciones a valor nominal. Por lo tanto, quienes suscriban las nuevas acciones deberían hacerlo con una prima de capital de 2 soles por cada una sobre el valor nominal para conservar el valor patrimonial. De lo contrario, al suscribir a valor nominal o no pagarse una prima de capital, el valor patrimonial de la acción luego de la emisión se disminuirá a 11 soles.

Así, del ejemplo, se debería entender que se aumentó la cantidad de acciones en 1000 adicionales, pero no se aumenta el patrimonio neto al mayor valor patrimonial estimado de 12 soles por acción para que se preserve dicho valor por acción, sino a uno menor: 10 soles por acción de nueva emisión. Esta situación genera dos consecuencias matemáticas necesariamente: se disminuirá el valor patrimonial en 1 sol por acción contra los accionistas que no suscriben la nueva emisión, mientras que quienes suscriban las nuevas acciones a valor nominal obtendrán valor adicional por el mismo monto disminuido a los accionistas que no suscribieron, ya que pagaron 10 soles por cada acción. Entonces, su valor patrimonial

será de 11 soles. Estas dos consecuencias, agrupadas como una sola, son conocidas, en doctrina y en esta investigación, como dilución del valor patrimonial de las acciones a consecuencia de una transferencia de valor de los accionistas preexistentes hacia los nuevos accionistas o, en este caso, de los accionistas que no suscriben las nuevas acciones hacia los que sí.

Ahora bien, un mecanismo para evitar la dilución a valor patrimonial es el DSP. No hay forma de negar que es un mecanismo útil para ello, dado que, por las mismas razones explicadas sobre el primer nivel de dilución, el DSP permitirá también conservar una tenencia de acciones cuya totalidad equivalga, a valor patrimonial, lo mismo que valía antes del aumento de capital; siempre y cuando se ejerza el DSP o se transfiera el CSP a un tercero.

Repasemos y expandamos el último ejemplo citado con fines de mayor comprensión en su rol contra la dilución: la empresa X tiene un capital social de 1000 acciones con valor nominal de 10 soles y un patrimonio neto de 12000 soles. Este estaba repartido para los accionistas A y B con 60% y 40%, respectivamente. En este momento previo al aumento de capital, el valor patrimonial de la tenencia de A y B es 7200 y 4800 soles, respectivamente. Si se lleva a cabo el aumento de capital de 1000 acciones a un valor que no conserve el valor patrimonial de la sociedad, como puede ser a valor nominal; el valor patrimonial de la sociedad será 22000 soles y el valor patrimonial por acción será 11 soles. Entonces, el nuevo valor patrimonial de la tenencia de los accionistas A y B será 13200 y 8800 soles, respectivamente. Sin embargo, ello solo pudo ser posible si consideramos que tuvieron que gastar de sus propios recursos para conservar el valor de su tenencia, razón por la que tendríamos que considerar que los accionistas ya tenían ese excedente, entonces correspondería restar lo gastado para suscribir las nuevas acciones a valor nominal, ergo el valor patrimonial de la tenencia de los accionistas se mantuvo en 7200 y 4800 porque A y B gastaron 6000 y 4000 soles, respectivamente. Por lo tanto, se habrá conservado el valor patrimonial de la tenencia accionaria a través del pago de una prima de emisión que permite evitar la dilución del valor patrimonial y corresponde a lo suscrito preferentemente, según el DSP.

Es innegable que el DSP resulta útil para conservar el valor patrimonial de la tenencia de cada accionista. Lamentablemente, la imposición del DSP obligatorio enfrenta dos grandes problemas hasta aquí. En primer lugar, este mecanismo lleva consigo varios perjuicios, deficiencias e inconvenientes que han sido explicados en el capítulo anterior y son objeto de reiteración a lo largo de esta investigación. Y, en segundo lugar, pero no, por ello, menos importante, la valorización de acciones a valor patrimonial es un método obsoleto para sus fines.

Respecto al último, la realidad nacional sobre la que se debe basar la regulación cambió hace varios años. Hoy en día, mayoritariamente, los aumentos de capital se realizan a valor de mercado, independientemente del tamaño de la sociedad. La fijación de precios de los activos financieros, como las acciones, depende de muchas más variables que solo el patrimonio neto o, inclusive, los estados financieros en general. Por lo tanto, no hay necesidad alguna de preservar el valor patrimonial de las acciones de una sociedad en todos los casos asumiendo que, como hasta hace algunos años, este es el método que refleja el “valor real” de las acciones para que, debido a ello, se justifique la imposición de un DSP obligatorio.

No hay mayor relevancia en la conservación del valor patrimonial de las acciones. A pesar de ello, por mandato legal, se procura dicha conservación a través de un medio obsoleto y dañino, como lo es el DSP obligatorio. Por esa razón y con la finalidad de utilizar las metodologías de valorización vigentes y más adecuadas, posteriormente, se desarrollará el segundo nivel de dilución en el valor de mercado de las acciones ante un aumento de capital.

Por ahora, es importante que recordemos el hito histórico que conocemos por tratarse del origen del DSP: el caso Gray vs. Portland Bank del año 1807. En él, el tribunal del estado de Massachusetts estableció la existencia de un derecho de los accionistas a suscribir las nuevas acciones emitidas, en proporción a su porcentaje de tenencia en el capital social. Dicha decisión, a decir de Vázquez (1993), se fundamentó “(...) como remedio de equidad frente a la actuación desleal de los administradores en un supuesto específico” (p.944). En otras palabras, se sustentó como remedio contra los aumentos de capital que se lleven a cabo en contravención a los deberes fiduciarios.

No obstante, si bien no son los principales fundamentos para la imposición del DSP actualmente, en un principio lo fueron y sirvieron para incentivar su aparición y aceptación. Por esas razones, es conveniente rebatir los argumentos a favor de la imposición del DSP como remedio contra los deberes fiduciarios, en tanto también generan dilución del valor de las acciones, en casos de aumentos de capital carentes de DSP obligatorio.

Para su mejor desarrollo en esta investigación, dichos casos serán llamados: aumento de capital realizado negligentemente y aumento de capital realizado maliciosamente. A continuación, se procederá con su explicación y desarrollo pertinente.

#### **4.3.1.1. Aumento de capital realizado negligentemente**

El aumento de capital realizado negligentemente consiste en una ejecución negligente del aumento de capital por parte de la administración de la sociedad en la negociación del mencionado aumento de capital acordado. Es decir, la realización de una descuidada, holgazán y pobre negociación o estimación por parte de la administración social respecto de las acciones ofrecidas para su suscripción, de forma que se establece en términos muy por debajo de lo valorizado y/o esperado por quienes reciben la oferta en detrimento de la sociedad emisora.

El otorgamiento de un DSP obligatorio a todos los accionistas les permite protegerse de la transferencia de valor que supone un aumento de capital realizado negligentemente. Ello se debe a que los accionistas quienes, en principio, no iban a suscribir las nuevas acciones, podrán resultar menos perjudicados por dicho aumento de capital; porque también tendrán la posibilidad de suscribir las acciones al mismo precio malbaratado bajo las mismas condiciones, cuando la administración realice esta operación negligentemente. Así, con el otorgamiento del DSP, los accionistas podrán evitar los dos niveles de dilución y no perjudicarse tanto por el traslado de valor, teniendo en cuenta el menor valor asignado a las nuevas acciones, en tanto todos los accionistas podrán suscribir las acciones al mismo menor precio, de forma proporcional a su tenencia inicial de participación accionaria.

En lugar de ello, es posible recurrir a un mecanismo *ex-post* ya existente que reemplaza al DSP para esta finalidad, sin recaer en los ya explicados perjuicios que este supone. Entonces, considerando que los directores deben actuar en interés de la sociedad, ante un aumento de capital llevado a cabo negligentemente, podemos remover a los miembros del directorio responsables e interponer la pretensión social de responsabilidad, regulada en el artículo 181 de la LGS.

Como en otros contextos, existen remedios que ocasionan peores situaciones que la propia enfermedad o anomalía que se pretende combatir. Si bien otorgar el DSP obligatoriamente a los accionistas para evitar esa situación no deseada es útil, podemos encontrar otros mecanismos que se adaptan mejor y no generan perjuicios a la sociedad. Por ello, es preferible dejar de lado al DSP obligatorio, como mecanismo *ex-ante*, y optar por otros mecanismos contra estos tipos de aumentos de capital, aun cuando sean *ex-post*.

Además de los inconvenientes ya mencionados sobre el DSP, los mecanismos *ex-post* a presentar son preferibles por dos motivos. El primero es la posibilidad de analizar un problema con la finalidad de brindar una posterior solución, acorde a las circunstancias. El segundo consiste en el no otorgamiento de un derecho de veto o de bloqueo al accionista minoritario contra las decisiones empresariales normalmente acordadas por la mayoría. Es decir, el DSP obligatorio permite a los accionistas minoritarios bloquear los aumentos de capital que decida el accionista mayoritario o bloquear el mejor financiamiento posible para la sociedad alegando un aumento de capital del tipo estudiado. Así, se rompería la regla básica establecida sobre quórum y mayorías para la adopción de acuerdos que es propia de las sociedades anónimas, que supone, de por sí, un mecanismo para limitar el poder del accionista controlador, en tanto se requieren calificadas. Como consecuencia de ello, se restará eficiencia y agilidad a la sociedad anónima en su interés de desempeñar la actividad empresarial que le corresponda.

Respecto a los mecanismos reemplazantes, en primer lugar, contamos con el mecanismo de mercado laboral. Es decir, el principal incentivo para los directores de trabajar de la mejor forma posible consiste en la conservación de su cargo y la buena o mala percepción que tendrán sobre él en otras sociedades que eventualmente puedan requerir de

sus servicios o, lo que es lo mismo, en su mercado laboral. De esta forma, se disuade la ocurrencia de este aumento de capital anómalo y, en caso contrario, podrá ser removido de su cargo y desprestigiado ante dicho mercado.

En segundo lugar, contamos con la regulación sobre la responsabilidad de los directores, en los artículos 171 y 177 de la LGS, establece que ellos deben desempeñarse con la diligencia de un ordenado comerciante y representante leal o, en otras palabras, en cumplimiento de sus deberes fiduciarios. De lo contrario, responderán ilimitada y solidariamente por los daños causados por actos o acuerdos contrarios a la ley, el estatuto o por los realizados con dolo, negligencia grave y abuso de facultades. Entonces, es pertinente realizar la siguiente pregunta: ¿los directores que realizaron un aumento de capital negligentemente son responsables por este proceder? La respuesta es afirmativa en tanto se trate de una negligencia grave y se considere el estándar de “un ordenado comerciante” para determinar la existencia de responsabilidad; sin embargo, todo dependerá del caso concreto y de la labor del árbitro o juez en determinar la responsabilidad correspondiente, en última instancia. Aunque, la postura ideal de quien resuelva el conflicto debería tender a ser permisivo con las negligencias o establecer un estándar de diligencia fácil de cumplir para determinar la responsabilidad del director, ya que, de lo contrario, se disuadirá a los directores de asumir diversos tipos de riesgos razonables en sus funciones, en consecuencia, podría disuadir a los mejores en su función de continuar sus labores. En cualquier caso, si se busca proscribir esta clase anómala de aumentos de capital, es posible establecer su prohibición en el estatuto, en un momento previo, para que, en caso de ocurrir, se pueda responsabilizar más fácilmente a los directores que incurrieron en este hecho al contravenir el estatuto.

