

***Private equity* y *buyouts* (MBO y LBO): análisis de ciertas estructuras bajo el derecho societario y tributario peruano**

Juan Luis Hernández Gazzo *

Jaime Escribens Olaechea **

SUMARIO: 1. *Private equity* combinando *management buyouts* (MBO) y *leveraged buyouts* (LBO).– 2. Modalidades para la adquisición de la Sociedad Objetivo.– 2.1. Modalidad I: MBO/LBO por medio de NEWCO.– 2.2. Modalidad II: MBO/LBO por medio de NEWCO y una subsecuente fusión por absorción entre NEWCO y Sociedad Objetivo.– 2.3. Modalidad III: MBO/LBO en la Sociedad Objetivo bajo una estructura de recapitalización (RECAP).– 3. Aspectos tributarios relevantes aplicables a las tres modalidades.– 3.1. Venta de los Adquirentes de sus acciones en el SPV.– 3.2. Impuesto a las Transacciones Financieras (ITF).– 4. Conclusiones.– Reflexión final.

Las operaciones de *private equity* se han convertido en todo un fenómeno universal en los últimos años y en una fuerza líder en la economía mundial. Los expertos financieros en este tipo de transacciones se han convertido en las estrellas del mercado financiero mundial.¹ Así, durante el 2006 estas

* Profesor de Derecho Mercantil de la Facultad de Derecho de la PUCP. Master en Derecho (LL.M.) por *Harvard Law School*

** Profesor de Derecho Tributario de la Facultad de Derecho de la PUCP

Agradecemos la valiosa colaboración de los abogados Ricardo Postigo Bazán y Paloma Tovar Gutiérrez en la formulación y discusión de varias de las ideas contenidas en este artículo. Asimismo, expresamos nuestra gratitud a los estudiantes Alvaro del Valle Roeder y Ana Cecilia Munive Rojas por su colaboración en esta investigación.

¹ «Every few years there's a shift in the type of financier that becomes the rock-star embodiment of capitalism unfetteredición The '80s icon was the investment banker. The '90s belonged to the venture capitalist. And if the first years of the new millennium went to the hedge fund manager, the player who now gets all the love is the private equiteer». Documento disponible (en línea):

http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune_archive/2007/01/22/8397970/index.htm

operaciones ascendieron a US\$ 0.75 trillones, es decir, a un quinto del monto total registrado de fusiones y adquisiciones a nivel global.^{2/3}

El Perú no puede ser ajeno a este fenómeno; y no lo está siendo. Durante este 2007 se han comenzado a ver en el mercado peruano tanto la presencia de fondos de inversión internacionales especializados en *private equity* como el establecimiento de fondos de inversión locales dedicados a *private equity*, lo cual indica que nuestro mercado se prepara para acoger este tipo de transacciones. Sin embargo, la pregunta que nos interesa abordar en este trabajo tiene una perspectiva jurídica, a saber: ¿está nuestro sistema legal preparado para recibir operaciones de *private equity*, en especial, nuestro derecho societario y tributario?

1. *Private equity* combinando *management buyouts* (MBO) y *leveraged buyouts* (LBO)

Las transacciones de *private equity*⁴ tienen como objeto principal la inversión en acciones o valores similares de sociedades cerradas o privadas, entendiendo por tales a aquellas que no tienen valores listados en bolsa y que requieren una fuerte inyección de dinero con el fin de continuar su proceso de desarrollo y crecimiento y que eventualmente tienen activos subvaluados.

Esa inyección de dinero tiene como contrapartida para el inversionista (que en el mercado de hoy son, básicamente, fondos de inversión) la

² «Private equity has become a driving force of the economy – both in the United States and around the world. Buyout firms, which purchase established companies with their own funds and borrowed money, accounted for one-fifth of last year's record \$3.8 trillion deal activity» Documento disponible (en línea): http://money.cnn.com/2007/03/30/markets/pe_cheat_sheet/index.htm

³ En el Reino Unido la industria de *private equity* viene creciendo en gran medida, así «According to the British Venture Capital Association (BVCA) approximately £27,314 million of *private equity* funding was raised in 2005 (representing an eight times increase over 2004), with 79% coming from overseas sources and North America being the largest contributor with 45% of the funds raised (overseas sources provided 66% of the funds raised in 2004) (see *BVCA Report on Investment Activity 2005*)» Citado por SIMON BEDDOW, Ashurst. *Private equity and buyouts: an overview*. Disponible (en línea): www.practicallaw.com/0-107-4033.

⁴ Para mayor profundización en materia de *private equity*, recomendamos: LEVIN, Jack S. *Structuring Venture Capital, Private Equity and Entrepreneurial Transactions*. Aspen Law Business, 1997.

adquisición de acciones o de un valor similar que le permita tener una participación en la rentabilidad del negocio.

Normalmente, la inyección de dinero por parte del fondo de inversión, o el inversionista que sea, tiene su origen en una combinación de capital propio (*equity*) y de préstamo (deuda) obtenida de instituciones financieras, siendo que, entonces, muchas de estas estructuras tienen un grado de apalancamiento vía endeudamiento relativamente importante. Con el fin de reducir el margen de riesgo en la inversión, el apalancamiento vía deuda suele afrontarse con los propios recursos de la sociedad objeto, surgiendo ahí los denominados *leveraged buyouts* (LBO).⁵

El objetivo central de toda inversión de *private equity* es la de ser temporal y buscar un alto grado de retorno. En efecto, los inversionistas en *private equity* buscan luego de un número de años (que dependiendo del negocio y en términos estándares puede ir entre 3 y 5 años) vender su participación en la sociedad en la que invirtieron, haciendo la mayor ganancia posible. Así, todo inversionista de *private equity* concentrará el máximo de sus esfuerzos en tratar de generar el mayor valor posible a la empresa o empresas en las cuales invierte, con el fin de que al momento de la venta su rentabilidad sea la más alta que se pueda lograr.

Dentro de esa línea, la participación de los administradores en la operación y su labor al frente de la conducción de los negocios de la sociedad objeto resulta clave y vital. Todo inversionista en *private equity* busca que la sociedad objeto tenga una administración (un *management*) muy profesional y bien capacitada. Con el fin de involucrar y comprometer al máximo a la administración, es común ver en las operaciones de *private equity* que la administración participe también como inversionista en la adquisición, generándose una estructura de *management buyout* (MBO).

Por ende, hay un grupo importante de operaciones de *private equity* donde los fondos de inversión combinan capital y deuda en la adquisición, con la participación de una institución financiera, involucrando a los administradores como un co-inversionista (produciéndose un MBO) y

⁵ Recomendamos, con el fin de obtener una aproximación más de negocio y recientes tendencias en el mundo de los LBO's, consultar: Tuck School Of Business at Dartmouth – Center for Private Equity and Entrepreneurship, *Note on Leveraged Buyouts*. Setiembre 2003.

apalancando la porción de deuda en la adquisición con los propios recursos de la sociedad objeto (utilizando un LBO).

De este modo, estaríamos frente a una adquisición de una sociedad objeto a través de una operación de *private equity* usando un MBO con LBO («MBO/LBO») (en adelante la «Adquisición»). Es esta la estructura de *private equity* que va a ser materia de análisis, desde un punto de vista legal societario y tributario,⁶ en este artículo.⁷

Pasamos a detallar la estructura que se podría ejecutar, entre otras formas, de la siguiente manera:

- a) La Adquisición se efectuaría sobre el capital de una sociedad objeto, constituida y existente bajo las leyes de la República del Perú («Sociedad Objetivo»), interviniendo los siguientes partícipes:
 - (i) Los titulares del 100% (o de un porcentaje superior al 50% o que brinde control en la administración) de las acciones emitidas por la Sociedad Objetivo (en adelante, los «Accionistas»).
 - (ii) Un fondo de inversión («FI») y un socio comercial de este (el «Socio»), ambas entidades no domiciliadas en el Perú (en adelante, colectivamente denominados los «Adquirentes»), comprarían una porción importante del accionariado de la Sociedad Objetivo, en iguales términos y condiciones.
 - (iii) Los administradores de la Sociedad Objetivo (los «Administradores»), comprarían una porción menor de las acciones emitidas por la Sociedad Objetivo.
- b) El accionariado de la Sociedad Objetivo no sería adquirido directamente de los Accionistas por los Adquirentes y los Administradores. De esta manera, se utilizarían vehículos intermedios para concretar la adquisición, tal como se indica a continuación:

⁶ Acceso a un detallado análisis corporativo y tributario sobre los *buyouts*, y en especial, los LBOs en el sistema norteamericano, encontrarán en: GINSBURG, Martin D. y LEVIN, Jack S. *Mergers, Acquisitions, and Buyouts. A Transactional Analysis of the Governing Tax, Legal, and Accounting Considerations*. Two Volumes. Aspen Law and Business, 1997.