Dicho esto, la pretensión social de responsabilidad podrá ser utilizada contra este tipo de aumentos de capital siempre que el daño sea generado contra la sociedad y se solicite en interés de esta, como creemos que es el caso. Además, solo podrá llevarse a cabo si así se solicita por acuerdo en junta general de accionistas, es solicitado por al menos un tercio del total del capital social o lo realice cualquier accionista, siempre que se haya adoptado el acuerdo societario para iniciar esta medida, transcurran tres meses y no se haya interpuesto la demanda. Respecto al daño en este tipo de casos, este ocurrirá a causa de la pérdida de

valor patrimonial de las acciones que supone una emisión de nuevas acciones a precio malbaratado por una negociación negligente lo que, a su vez, generará una pérdida en el valor de la sociedad la cual representará el daño ocasionado a la sociedad.

Ahora bien, cabe mencionar que las mencionadas pretensiones de responsabilidad contra los directores no son mecanismos de tutela para invalidar, vetar o dejar sin efectos las decisiones de negocio tomadas por el directorio, como sí lo son los mecanismos correspondientes al aumento de capital realizado maliciosamente. Por el contrario, la pretensión de responsabilidad en conjunto con la regulación sobre la responsabilidad del directorio y sus deberes fiduciarios funcionan como reparadores de los daños y como disuasivos de la actuación negligente del director para el cumplimiento escrupuloso de sus deberes como administradores de la sociedad. Por lo tanto, no impedirán por completo la aparición de estos aumentos de capital porque, una vez realizadas estas emisiones, no podrán deshacerse, pero la regulación sí incentivará fuertemente a los directores a realizar un aumento de capital sesuda, prudente y diligentemente.

De esta forma, se evita la ocurrencia de los que, en este trabajo, llamamos aumentos de capital realizados negligentemente sin la necesidad de la imposición del DSP, como derecho mínimo de todos los accionistas. La regulación a la que se encuentran sometidos los directores es medianamente férrea, pero lo suficiente como para generar un efecto disuasivo en los directores a favor de la sociedad y los accionistas y, sin perjuicio de ello, también permitir las decisiones empresariales y cumplir la clásica función reparatoria de la responsabilidad civil a favor de la sociedad.

#### **4.3.1.2. Aumento de capital realizado maliciosamente**

El aumento de capital realizado maliciosamente o, según Fried y Spamann (2018), *cheap-stock tunneling* es una práctica que se podría llevar a cabo en un aumento de capital que no se encuentre sujeto a DSP y consiste en aumentar el capital de la sociedad a un precio malbaratado por decisión del accionista mayoritario o de la administración para ser el único suscriptor de las nuevas acciones con la intención de diluir innecesariamente a los accionistas restantes en los dos niveles posibles.

El otorgamiento de un DSP obligatorio a todos los accionistas permite a los accionistas minoritarios ser menos perjudicados en la transferencia de valor de este escenario porque ellos también tendrán la posibilidad de suscribir dichas acciones al mismo precio malbaratado, cuando el accionista mayoritario decida realizar un aumento de capital de ese tipo. De esta forma, con el otorgamiento del DSP, los accionistas podrán evitar la dilución del valor de sus acciones, porque no se perjudicarán tanto por el traslado de valor teniendo presente el menor valor asignado a las nuevas acciones, en tanto todos los accionistas podrán suscribir las acciones de forma proporcional a su tenencia inicial de participación accionaria.

Para tutelar al accionista minoritario ante un aumento de capital de este tipo, tenemos a los siguientes medios de tutela *ex - post*: la impugnación de acuerdos societarios, regulada en el artículo 139 de la LGS, y, residualmente, a la prohibición del abuso del derecho, regulada en el artículo II del Título Preliminar del Código Civil y 103° de la Constitución Política nacional.

El primer medio de tutela mencionado concede la posibilidad de dejar sin efecto el acuerdo societario. Así, podrá ser utilizado contra este tipo de aumentos de capital en dos escenarios: en la medida que se establezca en el estatuto o que, por las circunstancias o por la forma de llevar a cabo la mencionada artimaña, se lesionen los intereses de la sociedad misma y, conjuntamente, se beneficie directa o indirectamente a uno o varios accionistas.

Corresponde, entonces, verificar la ocurrencia de los dos requisitos para la configuración del presente medio de tutela en su segundo escenario. En un aumento de capital realizado maliciosamente, siempre existirá el beneficio directo o indirecto a, por lo menos, un accionista porque dicho accionista es el mayoritario, quien realizó el acuerdo con el único propósito de diluir innecesariamente a los accionistas restantes en los dos niveles posibles para incrementar su porcentaje de participación en comparación a los accionistas restantes. Por otro lado, la lesión al interés social ocurrirá a causa de la pérdida de valor de la sociedad. El malbaratamiento de las acciones de la sociedad por parte del accionista mayoritario en ejecución de esta maniobra generará dicha pérdida de valor afectando el interés social.

Sin embargo, la lesión o perjuicio al interés social por la pérdida de valor de la sociedad supone que el aumento de capital se llevó a cabo a un valor mucho menor al patrimonial (o de mercado, de ser el caso) para que sea fácil de suscribir a favor del accionista mayoritario, de ahí que represente un perjuicio al interés social. Entonces, siguiendo la lógica de los juristas de la época del auge del DSP por la que consideran que el valor patrimonial es el valor adecuado para la emisión de acciones, en los casos que el aumento de capital malicioso no se realice a un valor menor al patrimonial, no se podrá recurrir a la impugnación de acuerdos societarios, regulada en el artículo 139 de la LGS. Sin embargo, esta lógica siempre puede ser adaptada a la realidad actual y utilizar el valor de mercado.

No obstante, existe otro medio de tutela residual a favor del accionista cuando no ocurra una lesión o perjuicio tan evidente al interés de la sociedad para recurrir a la vía previamente mencionada. La prohibición del abuso del derecho puede tutelar al accionista minoritario que se encuentre indefenso o vulnerado, independientemente de la ocurrencia de alguna lesión a los intereses sociales. Es conocido que la prohibición del abuso del derecho es una institución jurídica poco usada y difusa; sin embargo, funciona y se encuentra consagrada en el artículo 103 de la Constitución Política nacional, así como en el artículo II del Título Preliminar del Código Civil peruano, por lo que resulta plenamente aplicable en materia societaria. Teniendo esto en cuenta, es importante aclarar los alcances de esta institución.

Según Rubio (2008), el abuso del derecho es:

“Un acto en principio lícito, es decir, que formalmente constituye el ejercicio de un derecho subjetivo dentro del sistema jurídico de que se trate. Sin embargo, este acto contraría el espíritu o los principios del derecho en el transcurso de su ejecución y, por tanto, se configura una laguna del derecho que debe ser resuelta por el juez, ante la carencia de una disposición restrictiva o prohibitiva específica que impida el acto tal como se realiza”. (p.29)

En otras palabras, el abuso de derecho se produce ante un conflicto entre el ejercicio del derecho subjetivo de un sujeto y el legítimo interés no protegido de otro, debido a un ejercicio irregular de dicho derecho, que resulta contrario a un deber jurídico genérico.

El desarrollo conceptual sobre esta institución es vasto y etéreo. Por ello, para efectos de este trabajo, nos limitaremos a señalar lo requerido para la configuración del abuso de derecho con la finalidad de evaluar su aplicabilidad para proteger accionistas minoritarios víctimas de un aumento de capital llevado a cabo maliciosamente. Según Morales, “si bien no existe un acuerdo sobre los requisitos que deben concurrir para que se configure el abuso de derecho, creemos que estos son los más importantes:

- a. Existe una norma jurídica que reconoce un derecho.
- b. Este derecho debe ser relativo, es decir, debe tener ciertas limitaciones.
- c. Se produce el ejercicio de ese derecho por un sujeto o por la omisión de dicho ejercicio y con ello se afecta el legítimo interés de otro sujeto.
- d. Ese ejercicio del derecho, o su omisión no se encuentra limitado ni prohibido por ninguna norma positiva.
- e. La afectación del legítimo interés del otro sujeto no se encuentra tutelado por una norma específica.
- f. Se entiende que dicho ejercicio contraviene el principio de buena fe y las normas generales de convivencia social”.

Si cotejamos los elementos que configuran el abuso del derecho y el aumento de capital realizado maliciosamente, podremos confirmar la configuración de todos sus elementos y su aplicabilidad en protección de los minoritarios sujetos de abuso:

- a. El derecho subjetivo ejercido es el derecho a voto obtenido por la tenencia mayoritaria del accionista que le permite tomar el acuerdo societario de aumentar el capital.
- b. Las limitaciones son los quórum y mayorías calificadas requeridos por la LGS para la adopción del acuerdo de aumento de capital.
- c. El accionista mayoritario o controlador acuerda que se lleve a cabo el aumento de capital bajo ciertas condiciones e intenciones que perjudican o lesionan el legítimo interés del resto de accionistas política y económicamente, dentro de la sociedad.

- d. Se ejerce el derecho a voto acordando el aumento de capital. La toma de decisión que ocasiona el aumento de capital no se encuentra prohibida.
- e. El abuso del derecho se aplicaría en la medida que no haya DSP obligatorio que proteja al accionista.
- f. El aumento de capital se lleva a cabo con la mala intención de diluir innecesariamente a los accionistas restantes e incrementar el porcentaje de participación del accionista mayoritario, lo cual contraviene la buena fe y los principios generales, en tanto es una conducta indeseable, lesiva y abusiva contra los accionistas no controladores.

De esta manera, los accionistas que sufran un aumento de capital realizado maliciosamente pueden ser protegidos sin la imposición del DSP obligatorio, regulado actualmente en la LGS. Tendrán a disposición la impugnación de acuerdos societarios para los casos cuyo aumento de capital lesione el interés social. Mientras que, cuando se considere que dicho aumento de capital no se prohíba estatutariamente o no lesione el interés social, sino el particular, los accionistas minoritarios que se consideren vulnerados podrán alegar un escenario de abuso del derecho por parte del accionista mayoritario que lo decidió.

Antes de culminar el desarrollo de estos mecanismos, es especialmente relevante considerar que la impugnación de acuerdos societarios, la pretensión social de responsabilidad y el abuso del derecho son mecanismos cuyo funcionamiento está condicionado a su interposición ante un tercero que resuelva el conflicto en el fuero jurisdiccional. Sin embargo, el Poder Judicial nacional presenta graves taras respecto a la eficacia y eficiencia en la solución de controversias. Dichas taras son especialmente relevantes en un contexto comercial y societario, en los que la falta de agilidad, especialización e ineficiencia representan costos, más aún al tratarse de la pretensión social de responsabilidad y el abuso del derecho porque tienen que ser sometidos a procesos de conocimiento y, por consiguiente, a un proceso de varios años. Atendiendo a esas circunstancias, la vía ideal para resolver estos conflictos es el arbitraje.

El arbitraje permite excluir la posibilidad de someter una controversia ante el Poder Judicial, para que, en su lugar, se someta ante un árbitro o tribunal arbitral. Para conflictos dentro de una sociedad, se debe establecer una cláusula arbitral en su estatuto, de acuerdo a

las circunstancias y particularidades de cada sociedad. El beneficio de contar con este mecanismo alternativo de solución de controversias es su amplia flexibilidad en todo aspecto: costo variable según la institución y pretensión, especialización en diversas áreas, celeridad por menor carga y sujeta a una sola instancia, personalización de disposiciones a gusto de las partes, entre otras.

Tras señalar la obsolescencia del valor patrimonial como método de valorización de acciones y la utilidad de los mecanismos alternativos contra los aumentos de capital realizados negligente y maliciosamente, se puede concluir que preservar el valor patrimonial de las acciones de una sociedad no debería ser justificación para la imposición de un derecho mínimo dañino para las sociedades actualmente. Por esa razón, a continuación, desarrollaremos el segundo nivel de dilución en el valor de mercado de las acciones ante un aumento de capital, debido a que este comprende una serie de métodos de valorización más adecuados.

#### **4.3.2. Valor de mercado**

Para empezar apropiadamente, es necesario diferenciar al valor patrimonial de las acciones del valor de mercado de las mismas. El primero es el valor de las acciones reflejado única y específicamente a través del patrimonio neto del estado de situación financiera de la contabilidad de una empresa. Mientras que, el segundo es el valor de las acciones formado por las interacciones entre la oferta y la demanda por dicha acción y, dependiendo del método específico que se utilice y al tratarse de un activo financiero, también se puede basar en las expectativas, estimaciones o proyecciones futuras sobre los flujos de caja que puede generar la acción valorizada.

Actualmente, los agentes económicos inmersos o dedicados, de alguna u otra forma, a los mercados de valores valorizan las acciones a través de diversos métodos que les permiten conocer el valor de mercado más adecuado para la transacción en concreto. Unos métodos son más sofisticados que otros. Por ello, eligen o se dejan llevar por poca o gran cantidad de variables que afectan el resultado del método elegido para hallar el valor de mercado de una acción en particular. A esto se debería añadir que el valor de las cosas es

subjetivo, por lo que, varía de persona en persona, según su percepción o la información que se tenga sobre ella. De ahí que, a diferencia del valor patrimonial de las acciones, el valor de mercado de determinada acción no sea el mismo para cada individuo valorizador. Sin embargo, la explicación sobre la valorización de acciones será detenida en este punto, debido a que explicarla más exhaustivamente no es necesario para continuar con el desarrollo de la presente investigación.

Dicho esto y redirigiendo el tema hacia el desarrollo sobre el segundo nivel de dilución a valor de mercado, se tomará una variable importante en varios de estos métodos de valorización: la utilidad, ya que es una variable de sencilla comprensión y, a partir de ella, se determinan los flujos de caja generados por la sociedad a ser evaluada que, a su vez, permiten determinar el valor de mercado de la sociedad, en algunos métodos. La finalidad de ello es conocer el impacto de un aumento de capital en el valor de mercado de las acciones mediante el siguiente ejemplo:

La sociedad “Los Pollos Hermanos S.A.” genera S/ 50'000,000 de utilidad al año, posee un valor de mercado de S/ 200'000,000, su capital social está compuesto por 1'000,000 acciones comunes con valor nominal de S/ 1.00 y tiene entre sus accionistas a Antonio y a Benito. Nuestro accionista detenta 10,000 de dichas acciones, entonces su porcentaje de participación en “Los Pollos Hermanos S.A.” es de 1%. Tal cantidad de acciones posee un valor de mercado en total S/ 2'000,000 y su accionista tenedor percibirá S/ 500,000 de dividendos al año. Posteriormente, se decide emitir 250,000 acciones adicionales que serán suscritas por un tercero.

Aparentemente, esta decisión de negocio generaría los dos niveles de dilución en nuestro accionista. En el primer nivel, pasaría de tener 1% a 0.8% de porcentaje de participación respecto a la totalidad de acciones emitidas. En el segundo nivel, suponiendo que el valor de mercado de “Los Pollos Hermanos S.A.” permanece constante, la tenencia de acciones de Antonio dejaría de valer S/ 2'000,000 para valer un poco más de S/ 1'600,000 en total y ya no percibiría S/ 500,000 en dividendos, sino un poco más de S/ 400,000. Sin embargo, el valor de mercado de las acciones reacciona de forma diferente en el contexto de un aumento de capital si se tiene un objetivo de inversión que supondrá una mayor

generación de valor a futuro. Los recursos obtenidos gracias al aumento de capital serán destinados a adquirir activos tecnológicos que modernizarán y agilizarán los procesos de la empresa, razón por la que se estima que aumentarán los beneficios de la sociedad en cuestión.

Como consecuencia de estas adquisiciones y su ejecución, las circunstancias cambian radicalmente para la sociedad y sus accionistas porque el valor de mercado de la empresa aumentó a S/ 400'000,000 y su utilidad al año aumentó a S/ 87'500,000. “Los Pollos Hermanos S.A.” tendrá 1'250,000 acciones comunes emitidas y el accionista poseerá 10,000 de ellas. Si bien ocurrirá el primer nivel de dilución porque tendrá un porcentaje de tenencia del 0.8%, sucederá lo contrario a una dilución en el segundo nivel. La misma tenencia accionaria de Antonio ahora valdrá en total S/ 3'200,000, mientras antes del aumento de capital valían S/ 2' 000,000. Del mismo modo, ocurrirá con los dividendos. Nuestro accionista percibirá más dividendos que antes: S/ 700,000 de dividendos al año, mientras que antes recibía dividendos de S/ 400,000 al año por la misma tenencia.

Antes de resaltar los elementos destacables del ejemplo, recordemos que un aumento de capital es un método de financiamiento que corresponde a alguna necesidad o interés en el uso de los recursos recaudados a través del financiamiento en cuestión. Utilizando terminología técnica aplicable en materia financiera, si la inversión de los recursos obtenidos por el aumento de capital resulta con un valor presente neto favorable, el valor de mercado de cada una de las acciones aumentará, incluso podría superar el efecto dilusivo de un aumento de capital. Esto se debe a que, en el mercado, se genera o se generaría la expectativa de un aumento en la rentabilidad de la empresa gracias a un rentable y buen uso de los recursos del financiamiento. Toda esa información se incorporará al valor de las acciones y, finalmente, el valor de todas las acciones aumentará en función a estas expectativas e información disponible. En caso contrario, si la inversión a realizar resulta con un valor presente neto desfavorable, el valor de mercado de las acciones disminuirá y el valor de mercado por acción que previamente existía también disminuirá en todos los accionistas en función a ello.

Aterrizando en el ejemplo, se observa una situación muy favorable para la sociedad y sus accionistas. El uso de los recursos obtenidos a través de la emisión de acciones permitió el aprovechamiento de la oportunidad de comprar artefactos que agilizaron los procesos de la empresa. Como consecuencia de ello, ocurrió una serie de situaciones que podrían explicar el incremento de la utilidad distribuible, como pueden ser la mayor cantidad de ventas, el pago de mayor precio por el mejor producto, una mejor recepción del público respecto de los bienes que transa la sociedad y/o la sociedad misma, ser preferido ante la competencia del rubro, entre otros. Entonces, como señalamos en el párrafo anterior, aquellos sucesos impactaron positivamente en las utilidades de la sociedad del ejemplo. Por ende, dicha información generó expectativa sobre la rentabilidad de la mencionada sociedad, lo cual se tradujo en un incremento del valor de mercado de las acciones al punto que no hubo dilución en este nivel.

Resulta necesario recalcar que el proyecto de inversión a ejecutar con ese financiamiento fue de suma importancia por lo ya explicado hasta el momento. Es decir, el destino de los recursos obtenidos a través del aumento de capital es relevante porque, de acuerdo a lo que se destinen los recursos, el valor de las acciones emitidas por la sociedad y su utilidad se mantendrá o aumentará en mayor o menor medida, sin perjuicio de todos los factores restantes que también influyen en el valor de mercado de aquellas. En el ejemplo en concreto, el valor de mercado de las acciones y las utilidades aumentaron tanto que excedieron al efecto dilusivo que supone el aumento del capital social en este nivel, resultando que no haya dilución alguna, sino todo lo contrario. De ahí que la utilidad o beneficio por acción y el valor de mercado por acción aumenten, a pesar de la disminución del porcentaje de tenencia por un aumento de capital.

No obstante todo lo anterior, con fines didácticos, comparemos ambos tipos de dilución en el segundo nivel, para explicarlos fácil y coloquialmente, tomando como ejemplo un pastel. Imaginemos un pastel de cierto tamaño dividido en ocho partes o pedazos iguales. Posteriormente, se decide agrandar el pastel y dividirla en nueve partes iguales, ya no en ocho. Ahora, si el agrandamiento del pastel fuera a valor patrimonial, el pastel solo se agrandará un poco. Ello causará que la división en nueve partes siempre reduzca o, en el mejor de los casos, mantenga la cantidad de pastel que comprende cada una de las partes o

pedazos, en comparación a la cantidad que en un inicio suponía cada uno, cuando eran ocho pedazos. Por el contrario, si el agrandamiento del pastel fuera a valor de mercado, este pastel podría mantenerse o agrandarse, en menor o mayor medida. Esto ocurrirá de tal forma que la división en nueve partes pueda aumentar, reducir o mantener la cantidad de pastel que comprende cada uno de los pedazos. En otras palabras, a valor de mercado, es posible recibir trozos o pedazos más grandes a pesar de representar un porcentaje menor respecto a la totalidad.

Considerando lo explicado hasta el momento sobre la dilución accionaria en el segundo nivel, es natural deducir que ella, en tanto representa una reducción de valor por acción, no necesariamente va a ocurrir debido a un aumento de capital. Es decir, es posible que ocurra una dilución accionaria en el primer nivel y, a pesar de ello, no ocurra lo mismo en el segundo nivel. De hecho, puede ocurrir todo lo contrario en el último nivel mencionado: el incremento de la utilidad y el valor de mercado por acción, lo cual es una consecuencia absolutamente positiva y beneficiosa para el accionista y la sociedad.

Ahora bien, a propósito de este hallazgo, es pertinente cuestionarnos lo siguiente: ¿es realmente necesaria la regulación del DSP para evitar la dilución a este nivel? o ¿siquiera se debería tratar de evitarla? La respuesta en ambos casos es negativa, porque la variación del valor y las utilidades de la sociedad son consecuencias del común transcurso de la vida de una sociedad y la normal formación de precios. Ello funciona de esa forma tanto para la utilidad generada por la sociedad como para el valor de mercado de las acciones, porque así funcionan los mercados. Siempre se encuentran sujetos a diversas consideraciones y variables, las cuales de manera indefectible afectarán, de una forma u otra, al valor de la acción de la sociedad a valorizar.

Del mismo modo, siempre se debe considerar que un aumento de capital para llevar a cabo un proyecto o idea suele ser una decisión empresarial y, como toda decisión empresarial o de negocio, esta se encuentra sujeta a toda clase de riesgos que los órganos sociales deben asumir, en el desempeño de sus funciones. Por ello, determinada decisión puede generar un resultado positivo o negativo, en mayor o menor medida, de acuerdo a

diversas variables que, en no pocas ocasiones, resultan impredecibles e imposibles de manipular o evitar.

Por lo tanto, el DSP no puede ni debería evitar legalmente la dilución en este nivel a valor de mercado porque esta no es ocasionada directamente, siempre y en toda oportunidad por un aumento de capital. Recordemos que, sin mediar aumento de capital alguno, puede ocurrir o no una dilución en el segundo nivel, entendida como pérdida de valor. De modo similar, habiendo un aumento de capital, puede ocurrir o no dicho fenómeno. De hecho, el valor de mercado de una sociedad y de la tenencia de los accionistas aumentará o disminuirá normalmente como fenómeno propio y natural en la actividad empresarial de toda sociedad. Dicho esto, no se debe utilizar este fenómeno para justificar la imposición legal con carácter imperativo conocida como DSP.