⁷ De más está decir que esta es solo una de la tantas variantes que, en materia de operaciones de *private equity*, puede darse.

- (i) Los Adquirentes y los Administradores serán titulares del 100% del accionariado de una sociedad de propósito especial constituida en el extranjero («SPV»), la cual será considerada como empresa no domiciliada en el Perú. La estructura accionaria del SPV reflejará la participación que los Adquirentes y los Administradores buscan obtener finalmente en la Sociedad Objetivo.
- (ii) En las modalidades descritas en los numerales 2.1 y 2.2, el SPV será accionista controlador⁸ de una segunda sociedad que será utilizada como vehículo de compra de las acciones emitidas por la Sociedad Objetivo («NEWCO»). Para tal efecto, NEWCO será constituida de acuerdo con las leyes vigentes en la República del Perú y será considerada como empresa domiciliada en el Perú.
- c) En términos generales —con cargo a describir con mayor detalle algunas variables adicionales en la segunda parte de este artículo—, la compra de las acciones de la Sociedad Objetivo se llevará a cabo mediante la combinación de los dos esquemas de inversión que se detallan a continuación, los cuales serán implementados a través del SPV y/o NEWCO:
- (i) Los Adquirentes y los Administradores comprarían a través del SPV y NEWCO parte de las acciones emitidas por la Sociedad Objetivo («Inversión en *Equity*»); y,
- (ii) Los Adquirentes o una institución financiera canalizarían a través de NEWCO, en calidad de préstamo, desembolsos de dinero a fin de que NEWCO adquiera la totalidad o el remanente de las acciones de la Sociedad Objetivo a los Accionistas («Inversión en Deuda»).
- d) De ser el caso, dependiendo de la modalidad de Adquisición utilizada para adquirir el control de la Sociedad Objetivo, los Adquirentes y los Administradores transferirían indirectamente su participación en dicha sociedad, mediante la venta de sus acciones en el SPV, a terceras partes.

⁸ Usamos la referencia a accionista controlador, en la medida que bajo la Ley General de Sociedades de la República del Perú, se requiere la presencia de más de una accionista en una sociedad. En consecuencia, para efectos de este artículo se asume que SPV será titular del 99.99% de las acciones comunes con derecho a voto de NEWCO.

2. Modalidades para la adquisición de la sociedad objetivo

Teniendo en cuenta que nuestro análisis está focalizado en una operación de *private equity* por medio de un MBO y un LBO, y en función a la experiencia dada en otros países, la Adquisición podría ser ejecutada, principalmente, de tres maneras:

1. MBO/LBO por medio de NEWCO;
2. MBO/LBO por medio de NEWCO y una subsecuente fusión por absorción entre NEWCO y Sociedad Objetivo; y,
3. MBO/LBO en la Sociedad Objetivo bajo una estructura de recapitalización (RECAP).

A continuación, pasamos a exponer nuestros comentarios en relación con cada una de las modalidades mencionadas, con el fin de analizar su procedencia o no en el ordenamiento jurídico peruano:

2.1 MODALIDAD I: MBO/LBO POR MEDIO DE NEWCO

A. Descripción de la operación

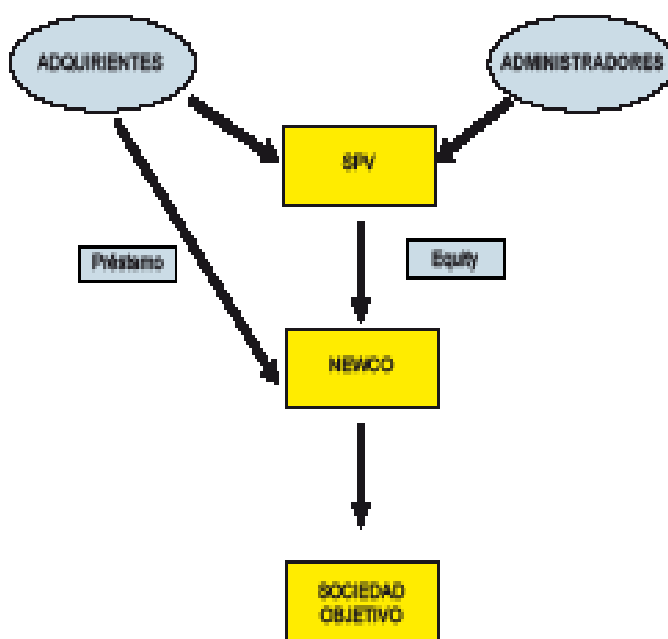
El objetivo del MBO/LBO simple es que NEWCO adquiera de manera directa las acciones de la Sociedad Objetivo a los Accionistas. Para tal efecto:

- a) Los Adquirentes y los Administradores constituyen el SPV con la totalidad de los fondos necesarios para que NEWCO pueda ejecutar la adquisición de parte de las acciones de la Sociedad Objetivo, de acuerdo con los porcentajes de participación que las partes determinen necesario para tal efecto (Inversión en Equity).
- b) Acto seguido, el SPV (i) constituye NEWCO con la Inversión en Equity, dotando a esta última con los fondos necesarios para que pueda adquirir parte de las acciones de la Sociedad Objetivo; y, (ii) una vez constituida NEWCO, los Adquirentes otorgan un préstamo a esta última, por el monto correspondiente de Inversión en Deuda, con la finalidad de que adquiera el remanente de las acciones de la Sociedad Objetivo.

- c) Con los recursos necesarios para llevar a cabo la adquisición, NEWCO procede a adquirir la totalidad de acciones de la Sociedad Objetivo. Como consecuencia de dicha adquisición: (i) NEWCO será accionista controlador⁹ de la Sociedad Objetivo; (ii) NEWCO registrará en su pasivo una cuenta por pagar frente a los Adquirentes; y, (iii) NEWCO celebra con la Sociedad Objetivo un contrato de cesión de posición contractual (a título gratuito), de manera que la Sociedad Objetivo registre como pasivo la cuenta por pagar en favor de los Adquirentes, por concepto de la Inversión en Deuda y registre una cuenta por cobrar a NEWCO.

Cuadro: modalidad I: MBO/LBO por medio de NEWCO.

MODALIDAD I: MBO/LBO POR MEDIO DE NEWCO



⁹ Usamos la referencia a accionista controlador, en la medida que bajo la Ley General de Sociedades de la República del Perú, se requiere la presencia de más de una accionista en una sociedad. En consecuencia, para efectos de este artículo se asume que NEWCO será titular del 99.99% de las acciones comunes con derecho a voto de la Sociedad Objetivo.

B. Análisis societario

B.1. Consideraciones previas

El principal asunto societario relacionado con la modalidad de adquisición propuesta en la sección 2.1 de este artículo es determinar si dicha modalidad vulnera el artículo 106 de la Ley General de Sociedades (la «LGS»), el cual alude a distintos supuestos de Asistencia Financiera Prohibida. De esta manera, y tal como describe Elías,¹⁰ el referido dispositivo establece que en ningún caso una sociedad podrá:

1. Otorgar préstamos con la garantía de sus propias acciones.
2. Otorgar garantías respaldadas por una garantía de sus propias acciones.
3. Otorgar préstamos que tengan por objeto respaldar la compra de acciones emitidas por ella, con o sin garantía de estas últimas.
4. Otorgar garantías que tengan por objeto respaldar la compra de acciones emitidas por ella, con o sin garantía de estas últimas.

De esta manera, el artículo 106 de la LGS evita que las sociedades pongan a disposición de accionistas o terceros activos líquidos que posibiliten la adquisición o la suscripción de acciones de propia emisión, es decir, que la sociedad «apalanque» la compra de sus propias acciones.

Así, en principio, parecería que este artículo 106 de la LGS prohibiría todas las figuras de MBO/LBO en el Perú. Empero, consideramos que tal conclusión no es correcta y explicaremos nuestros fundamentos en las siguientes líneas.

B.2 Racionalidad de la Asistencia Financiera Prohibida

Consideramos que el objetivo principal de la LGS al regular la Asistencia Financiera Prohibida¹¹ es proteger los intereses de los accionistas minoritarios y acreedores de una sociedad.