#### **4.4. Conclusiones**

- a. Actualmente, se justifica la regulación del DSP con la finalidad de evitar los dos niveles de dilución en los que podría caer un accionista: la dilución en el porcentaje de participación y la dilución en el valor patrimonial de la acción porque implican una alteración al *statu quo* dentro de la sociedad y una disminución en el valor patrimonial de la tenencia por la transferencia del valor de los accionistas que no suscriben la nueva emisión hacia los que sí; respectivamente.
- b. Sin embargo, a la luz de la realidad actual, nos permitimos concluir que ninguno de los fundamentos o las justificaciones que sustentan la imposición regulatoria del DSP ni su rigidez son suficientes. En la práctica, desde una perspectiva que considera todo el accionariado, el primer nivel de dilución resulta muchas veces inevitable, independientemente de la rígida imposición legal del mecanismo más efectivo para ello: el DSP. Mientras que, desde la perspectiva del accionista, a pesar de hacerlo menos efectivamente, la alteración del *statu quo* puede ser atenuada voluntariamente a través de diversos métodos o mecanismos menos perjudiciales. Inclusive, considerando la acogida que tiene este derecho, el DSP podría ser regulado a medida

de los intereses de las partes, las circunstancias y la negociación sobre el financiamiento de la sociedad.

- c. Respecto al segundo nivel de dilución, en tanto era de entendimiento común y parte de la realidad empresarial que el “valor real” de las acciones de una sociedad equivalía al valor patrimonial de estas, uno podría concluir que la imposición del DSP se encontraba justificada; sin embargo, este método de valorización está obsoleto hoy en día. Del mismo modo, la regulación del DSP no debería justificarse en los aumentos de capital realizados negligente y maliciosamente porque existen mecanismos efectivos contra ambos supuestos.
- d. Además, no se requiere de un DSP para evitar la dilución del valor de mercado de las acciones, porque no en todos los casos se atravesarán ambos niveles de dilución. Además, a diferencia de lo que se suele creer, el aumento de capital, que teóricamente generaría una dilución, podría resultar en grandes beneficios para los accionistas y la sociedad, en no pocas ocasiones.

# **CAPÍTULO V: SUPRIMIENDO LA CARACTERÍSTICA DE DERECHO MÍNIMO DEL DERECHO DE SUSCRIPCIÓN PREFERENTE**

Finalmente, como último capítulo, se revisará la situación o realidad empresarial actual, de forma resumida, así como las opciones legislativas para su comparación con legislación extranjera. Todo ello con la finalidad de orientar una respuesta regulatoria y proponer un anteproyecto de ley que resuelva el problema de la presente investigación, considerando el evidente conflicto entre dos de las funciones principales del derecho societario: la reducción de costos y la tutela al accionista minoritario.

## **5.1. Situación actual:**

La realidad empresarial se ha vuelto progresivamente cada vez más competitiva, compleja y tiene como prioridades la generación de valor, eficiencia y agilidad. Por ello, a nivel normativo o regulatorio, el derecho no debe ser ajeno a esta realidad y, mucho menos, ser óbice para el desarrollo de esta. De ahí la importancia de lo señalado por la OCDE (2016):

“(…) es esencial que las reglas y normativas de gobierno corporativo se adapten a la realidad (…) [por esta razón, se consideran] las nuevas tendencias en los sectores empresarial y financiero (…) [asimismo] el aumento de actividades empresariales transfronterizas, los cambios de funcionamiento de los mercados de valores y las consecuencias de una cadena de inversión cada vez más larga y compleja que va desde los ahorros privados hasta la inversión empresarial”. (p.7)

Parte de esa realidad que debemos atender consiste en la gran intervención de las ciencias económicas y financieras en contextos empresariales de todo tipo y tamaño, con la finalidad de crear y maximizar el valor de la sociedad. Así lo asegura la doctrina mayoritaria. Dentro de ellos, Tovar (2015) establece que “la regla básica que debe guiar el buen gobierno corporativo es el principio de (...) maximizar la creación de valor” (p.441).

Lamentablemente, el ordenamiento jurídico nacional regula el DSP como derecho mínimo a favor de los accionistas, de acuerdo a los artículos 95° y 96° de la LGS. En virtud de tal calidad, a decir de Elías (2015), nos encontramos ante un derecho “inderogable” (p.348) a favor del accionista y contra la sociedad emisora. Es decir, que no puede ser pactado en contrario a nivel de pacto de accionistas, junta general de accionistas, estatuto o pacto social.

Entonces, para satisfacer el derecho mínimo, se dispone un procedimiento que establece mínimos, mas no máximos. Entre otras disposiciones y salvo pacto unánime en contra, el procedimiento de aumento de capital debe cumplir con lo siguiente:

- Realizar por lo menos dos ruedas de suscripción permitiendo la posibilidad de acrecer el porcentaje accionario de los accionistas,
- Establecer un procedimiento si quedaran acciones no suscritas tras la segunda rueda,
- Respetar los plazos mínimos de, por lo menos, diez y tres días para la primera y segunda rueda, respectivamente, salvo pacto unánime en contrario por parte de la totalidad de los accionistas,
- Si se trata de aportes no dinerarios o por capitalización de créditos, se deberá permitir aportes dinerarios por un monto que permita a todos los accionistas ejercer su DSP, y,
- Excepcionalmente, tratándose de una sociedad anónima abierta, este derecho mínimo puede pactarse en contra, siempre que se cumpla con los requisitos del artículo 259 de la LGS.

Sin embargo, en la práctica transaccional, este derecho preferente representa un obstáculo que ocasiona una serie de demoras, costos e inconvenientes en el proceso de aumento de capital. Tal es su reputación e impacto en el marco de estos procesos que una sugerencia habitual a favor de la emisora es procurar la exoneración del procedimiento de ruedas de suscripción preferente por acuerdo unánime de todos los accionistas, pero, como se podría imaginar, no es usual un acuerdo de este tipo dado el casi insuperable límite que supone la unanimidad a alcanzar. De esta forma, el DSP deviene en una de esas instituciones que “trae como consecuencia que, en vez de solucionar, se acrecientan los problemas” (Rojas, 2021, p.343).

A pesar de ello, en tanto supone la protección de los accionistas, nos encontramos ante un derecho que goza de particular legitimidad a nivel nacional, la doctrina peruana que lo cuestiona es casi nula y frecuentemente ignorada. No obstante, en ocasión de regular el DSP, el legislador no se debe dejar llevar por ello. Debe ser sumamente cuidadoso y ponderar adecuadamente los intereses de los accionistas y el interés social, ya que una regulación muy rígida, como la actual, resulta lesiva para la sociedad emisora, a pesar de beneficiar a los accionistas.

Téngase en cuenta que, además, al momento de la redacción de estas líneas, se encuentra vigente una Comisión Reformadora de la LGS, por lo que nos encontramos próximos a ser regulados por una nueva ley de sociedades. Aun así, considerando la cotidianidad de las transacciones internacionales, los vehículos de inversión o financiamiento ágiles, el uso de mercados de valores, los costos de oportunidad a lo largo del tiempo perdido y demás consideraciones financieras; hasta el momento, parece no haber objeción alguna que flexibilice el régimen regulatorio del DSP en la próxima norma.

El panorama se tornará peor si consideramos que este tipo de normas en el Perú tienen cierta vocación de permanencia, por lo que nos encontraremos décadas con una regulación basada en aspectos más teóricos que prácticos y técnicos. Del mismo modo, enfatizando en la legislación comparada actual y considerando únicamente a los países económicamente relevantes, la regulación sobre el particular sería una de las más rígidas y contrarias al interés social de la región y, probablemente, de la totalidad del orbe.

## **5.2. Opciones legislativas**

El DSP ha sido objeto de debate constante a lo largo de su existencia alrededor del mundo. Inclusive, desde su origen jurisprudencial, fue criticada por otros jueces con diferente criterio. A decir de Vázquez (1993):

“En el caso *Yoakam v. Providence Biltmore Hotel Co.* de 1929, el tribunal, consciente de los cambios producidos por la evolución del Derecho societario, consideró que la protección de los accionistas podría lograrse de un modo más justo prescindiendo de dogmas legales -refiriéndose al derecho de suscripción preferente- y sometiendo tanto

a los administradores como a los accionistas mayoritarios de la sociedad a un más estricto deber de fidelidad en la emisión de nuevas acciones”. (p.951)

Esto se debe a que en principio no existía regulada positivamente y, por el contrario, se establecía a nivel contractual, ocasionalmente.

No obstante, con el pasar de los años, las naciones que instauraron un régimen rígido sobre el derecho en cuestión, optaron por ubicar su regulación en el lado del espectro que propugna su flexibilidad, dejando de lado una absoluta tutela del interés del accionista y permitiendo la posibilidad de favorecer al interés social. Esta separación de intereses se explica considerando que la sociedad a ser financiada es una persona distinta a cada uno de sus accionistas. Además, teniendo presente que la voluntad social se forma a través de mayorías y el DSP es un derecho mínimo a favor del accionista individualmente es posible que eventualmente la sociedad y algún o algunos accionistas no actúen coordinadamente o, inclusive, el accionista actúe en su propio interés en perjuicio de la sociedad.

Pasado el tiempo, las posibilidades dentro del espectro de regulación sobre el DSP se manifestaron y, en algunos casos, se manifiesta resumidamente en tres posibles formas de regulación: Obligatoria, “*Opt in*” y “*Opt out*”.

La primera forma supone la obligatoriedad e “inderogabilidad” del DSP, como sucede en Perú. La forma obligatoria pretende la absoluta primacía de la tutela a los derechos de los accionistas ante la sociedad en un aumento de capital. Por otro lado, la forma “*opt in*” es la forma ubicada en el extremo opuesto de la primera. Ella implica que la norma no establezca el DSP supletoriamente o “por defecto”, pero permite que la sociedad la pacte y regule a la manera que más le convenga o guste, como en el caso de lo señalado en la regulación estatal de Delaware, New York y el MBCA de Estados Unidos. Esta forma busca primar el interés social en el marco de un aumento de capital. En tercer lugar, nos encontramos con el régimen “*opt out*”. Ella se encuentra en un área media de todo el espectro posible de regulación y supone aplicación supletoria total o parcialmente de determinada regulación sobre el particular.

Cabe mencionar que esta división en tres formas no es completamente absoluta, dentro del espectro de posibilidades siempre hay matices. Por ejemplo, en Perú, hay una excepción para la inaplicación del DSP para las sociedades anónimas abiertas, aunque con

exigencias muy elevadas. Por otro lado, el MBCA de Estados Unidos no establece supletoriamente el DSP, pero ofrece un régimen supletorio, siempre que se acepte el sometimiento a este. Mientras que, el régimen “*opt out*” tiene diversas variantes, como ya pudimos conocer anteriormente.

Como se puede apreciar del segundo capítulo, el desarrollo legislativo del DSP inmersos en la categoría de “*opt out*” muestra una realidad variopinta. Esta corriente es seguida por países como Reino Unido, España, México, Brasil y Colombia; no obstante, la permisividad y las restricciones en cada una de ellas es diferente. Protegerán los intereses un poco más o un poco menos del accionista o de la sociedad.

La regulación inglesa sobre el particular es muy libre. Otorga el derecho supletoriamente, pero permite su pacto en contra a nivel de junta de accionistas o estatutariamente. Asimismo, señala varios regímenes de exclusión, como: emisión de opciones, aumento de capital por aportes no dinerarios, sociedades en problemas financieros, entre otros. En España, se establece un DSP que es plausible de ser retirado en tanto se justifique en interés social o en tanto se trate de una sociedad listada en un mecanismo centralizado de negociación de valores. México regula un derecho aplicado supletoriamente que puede ser retirado, regulado o modificado mediante la minuta de constitución o por pacto de accionistas. En empresas no listadas, el DSP de Brasil no puede ser retirado, pero sí regulado o ajustado libremente con restricciones mínimas; mientras que, en las empresas listadas, puede ser pactado en contrario, en tanto se trate de una emisión por oferta pública de acciones. Finalmente, la regulación colombiana instaura un DSP que puede ser pactado en contrario y ser regulado libremente.

De acuerdo con Salas (1995), “(...) nuestra legislación adopta una rígida posición frente a la posibilidad de excluir el DSP, admitiéndola sólo a título de excepción. La explicación reside en que la LGS de 1966 adoptó el mismo régimen que el de la Ley de Sociedades Anónimas española de 1951, la misma que no reconocía posibilidad de excluirlo en los casos de aumentos de capital por aportes dinerarios” (p.20). Como se pudo observar a lo largo de esta investigación, incluso comparando dentro de la región latinoamericana, la regulación nacional sobre este derecho es muy rígida e inflexible. Teniendo ello en cuenta,

a través de estas líneas se propone deslindar de los extremos, como la regulación nacional vigente o como la correspondiente al país norteamericano.

### **5.3. Respuesta regulatoria a la situación actual**

Recordemos que, en el marco de un aumento de capital, la preferencia regulatoria en la tutela a los intereses del accionista o de la sociedad se traducirá en una mayor o menor rigidez o flexibilidad en la regulación sobre el DSP. En base a ello, la regulación nacional actual se podría ubicar muy cerca al extremo rígido del espectro de posibilidades, debido a las casi insuperables restricciones que supone su modificación, supresión o regulación privada. De hecho, Herrada (2015) así lo señala:

“Nuestro ordenamiento (...) asume un modelo normativo fuerte del derecho de suscripción preferente, en el que adquiere importancia la protección del interés individual del accionista y, por lo tanto, no cabe excluir dicho derecho por decisión mayoritaria de la sociedad, sino solo en los casos en que la ley declare su inexistencia”. (p. 219)

Ahora, adoptar una regulación más flexible del DSP, que obedece a la eficiencia económica y la realidad empresarial, no requiere de grandes redacciones, más artículos, la erradicación completa del mismo o de interpretarse que los intereses de los accionistas no interesan en lo absoluto. Todo lo contrario. La respuesta o propuesta a presentar en esta investigación a través de un anteproyecto de ley es la flexibilización. Aligerar la rigidez regulatoria sobre el particular y levemente inclinarla hacia la tutela del interés social, ubicándolo en una zona del espectro opuesta y que tiende hacia el lado que propugna la flexibilización.

Con ese objetivo, se modificarán seis artículos que, en resumen, tendrán un resultado consistente en lo siguiente:

- Eliminar la calidad de derecho mínimo sobre el DSP para acciones con y sin derecho a voto,
- Eliminar la segunda rueda obligatoria de suscripción preferente,

- Eliminar la obligación de establecer un procedimiento cuando queden acciones sin suscribir luego de terminada la primera rueda
- Modificar las mayorías requeridas para amoldar o regular el procedimiento de ejercicio de los DSP,
- Eliminar la excepción aplicable a las sociedades anónimas abiertas a cambio de un régimen carente de DSP, pero con la posibilidad de pactarlo,
- Modificar la regulación sobre la suscripción de acciones en cartera únicamente para adaptarla a la nueva regulación,
- Modificar las mayorías requeridas para la emisión de opciones sobre acciones y su plazo de ejercicio,
- Permitir la libre regulación del DSP y su procedimiento por parte de la sociedad.

En este punto, resulta importante recordar la pregunta principal de esta investigación: ¿Cuáles son las implicancias de suprimir el derecho mínimo como característica del DSP, así como de modificar sus restricciones normativas? Como respuesta breve, podemos señalar que la amplia mayoría de las implicancias son positivas. Ellas consisten en la maximización del valor de la sociedad, generación de incentivos para las emisiones de acciones y la inversión en ellas, agilidad para adaptarse a todo tipo de situaciones de forma óptima, mayor actividad en el mercado de valores, así como la eliminación de los trastornos señalados en el tercer capítulo del presente trabajo. De esta forma, queda comprobada la hipótesis de la investigación erigida en el primer capítulo, razón por la que se confirma su contenido. No obstante, la respuesta a la pregunta planteada, en toda su extensión, no solo se remite a páginas anteriores, se complementará, con ciertas precisiones, en la Exposición de Motivos del Anteproyecto de Ley redactado en las próximas líneas.

Antes de culminar, considero que sería saludable para la práctica, desaparecer el estigma sobre la dilución y confiar en la capacidad de las partes de velar por su propio interés, porque las sociedades podrían estar perdiendo o haber perdido oportunidades, que normalmente serían tomadas como una decisión empresarial, por miedo a lo que cotidianamente se ha enseñado sobre ella y el DSP o por la forma en la que nos presentan a este fenómeno y al precitado derecho. Asimismo, de todas las formas de regular el DSP, la opción legislativa nacional es un remedio casi extremo que causa más problemas que los beneficios efectivamente ocasionados.

Finalmente, recordemos que nos encontramos en el marco del derecho de sociedades. De ahí que Forno (2017) señala lo siguiente:

“(…) en él rigen principalmente, la autonomía privada y la libertad de la empresa. Así, la premisa es siempre que cada individuo sea absolutamente capaz de medir los riesgos que asume y satisfacer por sí mismo, mediante la contratación, sus intereses; y, en esta capacidad, que es propia de los agentes a los que se dirige el Derecho Societario, radica su libertad para asumir derechos y obligaciones sin ningún tipo de limitación. Solo no podría hacerlo si los costos de transacción fuesen prohibitivos”. (p.116)

#### **5.4. Anteproyecto de Ley**

Durante la elaboración de la presente investigación, con la intención de lograr los objetivos propuestos en la delimitación del tema y respaldar la hipótesis, se elaboró un anteproyecto de ley que recoge las experiencias comparadas más relevantes y atiende tanto a la actualidad como a las necesidades que nos presenta la realidad empresarial.

Finalmente, dada la oportunidad de elaborar el presente trabajo de investigación, el mencionado anteproyecto de ley contiene la fórmula legal correspondiente y la exposición de motivos. Todo ello con la finalidad de no limitarnos a la crítica, sino permitirnos también proponer una solución a los problemas e inconvenientes tratados a lo largo de estas páginas.

## **ANTEPROYECTO DE LEY**

### **I. FÓRMULA LEGAL**

**ANTEPROYECTO DE LEY QUE MODIFICA LA LEY N° 26887,  
CON LA FINALIDAD DE MODIFICAR EL RÉGIMEN REGULATORIO  
DEL DERECHO DE SUSCRIPCIÓN PREFERENTE**

**Artículo Único. - Modificación de los artículos 95°, 96°, 99°, el primer párrafo del artículo 103°, el artículo 208° y el artículo 259°.**

Modifíquese los artículos 95°, 96°, 99°, el primer párrafo del artículo 103°, el artículo 208° y el artículo 259° de la Ley 26887; conforme a los siguientes textos:

**“Artículo 95.- Acciones con derecho a voto**

La acción con derecho a voto confiere a su titular la calidad de accionista y le atribuye, cuando menos, los siguientes derechos:

1. Participar en el reparto de utilidades y en el del patrimonio neto resultante de la liquidación;
2. Intervenir y votar en las juntas generales o especiales, según corresponda;
3. Fiscalizar en la forma establecida en la ley y el estatuto, la gestión de los negocios sociales; y,
4. Separarse de la sociedad en los casos previstos en la ley y en el estatuto.”

**“Artículo 96.- Acciones sin derecho a voto**

La acción sin derecho a voto confiere a su titular la calidad de accionista y le atribuye, cuando menos, los siguientes derechos:

1. Participar en el reparto de utilidades y en el del patrimonio neto resultante de la liquidación con la preferencia que se indica en el artículo 97;
2. Ser informado cuando menos semestralmente de las actividades y gestión de la sociedad;
3. Impugnar los acuerdos que lesionen sus derechos; y,
4. Separarse de la sociedad en los casos previstos en la ley y en el estatuto.

**“Artículo 99.- Suscripción de acciones en cartera**

Los accionistas pueden gozar del derecho preferente para suscribir las acciones en cartera. Cuando acuerde su emisión la sociedad entrega a los accionistas que corresponda certificados de suscripción preferente.

El ejercicio del derecho de suscripción preferente, en este caso, se realiza dentro de un plazo máximo de cinco días hábiles contados a partir de la fecha en que la sociedad anuncie la colocación de acciones en cartera.”

**“Artículo 103.- Opción para suscribir acciones**

Cuando lo establezca la escritura pública de constitución o el estatuto, la sociedad puede otorgar a terceros o a ciertos accionistas la opción de suscribir nuevas acciones en determinados plazos, términos y condiciones.”

**“Artículo 207.- Derecho de suscripción preferente**

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

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

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

**“Artículo 208.- Ejercicio del derecho de preferencia**

El derecho de preferencia se ejerce en por lo menos una rueda. En ella, el accionista tiene derecho a suscribir las nuevas acciones, a prorrata de sus tenencias a la fecha que se establezca en el acuerdo.

El plazo para el ejercicio del derecho de preferencia, en primera rueda, será de diez días, contado a partir de la fecha del aviso que deberá publicarse al efecto o de una fecha posterior que al efecto se consigne en dicho aviso.

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

Salvo en lo estipulado en el párrafo anterior, el estatuto podrá establecer otros plazos, pactos y condiciones para este procedimiento y la valuación de las acciones a emitir, inclusive la supresión del derecho de suscripción preferente”.

**“Artículo 259.- Aumento de capital sin derecho preferente**

Salvo regulación estatutaria en contrario, en los aumentos de capital en las sociedades anónimas abiertas no son de aplicación los artículos sobre el derecho de suscripción preferente, correspondiente al artículo 207 y siguientes.”

**DISPOSICIONES COMPLEMENTARIAS**

**Primera. - Vigencia de la Ley**

La presente ley entra en vigencia a los tres meses de su publicación en el diario oficial.

**Segunda. - Adecuación**

Es inaplicable cualquier disposición del estatuto de una sociedad existente a la fecha de entrada en vigencia de la presente ley que contravenga las disposiciones de esta última.

Sin perjuicio de lo establecido en el párrafo anterior, las sociedades deberán adecuar su estatuto a la presente ley, en un plazo de tres meses desde su entrada en vigencia.

## **II. EXPOSICIÓN DE MOTIVOS**

### **2.1. OBJETIVO DEL ANTEPROYECTO DE LEY**

La propuesta que se ofrece tiene como objetivo principal flexibilizar la regulación del derecho de suscripción preferente (en adelante, DSP) regulado en la Ley 26887 (en adelante, la Ley), con la intención de primar el interés de la sociedad en conseguir el mejor financiamiento posible: más rápidamente, a menor costo y con mayor libertad. Esta idea responde a la necesidad de reconocer la realidad y el cambio de paradigma en el mundo empresarial, ya que, actualmente, se exige mayor competitividad y profesionalismo, en tanto tiene como prioridades la generación de valor, eficiencia y agilidad.

Asimismo, responde a los no menores inconvenientes ocasionados por el derecho en cuestión revelados mediante esta investigación. Dichos inconvenientes se resumen en: inflexibilidad financiera, demora en la captación de recursos destinados a la sociedad, pérdida de competitividad de las ofertas primarias de acciones, obstáculo en la entrada de terceros estratégicos a generar más valor, potencial modificación sustancial del esquema de control de la sociedad, sustracción de valor a la sociedad en beneficio de los accionistas, desincentivo a las inversiones vía emisión de acciones y evita la maximización del valor de las sociedades

El cambio de paradigma y los inconvenientes mencionados son tales que la mayoría de legislaciones societarias de países económicamente relevantes se encontraron en la necesidad de flexibilizar su regulación sobre este derecho y normalizar este planteamiento, a pesar de que la teoría que respalda una regulación rígida parezca convincente. Se podría pensar en Estados Unidos y la mayoría de países europeos, pero lo más sugerente y resaltante es saber que en nuestra región se llevó a cabo este proceso hace varios años a nivel en Colombia, Brasil y México.