¹⁰ ELÍAS, Enrique. *Derecho Societario Peruano*. Editora Normas Legales, 1999. Tomo I, pp. 268–275

¹¹ Sobre el tratamiento de cierta doctrina y legislación comparada a la figura de la Asistencia Financiera Prohibida y los LBOs, recomendamos consultar: LÓPEZ SANDOVAL, Eduardo. «Leveraged Buyouts a la luz de la regulación societaria peruana sobre la Asistencia Financiera Prohibida». En: *Advocatus* No. 10, 2004–I.

De esta manera, para la LGS la Asistencia Financiera Prohibida podría afectar a los accionistas minoritarios y acreedores de una sociedad, en los siguientes términos, entre otros:

i. Mediante la ejecución de una operación de préstamo y/o garantía entre la sociedad y sus accionistas, respaldada con la garantía de las propias acciones de la sociedad, se provee de recursos líquidos al accionista. Se podría estar produciendo entonces, una operación de reducción de capital encubierta ya que existiría una devolución parcial o total del capital social al accionista beneficiado con la operación de préstamo y/o garantía, así como la devolución de las acciones de propia emisión de propiedad de dicho accionista en favor de la sociedad —en caso se produzca un evento de incumplimiento en la referida operación de préstamo y garantía—, sin que se hayan observado los requerimientos y procedimientos establecidos por la LGS para reducir el capital de la sociedad.

En la medida que la función esencial del capital social es servir como respaldo de las obligaciones asumidas por la sociedad a lo largo de su existencia frente a sus acreedores y accionistas, la implementación de los mencionados supuestos de Asistencia Financiera Prohibida antes mencionados podría vulnerar el capital social de la sociedad en perjuicio de accionistas y acreedores.

ii. Mediante la ejecución de cualquiera de los supuestos de Asistencia Financiera Prohibida, con garantía de sus propias acciones, los accionistas mayoritarios o controladores de la sociedad podrían adquirir préstamos y/o garantías de esta con la intención de ampliar su participación en el capital social y diluir la participación de los accionistas minoritarios.

B.3 Configuración de Asistencia Financiera Prohibida en el caso concreto

Como se desprende de la cesión de posición contractual señalada en el acápite 2.1.A(c), dicha operación tiene por finalidad librar a NEWCO del pago de la obligación asumida frente a los adquirentes, transfiriendo esta a la Sociedad Objetivo. Si bien el financiamiento para la compra de acciones de propia emisión tiene su origen en una deuda que NEWCO tiene frente a los Adquirentes, la cesión de posición contractual de NEWCO a la Sociedad Objetivo genera que esta última asuma la carga económica de dicho financiamiento.

Aún cuando resulta claro que la Sociedad Objetivo asume la carga económica del financiamiento como resultado de dos operaciones independientes —el financiamiento en una primera etapa y la cesión de posición contractual en una segunda etapa—, la segunda operación configura, a su vez, un financiamiento de la Sociedad Objetivo en favor de NEWCO, toda vez que será la Sociedad Objetivo quien pagará una deuda contraída por NEWCO con la finalidad de adquirir las acciones de propia emisión de la Sociedad Objetivo.

En principio, lo anterior vulneraría el texto del artículo 106 de la LGS, al haberse incurrido en un supuesto de Asistencia Financiera Prohibida.¹² No obstante ello, en nuestra opinión, la configuración de la Asistencia Financiera Prohibida supone además que exista un claro perjuicio para los intereses de los accionistas minoritarios o de los acreedores de la Sociedad Objetivo. En tal sentido, conviene tomar en consideración lo siguiente:

i. Si la Adquisición se concreta sobre el 100% del total del accionariado de la Sociedad Objetivo, no resulta factible que se lesione el interés de los accionistas minoritarios, en la medida que todos los accionistas de la Sociedad Objetivo habrían transferido sus acciones en favor de NEWCO. Por otra parte, aun en el supuesto que existiesen accionistas minoritarios en la Sociedad Objetivo, si estos prestaran su consentimiento expreso para la celebración y ejecución de la cesión de posición contractual, no se generaría perjuicio alguno para el interés de los accionistas minoritarios.

ii. Si además del evento descrito en el numeral i. precedente, la Sociedad Objetivo no cuenta con acreedores o, si teniéndolos, cuenta con su consentimiento para la realización de la cesión de posición contractual