Por estas razones, el DSP como derecho mínimo y esencial del accionista debe dejarse de lado y quedar prescindido para futuras modificaciones. En contraste, se debe establecer la flexibilidad en la regulación del DSP como regla general para los aumentos de

capital en las sociedades anónimas. Aunque, dada la acogida que tiene y ha tenido este derecho en países latinoamericanos, se mantendrá como un derecho de aplicación supletoria en las sociedades anónimas cerradas y ordinarias, salvo pacto en contrario. Mientras que, en sociedades anónimas abiertas, no habrá aplicación del DSP, sin perjuicio de ello, siempre podrá pactarse.

## **2.2. JUSTIFICACIÓN Y MOTIVOS DE LA FÓRMULA LEGAL**

### **2.2.1. Artículo 95 y Artículo 96**

Ambos artículos regulan los derechos mínimos y esenciales de los accionistas con derecho a voto y sin derecho a voto, respectivamente. Gracias a este par de dispositivos normativos, se consagra al DSP como derecho mínimo, esencial e “inderogable”, en ambos casos. Sin embargo, proponemos la remoción de los incisos relativos al DSP y, por lo tanto, la supresión de dicha característica que la torna un derecho mínimo, esencial e “inderogable”.

La presente modificación se debe a que el otorgamiento del DSP a los accionistas contra la sociedad no es un suceso inocuo. Lejos de ello, el solo hecho de ser titular o ejercer dicho derecho genera una serie de problemas que pueden ser evitados mediante la supresión de este derecho, produciendo las siguientes implicancias:

- Ocasiona flexibilidad financiera en la sociedad, dado que el DSP nacional restringe la capacidad del órgano de administración para definir una estructura de capital óptima, de acuerdo a las circunstancias o requerimientos de la sociedad,
- Reduce la demora en la captación de recursos a favor de la sociedad, que se traduce en evitar un perjuicio en el valor del dinero en el tiempo y la variación del valor en la transacción con el transcurso del tiempo,
- Maximiza el valor de las sociedades porque permite la colocación de las nuevas acciones al mejor precio posible. Escenario que no se podía lograr con el DSP porque este derecho y su procedimiento generan gran cantidad de costos, desincentivos a la competencia de las ofertas primarias de acciones, aumenta la base sobre la que opera la dilución porque aumenta la cantidad de acciones a emitir, y desincentivan la inversión en acciones a nivel sistémico, perjudicando su mercado,

- Facilita la entrada de posibles inversionistas estratégicos que podrían dar mucho más valor a la sociedad, porque el DSP y su procedimiento lo obstaculizan al ser regulados de tal forma que los inversionistas estratégicos rara vez tendrán la posibilidad de entrar de forma cierta y bajo las condiciones previamente pactadas,
- Evita la sustracción de valor a la sociedad, en beneficio de los accionistas, porque, en base a consideraciones financieras, la sociedad no se beneficia del otorgamiento de este derecho, mientras que el accionista titular sí lo hará a costa de aquel.

Asimismo, a pesar de no cumplir su rol de evitar la dilución en el valor de las acciones y no ser el único mecanismo contra malas prácticas ante un aumento de capital, es relevante de cierta forma su eficacia para mantener el *statu quo* de los accionistas, aunque no sea el único método que logre mantenerlo. Además, el hecho de que el DSP sea una opción, se le pueda considerar como opción financiera de compra a favor del accionista y se pueda negociar o transferir los CSP supone un gran beneficio. Dicho esto, mientras más rígida sea la regulación a favor del DSP, mayor tutela sobre el accionista habrá; mientras más libre sea esta regulación, mayor tutela habrá sobre el interés de la sociedad. De ahí que, dependiendo de una serie de factores, la regulación sobre el particular resulte más o menos beneficiosa para los accionistas o para la sociedad. Como consecuencia de ello y considerando que tener o no tener el derecho trae diferentes beneficios y perjuicios, nuestra propuesta implica un régimen de normas dispositivas para la regulación del DSP: será “*opt out*” para las sociedades anónimas cerradas y ordinarias, mientras que será “*opt in*” para las sociedades anónimas abiertas.

### **2.2.2. Artículo 99**

La sola exclusión del DSP de la lista de derechos mínimos, regulada en los artículos comentados anteriormente, trae como consecuencia casi la totalidad de los beneficios explicados a lo largo de esta investigación. Sin embargo, los artículos objeto de exposición en los próximos párrafos también serán modificados con la finalidad de brindar coherencia y armonía a la regulación, así como generar más beneficios a menor escala. Por esas razones, considerando que la totalidad de los beneficios citados a lo largo de estas páginas se generan a partir de la modificación integral, desde ahora en adelante, en cada artículo modificado, se

supondrán los beneficios citados en los párrafos anteriores de la presente exposición de motivos y serán señaladas las características más resaltantes.

La nueva redacción sobre el presente artículo solo pretende continuar en coherencia con la nueva flexibilidad de la regulación. En tanto el DSP no es más un derecho obligatorio, se debe señalar la posibilidad, mas no obligación de la tenencia de este derecho en el contexto de una emisión de acciones en cartera.

### **2.2.3. Artículo 103**

El artículo 103 de la Ley regula las opciones para suscribir acciones. Las opciones pueden ser utilizadas de diferentes maneras con diferentes finalidades; sin embargo, consideramos particularmente útiles las dos siguientes en la práctica empresarial: opciones con finalidad de financiamiento y opciones con finalidad de alinear los intereses de los trabajadores con los intereses de los accionistas.

Lamentablemente, en ella observamos dos problemas con el propósito mismo de su regulación: el requerimiento de la unanimidad en la votación de la totalidad de accionistas para emitir las y el plazo de ejercicio máximo de dos años. Son problemas en tanto el primero supone un obstáculo prácticamente insuperable para emitir las y el segundo un plazo demasiado corto y limitante para la realidad comercial. Ellos se sustentan en el respeto al DSP e, inexplicablemente, la adecuación de los plazos de acuerdo a la actualidad en la contratación con sociedades, respectivamente. De ahí, que sea deseable la modificación normativa. Una vez relativizado el DSP y reconocida la verdadera actualidad en la contratación con sociedades no hay razones para evitar una regulación más libre sobre las opciones para suscribir acciones.

En atención a ello, la modificación consiste en minimizar los requerimientos y limitantes para su emisión. Bastaría, entonces, que la escritura pública de constitución o el estatuto permitieran. Asimismo, considerando la existencia del artículo 41 de la Ley, no habría límite máximo para fijar un plazo de vigencia. Esta medida incentivará la emisión de estos instrumentos para satisfacer los intereses sociales a través de un nuevo instrumento para financiamientos, la alineación de intereses, quitar obstáculos en la entrada a algún

inversionista estratégico para la sociedad y brindar más profundidad al mercado de estos instrumentos con la cantidad de transacciones incentivadas.

#### **2.2.4. Artículo 207 y 208**

Los presentes artículos regulan el contenido del DSP, el procedimiento de ruedas de suscripción preferente y algunas excepciones a dicho derecho. Al igual que el derecho de adquisición preferente regulado en el artículo 237 del mismo cuerpo normativo, las modificatorias presentan la bondad de ser un precepto normativo de carácter totalmente dispositivo y flexible, en tanto se incorpora textualmente la glosa “salvo pacto en contrario” y no se encuentra dentro de los artículos 95 y 96, en los que se tipifica los derechos mínimos de los accionistas.

Es decir, el DSP y su procedimiento de ejercicio son suprimibles, regulables y modificables, en todos sus aspectos, mediante modificación estatutaria, siempre que se cumplan con el quórum y mayorías requeridos, de acuerdo a lo señalado previamente. “Este artículo es un escalón más hacia la libertad contractual” (Congreso de la República, 1997), dice Normand, según el Diario de Debates correspondiente al artículo 237 de la LGS, enunciado que puede aplicarse válidamente al DSP.

En ese orden de ideas, salvo pacto estatutario en contrario, se aplicará supletoriamente a las sociedades anónimas cerradas y ordinarias un procedimiento de ruedas de suscripción preferente con las siguientes características: una rueda de suscripción preferente con diez días de plazo para el ejercicio del derecho, contados a partir de la fecha señalada por el órgano que lleve a cabo el aumento de capital. De esta forma, prescindimos de la aplicación obligatoria de, por lo menos, diez y tres días de plazo de ejercicio en la primera y segunda rueda, respectivamente, salvo acuerdo en contrario unánime por la totalidad de accionistas; de la segunda rueda de suscripción, bajo condiciones especiales; y, del procedimiento a seguir en caso queden acciones sin suscribir tras la segunda rueda.

Ahora, someterse o no a este derecho y realizar las modificaciones de su procedimiento son decisiones que deberán ser adoptadas por los accionistas y podrán llevarla a cabo a través de una modificación del estatuto, dejando de lado la unanimidad de la

totalidad de accionistas exigida en la regulación aún vigente. La razón para optar por límites más bajos se debe a que la unanimidad de la totalidad de los accionistas representa un obstáculo prácticamente insuperable. Además, porque la principal protección de accionistas regulada positivamente ante algún inconveniente generado por la posibilidad de tomar alguna decisión en junta general de accionistas es justamente su derecho de voto. Este ya es exigido a los accionistas de forma calificada en la adopción de los acuerdos de aumento de capital y de modificación de estatutos, que necesariamente deben requerirse considerando que estamos tratando sobre el procedimiento de suscripción preferente de acciones.

Es especialmente relevante señalar la inaplicación supletoriamente de una segunda ronda de suscripción, bajo los términos anteriores de la Ley. En ella, a diferencia del planteamiento de la presente propuesta, el solo hecho de tener un derecho mínimo que otorga una preferencia sobre acciones para ejercerlas tras un largo procedimiento ya significa cierto desincentivo para terceros que pretendan invertir en dichas acciones y, en consecuencia, se perjudica la posibilidad de aumentar el valor de la acción. Adicionalmente, establecer la mencionada segunda rueda como integrante de este procedimiento obligatorio implica dos consecuencias: mayores obstáculos para la entrada de inversionistas que generan más valor a la sociedad, dado el mayor desincentivo que representa para ellos el riesgo de no obtener cierta cantidad mínima de acciones, y el surgimiento del riesgo de una errática variación en el esquema de control de la sociedad, ya que esta no decidirá quienes suscribirán las acciones, lo decidirá el propio accionista en ejercicio de su derecho preferente.

La misma lógica se le aplica al procedimiento a seguir en caso queden acciones sin suscribir tras la segunda rueda, mencionada en la Ley. No obstante, el hecho de suprimirlo, no significa que el órgano social encargado de ejecutar el aumento de capital se encuentra permitido de colocar las acciones como, a quien y al precio que guste. Por el contrario, durante todo el procedimiento de aumento de capital, continente del procedimiento de suscripción preferente, dicho órgano debe cumplir con sus deberes fiduciarios y perseguir los fines e intereses sociales en el marco y en materia de dicho aumento. En otras palabras, deberá colocar las acciones de forma que se maximice el valor de la sociedad o de acuerdo a lo que se acuerde que ello suponga.

Además de los beneficios financieros, la reducción de costos y de tiempo que supone la flexibilidad financiera como capacidad de la administración en las sociedades, recordemos las palabras de Tovar (2015):

“Son muy diferentes los casos de una empresa familiar emergente, en su primera o segunda generación de vida, que el de una corporación centenaria, con accionariado extensamente difundido, que se desempeña en un mercado líquido. No es comparable la empresa matriz y la subsidiaria, o aquella que pertenece a un grupo económico fuerte que aquella que no lo hace. Es muy distinto el gobierno de una empresa estatal de aquel que corresponde a una empresa privada. Tampoco es equivalente una sociedad formada por un grupo familiar en la que ha invertido un fondo de *private equity* bajo el paraguas de un convenio de accionistas. No es posible medir a todas con la misma vara, ni aplicarles el mismo código de reglas. Unas no son mejores ni otras peores, son simplemente distintas”. (p. 439-440)

De ahí que unas pueden requerir un régimen ágil y libre de obstáculos para captar capital, otras no y otro grupo puede querer un punto medio de las opciones anteriores. Cualquiera que sea el régimen decidido por la sociedad, no es *a priori* mejor ni peor; simplemente es una decisión respecto de un procedimiento “hecho a medida” de lo que la sociedad requiere en determinado momento para satisfacción de su mejor interés. En consecuencia, además de los beneficios advertidos en los comentarios sobre los artículos 95 y 96, resulta muy favorable admitir la posibilidad de regular un procedimiento de ruedas de suscripción preferente menos nocivo para la sociedad, el cual corresponde a la satisfacción de su interés social.

#### **2.2.5. Artículo 259**

A través de este artículo, originalmente, se regulaba una excepción a la tenencia del DSP en la medida que se trate de una sociedad anónima abierta. En tanto se cumplan ciertos requisitos, se permitía suprimir o excluir el DSP en dos escenarios: oferta privada y oferta pública de las acciones a ser creadas.

En el primer escenario, mediante el inciso 1 del artículo en cuestión, se exige el voto de, por lo menos, el 40% de la totalidad de accionistas con derecho a voto a favor de la aprobación de esta excepción. Consideramos que este límite es excesivo, dado que la base es la totalidad de accionistas de una sociedad anónima abierta, siendo que ellas suelen tener una cantidad muy pronunciada de accionistas. En consecuencia de ello, los aumentos de capital que no se acojan a esta excepción verán perdidos los beneficios que supone la supresión del DSP comentada para los artículos 95 y 96.

Por otro lado, en ambos escenarios, a través del inciso 2 del presente artículo, se exige que el aumento de capital no esté destinado a mejorar la posición accionaria de alguno de los accionistas. Este requisito implica que los accionistas preexistentes al aumento de capital no pueden suscribir las nuevas acciones, entonces solo pueden hacerlo terceros no accionistas. Entendemos que esta restricción busca mantener el *statu quo* mediante la preservación de los porcentajes de participación, pero consideramos primordial la participación en el mercado de valores y la maximización del valor de la sociedad. Además, la precitada restricción regulatoria impedirá alcanzar el mayor valor porque es posible que algunos accionistas, que no necesariamente son el controlador, lleven tanto tiempo o conozcan tanto de las actividades sociales, que están en la capacidad de aportar o pagar un mucho mayor precio por acción que cualquier tercero dado que manejan cierta información que así lo amerita.

Con la modificación propuesta, se adopta un modelo “*opt in*” para estas sociedades. En otras palabras, los accionistas de las sociedades anónimas abiertas no tendrán DSP, salvo que se establezca lo contrario. El fundamento que explica esta decisión no solo se debe a la ineficiente fórmula anterior por las razones explicadas en párrafos arriba. Se debe también a que las características más representativas de una sociedad anónima abierta es encontrarse listada, realizar ofertas públicas de valores o poseer gran cantidad de accionistas, por ello, lo más compatible y coherente con una sociedad de esas características es incentivar la inversión en acciones a través del mercado de valores, maximizar el valor de la sociedad y recaudar financiamiento aún más eficientemente.

En cualquier caso, adoptar el modelo “*opt in*” no impide pactar un procedimiento de DSP determinado, sea este más o menos férreo que el regulado en la Ley actualmente, mediante modificación estatutaria, con el quórum y mayorías requeridas. El pacto a favor del

procedimiento de DSP es una situación que puede darse en tanto se considere más eficiente o conveniente que un escenario sin él. Los accionistas podrán solicitar el derecho, por ejemplo, en un escenario en el que se sientan desprotegidos o se encuentren en una situación económicamente inconveniente para afrontar el aumento de capital acordado. Inclusive, el propio órgano social encargado de estructurar el proceso de aumento de capital podría considerar conveniente la incorporación del DSP sin que sea expresamente solicitado por los accionistas, con la finalidad de manejar las expectativas del mercado más amigablemente e impedir una alta volatilidad en las acciones a emitir. Ello los llevaría a preferir adoptar el DSP a su favor, ya que así el aumento de capital se llevará más eficientemente que sin este derecho. Al fin y al cabo, lo decidirán los mismos accionistas, porque de eso se tratan las modificaciones expresadas en estas líneas: de otorgar a los accionistas la posibilidad de decidir sabiendo que tener o no tener el derecho trae beneficios y perjuicios que deberán ser ponderados, de acuerdo a sus circunstancias particulares.

### **III. ANÁLISIS COSTO BENEFICIO**

#### **3.1. SOBRE LOS COSTOS**

Como consecuencia de la aprobación del presente anteproyecto, habrá dos costos a asumir: la pérdida de un derecho mínimo, como es el DSP, en perjuicio de los accionistas, y los costos de adecuación estatutaria, en perjuicio de las sociedades.

La pérdida de un derecho mínimo siempre a disposición de todo accionista para mantener su *statu quo* dentro de la sociedad anónima, como es el DSP, supone un evidente costo. Sin embargo, a diferencia de lo que normalmente se cree, existen mecanismos de diversa naturaleza distintos al DSP que permiten conservar parcialmente el *statu quo* del accionista. A saber: la posibilidad de que el accionista compita por la suscripción de las acciones, mecanismos de mercado, acuerdos o pactos flexibles diseñados “a medida” de dicho fin, utilizar mejores técnicas para captar financiamiento, entre otros.

Otro costo podría ser el asumido por los accionistas en su indefensión ante aumentos de capital realizados de forma sumamente negligente y ante aumentos de capital con la sola

intención de disminuir el porcentaje de participación accionario a costa de ciertos accionistas y de la sociedad misma. Sin embargo, solo es un costo aparente, porque siempre es posible recurrir a mecanismos como la impugnación de acuerdos, la pretensión social de responsabilidad y el abuso del derecho con fines de tutela o, por lo menos, de disuasión.

Estos mecanismos necesariamente se deben alegar ante un tercero que resolverá el conflicto. Recurrir a la vía judicial peruana, sí generará el costo adicional consistente en el tiempo de demora hasta la sentencia final. Por ello, es altamente recomendable añadir una cláusula arbitral en los estatutos de las sociedades anónimas, considerando las circunstancias particulares de cada sociedad, para un mejor y más eficiente resolver de los conflictos sociales.

Por otro lado, los costos de adecuación estatutaria consisten en la adecuación de los estatutos sociales a la nueva normativa propuesta, de acuerdo con la fórmula legal. Estos costos serán inevitables, salvo que la idea del presente Anteproyecto de Ley sea incorporada e inmersa como parte del Anteproyecto de la Ley General de Sociedades en curso. De esta forma, únicamente se incurrirá en los costos asociados a la reforma de la Ley General de Sociedades, una vez que se promulgue la nueva Ley que regula las sociedades.

### **3.2. SOBRE LOS BENEFICIOS**

El presente anteproyecto de ley beneficia a la totalidad de sociedades anónimas y a la sociedad peruana en general. Respecto a los primeros, los beneficios sobre las sociedades anónimas consisten en maximizar el valor de las sociedades, permitiendo al emisor obtener el mejor financiamiento posible, facilitar la entrada o inversión de posibles inversionistas estratégicos que podrían dar mucho más valor a la sociedad tras la eliminación del riesgo de obtención de acciones, evitar la sustracción de valor en beneficio de los accionistas cuando debería ser en beneficio de la sociedad, brindar la posibilidad de regular el DSP de la forma que mejor se acomode a sus necesidades, generar mayor flexibilidad financiera y reducir la demora en la captación de recursos a favor de la sociedad, en consecuencia y de acuerdo a las circunstancias particulares, se favorecerá la supervivencia de la sociedad, el mantenimiento de fuentes de fondos disponibles, la disminución del costo de capital y la conservación de métricas o indicadores financieros atractivos para cada circunstancia.

Mientras que, sobre los beneficios de la sociedad peruana en general, encontramos la generación de incentivos a la competencia, inversión en acciones y el uso de acciones y opciones en un mercado de valores peruano que carece de profundidad respecto a estos instrumentos financieros. Ello acelerará el desarrollo económico a mediano y largo plazo a nivel nacional, generará empleo formal, así como nuevos y mejores bienes y servicios.

### **3.3. SOBRE LA PONDERACIÓN**

Considerando los costos y beneficios presentados, esta propuesta de modificación regulatoria es eficiente, bajo el criterio de Kaldor-Hicks. Ello se debe a que los beneficios que se podrán reportar gracias a la presente modificación son considerablemente mayores a los perjuicios ocasionados por la misma. No obstante, la propuesta de modificación no afecta la tutela de los intereses de cada uno de los accionistas, quienes siempre tienen a disposición diversos mecanismos para dicho fin.

Asimismo, cabe resaltar que la presente propuesta, en tanto es flexible, puede ser usada a favor del interés de la sociedad o a favor de la protección de los accionistas, de acuerdo a lo que se establezca en los estatutos o se pacte en libertad de los interesados. Por lo tanto, si bien se asume que el análisis costo-beneficio gira en torno a una regulación a favor del interés social, también es posible lo contrario, la conservación de la regulación vigente o, inclusive, el incremento de su rigidez. Todo dependerá de lo establecido en el estatuto.

## CONCLUSIONES GENERALES

- a. La supresión, modificación, modulación o regulación del DSP y su procedimiento deben ser permitidos libremente por la LGS como una de las muchas alternativas posibles de regular las relaciones dentro de una sociedad anónima, porque la regulación peruana del DSP genera más perjuicios que los beneficios que pretende ocasionar y resulta incompatible con la ágil y eficiente realidad actual en los negocios.
- b. El DSP y su regulación generan los siguientes perjuicios: incrementa costos del emisor en el marco de un financiamiento, desincentiva la competencia, la inversión en acciones, el uso del mercado de valores, restringe la capacidad del emisor de obtener el mejor financiamiento posible, torna inflexible financieramente a la sociedad emisora, se otorga a los accionistas la posibilidad de vetar la decisión empresarial de financiarse estratégicamente, altera drásticamente el esquema de porcentajes de participación de la sociedad, genera una ventana para la redirección o sustracción de valor por parte de los accionistas hacia la emisora, impide el uso de las opciones para suscribir acciones y, como consecuencia de todo lo anterior, evita la maximización del valor de la sociedad emisora.
- c. En virtud de la realidad y práctica empresarial actual, ninguno de los fundamentos o justificaciones que sustentan la imposición regulatoria del DSP son suficientes para su finalidad. Desde una perspectiva que considera todo el accionariado, el primer nivel de dilución resulta prácticamente inevitable en no pocas ocasiones, independientemente de la rígida imposición legal del mecanismo positivo más efectivo para ello que resulta ser el DSP. De manera diferente, desde la perspectiva del accionista, a pesar de hacerlo menos efectivamente, la alteración del *statu quo* puede ser atenuada a través de otros mecanismos contractuales existentes menos nocivos que el citado derecho. Inclusive, considerando la acogida que tiene este derecho, el DSP podría ser regulado voluntariamente a medida de los intereses de las

partes, las circunstancias y la negociación sobre el financiamiento de la sociedad. Por otro lado, sobre el segundo nivel de dilución, el valor patrimonial como método de valorización está obsoleto actualmente y la regulación del DSP no debería justificarse en los aumentos de capital realizados negligente o maliciosamente porque ya existen mecanismos efectivos contra ellos. Mientras que, el valor de mercado, como método de valorización más usado hoy en día, no se conserva a través del DSP necesariamente. Con o sin él, este valor aumentará o disminuirá.