¹² La doctrina societaria es pacífica, mayoritariamente, en sostener que el supuesto descrito, en principio, viola una cláusula general de Asistencia Financiera Prohibida. La consideración central radica en el hecho de que se usen los propios recursos de la sociedad para pagar el financiamiento de la adquisición de las acciones emitidas por la misma sociedad. Como verán líneas adelante, y en una posición claramente minoritaria, creemos que puede haber excepciones a esta general prohibición de usar los ingresos de la sociedad para el pago mencionado. No obstante lo anterior, es importante destacar que no todo pago efectuado por la sociedad ha sido considerado ilegal en doctrina. Existe cierta unanimidad en considerar que si la Sociedad Objetivo paga ese préstamo con las utilidades que genera, específicamente, con aquellas que corresponderían a los Adquirentes y Administradores no se generaría afectación alguna, lo cual compartimos, ya que la titularidad de las utilidades acordadas a repartir corresponde a los accionistas.

o si dicha cesión no representa un perjuicio material en la posibilidad de cobro de sus acreencias, no se configurará la existencia de un perjuicio para los intereses de los acreedores de la Sociedad Objetivo.

No obstante lo señalado en los numerales i. y ii. anteriores, siempre cabe la posibilidad de que ambos escenarios puedan ser eventualmente cuestionados en sede judicial por terceras partes interesadas, pudiendo el juez competente declarar la existencia de un evento de Asistencia Financiera Prohibida y la nulidad del acuerdo societario que apruebe la operación, en virtud de lo establecido por el artículo 38 de la LGS.

Finalmente, debe tomarse en consideración que la configuración de la Asistencia Financiera Prohibida debe ser necesariamente evaluada en función de las circunstancias concretas que subyacen a cada Adquisición. De esta manera, los escenarios i. y ii. anteriormente descritos, así como cualquier otro escenario bajo el cual se produzca la Modalidad I, deberá ser evaluada en función de las características particulares que rodean la Adquisición, de manera que pueda determinarse si se vulnera o no el interés de los accionistas minoritarios y acreedores de la Sociedad Objetivo.

C. Análisis tributario

C.1 Prestamo otorgado en favor de NEWCO

C.1.1 Impuesto a la Renta (IR)

(a) Subcapitalización

Tal como ha sido señalado en la parte introductoria del presente artículo, partimos de la premisa según la cual los Adquirentes son los accionistas del SPV, siendo este último titular del 99.99% de las acciones comunes con derecho a voto de NEWCO. En consecuencia, y de conformidad con las normas que regulan el IR en el Perú, los Adquirentes y la NEWCO son considerados como «partes vinculadas».¹³

¹³ De conformidad con lo establecido por el literal b) del numeral 3 del artículo 32-A de la Ley del IR, se considera que dos o más personas, empresas o entidades son partes vinculadas cuando una de ellas participa de manera directa o indirecta en la administración, control o capital de la otra; o cuando la misma persona o grupo de personas participan directa o indirectamente en la dirección, control o capital de varias personas, empresas o entidades. También operará la vinculación cuando la transacción sea realizada utilizando personas interpuestas cuyo propósito sea encubrir una transacción entre partes vinculadas.

Siendo esto así, es preciso mencionar que de conformidad con lo establecido por el literal a) del artículo 37 de la Ley del IR y el literal a) del artículo 21 de su Reglamento, a fin de establecer la renta neta imponible de tercera categoría de los contribuyentes —como es el caso de NEWCO, en su calidad de empresa domiciliada en el Perú—, serán deducibles los intereses provenientes de endeudamientos con partes vinculadas cuando dicho endeudamiento no exceda del resultado de aplicar un coeficiente de 3 al patrimonio neto¹⁴ del contribuyente al cierre del ejercicio. Los intereses que se obtengan por el exceso de endeudamiento que resulte de la aplicación del coeficiente no serán deducibles.

Adicionalmente, las normas advierten que el porcentaje de intereses así determinado solo será deducible en la parte que, en conjunto con otros intereses por deudas, exceda el monto de los ingresos por intereses exonerados (tales como aquellos intereses generados en depósitos efectuados en la Empresas del Sistema Financiero peruano, entre otros).