- d. Proponer la flexibilización generalizada de la regulación del DSP en Perú consiste en la supresión de su característica de “derecho mínimo” y modificar algunos obstáculos normativos. Se eligió la forma de regulación “*opt out*” para sociedades anónimas cerradas y ordinarias, dada la naturalidad con la que el accionista peruano se desenvuelve en un aumento de capital con DSP. No por ello, se debe restringir la libertad y capacidad de financiar a la sociedad sin algún obstáculo regulatorio que traiga ciertos beneficios a los accionistas, pero a costo de la sociedad. Por otro lado, es preferible utilizar el régimen “*opt in*” para sociedades anónimas abiertas, dado que nos encontramos ante una sociedad que realiza ofertas públicas de valores mobiliarios. Si bien es posible ser financiado públicamente con una preferencia de por medio, las preferencias son incompatibles con las virtudes que supone una oferta pública para el emisor, siendo que lo deja con más cargas regulatorias que los beneficios de someterse a ella. A ello se le debe agregar el desincentivo sistémico al uso del mercado de valores y la ponderación de perjuicios y beneficios que el DSP también genera a las otras dos modalidades de sociedades anónimas. Finalmente, en tanto el sometimiento o no a este derecho y sus particularidades depende la voluntad de los accionistas, este derecho siempre podrá ser pactado en contrario o a favor.

## REFERENCIAS

- Brealey, R. A., Myers, S. C. & Allen, F. (2010). *Principios de Finanzas Corporativas* (9° ed.). México D.F., México: McGraw-Hill.
- Bullard, A. (2019). *Análisis económico del derecho*. Lima, Perú: Fondo editorial PUCP.
- Companies Act. (8 de noviembre del 2006). Recuperada del sitio de internet oficial de la legislación del Reino Unido:  
<https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/part/17/chapter/3>
- Congreso de la República. (1997). *Comisión permanente 8° Sesión: Diario de Debates*. Recuperado de:  
[https://www2.congreso.gob.pe/Sicr/TraDocEstProc/tradoc\\_expdig\\_1995.nsf/F6F9952F8C4AA7710525720300627AFF/A122D0AE5CB1F05B052580BF004CD300?OpenDocument](https://www2.congreso.gob.pe/Sicr/TraDocEstProc/tradoc_expdig_1995.nsf/F6F9952F8C4AA7710525720300627AFF/A122D0AE5CB1F05B052580BF004CD300?OpenDocument)
- Consolidated Laws of New York, Business Corporation. (22 de setiembre del 2014). Recuperada del sitio de internet oficial del Senado estatal de Nueva York:  
<https://www.nysenate.gov/legislation/laws/BSC/622>
- Corzo, R. y Balbi, M. (2007). Los instrumentos financieros derivados: ¿Qué son, para qué sirven y cómo funcionan? *Themis*, Volumen 54, 205-225.
- Decreto 410, Código de Comercio de Colombia. (27 de marzo del 1971). Recuperada del sitio de internet oficial del Departamento Administrativo de la Función Pública de Colombia:  
<https://www.funcionpublica.gov.co/eva/gestornormativo/norma.php?i=41102>
- Decreto Legislativo N° 295, Código Civil. (25 de julio de 1984). Recuperada del sitio de internet del Sistema Peruano de Información Jurídica:  
<https://espij.minjus.gob.pe/spij-ext-web/detallenorma/H682684>
- Decreto Legislativo N° 861, Ley del Mercado de Valores. (22 de octubre del 1996). Recuperada del sitio de internet del Sistema Peruano de Información Jurídica:  
<https://espij.minjus.gob.pe/spij-ext-web/detallenorma/H772545>
- De La Cámara, M. (1996). *El capital social en la sociedad anónima, su aumento y disminución*. Madrid, España: Consejo General del Notariado.

- Delaware Code, General Corporation Law. (23 de junio del 2021). Recuperada del sitio de internet oficial de la legislación del estado de Delaware:  
<https://delcode.delaware.gov/title8/title8.pdf>
- Díez-Picasso, L. (1996). *Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial*. Madrid, España: Editorial Civitas S.A.
- Echaiz, D. (2006). El derecho de suscripción preferente. *Actualidad Jurídica: Suplemento mensual de Gaceta Jurídica*, Volumen N° 150, 269-277.
- Ehrhardt, M. y Brigham, E. (2007). *Finanzas Corporativas*. México D.F., México: Cengage Learning.
- Elías, E. (2015). *Derecho societario peruano: la ley general de sociedades del Perú* (2° ed.). Lima, Perú: Gaceta Jurídica.
- Flores, P. (1994). ¿Es necesaria una nueva Ley General de Sociedades?. *Ius et Veritas*, Volumen 9, 83-91.
- Forno, H. (2017). Empezando por el principio: análisis económico de la función del derecho societario. *Themis*, Volumen 72, 113-126.
- Fried, J. & Spamann, H. (2018). *Cheap-stock tunneling around preemptive rights*. Recuperado de: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3185860](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3185860).
- García Moreno, J. (1995). *El aumento de capital con cargo a reservas en Sociedades Anónimas*. Pamplona, España: Editorial Aranzadi.
- Garrigues, J. y Uría, R. (1953). *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*. Madrid, España: Samaran.
- Herrada, V. (2015). *Capitalización de créditos y derecho de suscripción preferente: Un estudio en la sociedad anónima*. Lima, Perú: Palestra Editores.
- Hull, J. C. (2014). *Introducción a los mercados de futuros y opciones* (8<sup>th</sup> ed.). México D.F., México: Pearson.
- Hundskopf, O. (2017). *Los aportes para aumentar el capital social*. Recuperado de <https://www.enfoquederecho.com/2017/10/23/los-aportes-para-aumentar-el-capital-social/>

- Ius 360. (Productor). (2021). *Opción para suscribir acciones* / Guillermo Ferrero y Marliana Armengol [archivo de video]. De [https://www.youtube.com/watch?v=HYwAAT4rqCA&ab\\_channel=IUS360](https://www.youtube.com/watch?v=HYwAAT4rqCA&ab_channel=IUS360).
- Lei N° 6404/76, Lei das Sociedades por Ações. (15 de diciembre del 1976). Recuperada del sitio de internet oficial de la Comisión de Valores Mobiliarios de Brasil: [http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/subportal\\_ingles/menu/investors/anexos/Law-6.404-ing.pdf](http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/subportal_ingles/menu/investors/anexos/Law-6.404-ing.pdf)
- Ley N° 16123, Ley “Libro de Sociedades Mercantiles” del Código de Comercio. (10 de mayo del 1966). Congreso de la República del Perú.
- Ley N° 26887, Ley General de Sociedades. (9 de diciembre del 1997). Recuperada del sitio de internet del Sistema Peruano de Información Jurídica: <https://espij.minjus.gob.pe/spij-ext-web/detallenorma/H777285>
- Ley N° 27287, Ley de Títulos Valores. (19 de junio del 2000). Recuperada del sitio de internet del Sistema Peruano de Información Jurídica: <https://espij.minjus.gob.pe/spij-ext-web/detallenorma/H792056>
- Ley publicada en el Diario Oficial de la Federación el 4 de agosto del 1934, Ley General de Sociedades Mercantiles. (4 de agosto del 1934). Recuperado del sitio de internet oficial de la Cámara de Diputados del H. Congreso de la Unión: [http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/144\\_140618.pdf](http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/144_140618.pdf)
- Mankiw, G. (2017). *Principios de economía*. México D.F., México: Cengage Learning.
- Model Business Corporation Act. (Diciembre del 2020). Recuperada del sitio de internet oficial de la *American Bar Association*: [https://www.americanbar.org/content/dam/aba/administrative/business\\_law/corplaws/2020\\_mbca.pdf](https://www.americanbar.org/content/dam/aba/administrative/business_law/corplaws/2020_mbca.pdf)
- Morales, A. (2017). *El abuso de derecho en el Derecho Societario peruano*. Recuperado de <https://agnitio.pe/articulo/el-abuso-de-derecho-en-el-derecho-societario-peruano/>.
- OCDE (2016). *Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20*. Éditions OCDE. doi: <http://dx.doi.org/10.1787/9789264259171-es>.
- Payet, J. (2003). Empresa, gobierno corporativo y derecho de sociedades: Reflexiones sobre la Protección de Minorías. *Themis*, Volumen 46, 77-103.
- Perez-Carballo, J. (2015). *La gestión financiera de la empresa*. Madrid, España: ESIC Editorial.

- Picasso, R. y Lazo, V. (2008). Aumento de capital sin derecho de suscripción preferente y el caso específico de las sociedades con distintas clases de acciones: Un análisis al Artículo 259 de la Ley General de Sociedades. *Advocatus*, Volumen N° 19, 159-176.
- Ramos, C. (2004). Análisis del derecho de suscripción preferente (Segunda Parte). *Actualidad Jurídica*, Volumen N° 129, 39-62.
- Real Decreto Legislativo N° 1/2010, Texto Refundido de la Ley de sociedades de capital. (3 de julio del 2010). Recuperada del sitio de internet del Boletín Oficial del Estado: <https://www.boe.es/buscar/pdf/2010/BOE-A-2010-10544-consolidado.pdf>
- Resolución N° 116-2014-SUNARP-TR-L. (2014). Recuperado del sitio web del Tribunal Registral: [https://www.sunarp.gob.pe/busqueda/jurisprud\\_res2.asp](https://www.sunarp.gob.pe/busqueda/jurisprud_res2.asp)
- Resolución N° 1546-2009-SUNARP-TR-L. (2009). Recuperado del sitio web del Tribunal Registral: [https://www.sunarp.gob.pe/busqueda/jurisprud\\_res2.asp](https://www.sunarp.gob.pe/busqueda/jurisprud_res2.asp)
- Resolución N° 2397-2014-SUNARP-TR-L. (2014). Recuperado del sitio web del Tribunal Registral: [https://www.sunarp.gob.pe/busqueda/jurisprud\\_res2.asp](https://www.sunarp.gob.pe/busqueda/jurisprud_res2.asp)
- Rojas, M. (2021). Investigar o no investigar: Pautas para elaborar una tesis de derecho. *Ius et Praxis*, Volumen N° 52, 339-354.
- Rubio, M. (2008). El título preliminar del Código Civil. Lima, Perú: Fondo Editorial PUCP.
- Ruiz, M., Galán, L. y Ruiz, G. (2015). Importancia de las bolsas de valores en la economía. *Diagnostico fácil empresarial, finanzas, auditoría, contabilidad, impuestos, legal*, (4), 55-64.
- Salas, J. (1995). Exclusión del derecho de suscripción preferente del accionista en los casos de emisión de nuevas acciones. *Ius et Veritas*, Volumen 11, 15-24.
- Salas, J. (2017). *Sociedades reguladas por la Ley General de Sociedades*. Lima, Perú: Fondo editorial PUCP.
- Salinas, S (1998). El financiamiento empresarial a través de la emisión de valores: ventajas, desventajas y perspectivas. *Themis*, Volumen 37. 65-83.
- Tovar, J. (2015). Las claves del gobierno corporativo. *Advocatus*, Volumen 31, 435-449.
- Vázquez, D. (1993). El derecho de suscripción preferente a la luz de la experiencia estadounidense. *Revista de derecho mercantil*, Volumen 209, 913-996.

Ventoruzzo, M. (2013). Issuing new shares and preemptive rights: A comparative analysis. *Richmond Journal of Global Law & Business*. Volumen 12, 4, 517-542.

Woolley, P. (2010). Why are Financial Markets so Inefficient and Exploitative, and a Suggested Remedy. *Revista de Economía Institucional*. Volumen 12, 55-83.