Dichos límites se conocen en la doctrina como subcapitalización,

Según Richard J. Van, [...] puede ser definida como la preferencia por parte de las empresas de dotar fondos a empresas subsidiarias o relacionadas a través de préstamos, en vez de efectuar aportes de capital. En efecto, cuando se trata de un aporte de capital, su retribución es realizada a través de dividendos, lo que significa que la previa declaración de la utilidad tributaria, se encontrará gravada con la tasa de la renta empresarial. Por el contrario, cuando se trata de un préstamo, su retribución es realizada a través de intereses, los cuales constituyen gasto para efecto de determinar la utilidad, con una tasa usualmente menor que la de la renta empresarial.¹⁵

Para no sobrepasar el aludido límite, el financiamiento a favor de NEWCO podría materializarse a través de un financiamiento hasta el límite antes mencionado y vía *equity* por el remanente.

Asimismo, el literal a) del artículo 24 del Reglamento de la Ley del IR dispone que se entenderá que existe conjunto económico o vinculación económica cuando una persona jurídica posea más del treinta por ciento del capital de otra empresa, directamente o por intermedio de un tercero.

¹⁴ Los contribuyentes que se constituyan en el ejercicio considerarán como patrimonio neto su patrimonio inicial.

¹⁵ AGUILAR SALDÍVAR, Lourdes. «El Tratamiento tributario de la subcapitalización en la legislación peruana y en la legislación comprada». En: *Ius et Veritas*, revista editada por alumnos de la Pontificia Universidad Católica del Perú. Año XII No.23, p. 248.

(b) Causalidad

Una vez superada la restricción cuantitativa para la deducción del gasto por concepto de intereses establecida normativamente, resta por analizar si el gasto además cumple con el principio de causalidad, necesario igualmente para su deducibilidad.

Sobre el particular, resulta necesario establecer los alcances del referido principio. El principio de causalidad recogido en el artículo 37 de la Ley del IR señala que a fin de establecer la renta neta de tercera categoría se deducirá de la renta bruta los gastos necesarios para producirla y mantener su fuente, en tanto la deducción no esté expresamente prohibida.

Si bien el artículo 37 enumera una serie de gastos que recogen el indicado principio, esto es, que resultan necesarios para producir la renta y mantener la fuente productora, se ha dejado establecido en uniforme y reiterada jurisprudencia que tal enumeración no es en modo alguno taxativa sino meramente enunciativa.

Así, en la Resolución No. 602-4-2000 del 14 de julio de 2000, el Tribunal Fiscal¹⁶ ha dejado establecido que

[...] es necesario recalcar que la determinación de la renta neta de tercera categoría se basa en el Principio de Causalidad, debiendo tenerse en cuenta que la lista de gastos deducibles contenida en el artículo 37º de la Ley del Impuesto a la Renta no es taxativa sino enunciativa, pues se pueden deducir otros gastos realizados por las empresas, en la medida que se cumpla con el referido Principio de Causalidad.

Asimismo a nivel doctrinario se ha dejado establecido el carácter amplio de las deducciones de los gastos. En esa línea Hernández Berenguel sostiene que: «Basta probar que un gasto es necesario para producir la renta o para mantener la fuente productora y que su deducción no esté expresamente prohibida por la Ley del IR, para que proceda tal deducción aún cuando se trate de un gasto no incluido expresamente en la enumeración de gastos deducibles que el propio artículo 37 contiene».¹⁷

¹⁶ Órgano encargado de resolver en última instancia administrativa las reclamaciones sobre materia tributaria general, regional y local, conforme lo dispone el artículo 143 del Código Tributario.

¹⁷ HERNÁNDEZ BERENGUEL, Luis. «Algunas consideraciones sobre el principio de causalidad en el Impuesto a la Renta». En: *Ius et Veritas*, revista editada por alumnos de la Pontificia Universidad Católica del Perú. Año XIII No.25, p. 297.

No obstante, nuestro legislador ha optado por establecer algunas limitaciones generales a este principio, al precisar en la Tercera Disposición Final de la Ley No. 27356, publicada el 18 de octubre del 2000 —cuyo texto ha sido repetido como último párrafo del artículo 37 de la Ley del IR por el Decreto Legislativo No. 945, a partir del ejercicio 2004— que para efecto de determinar que los gastos son necesarios para producir la renta y mantener la fuente productora, «[...] deberán ser normales para la actividad que genera la renta gravada, así como cumplir con criterios tales como razonabilidad en relación con los ingresos del contribuyente [...]».

En tal sentido, la norma interpretativa dispone que los «gastos necesarios para producir la renta», deberán ser: (i) normales para la actividad que genera la renta gravada; y (ii) razonables en relación con los ingresos del contribuyente.

Aludiendo a los referidos criterios, qué duda cabe de que en el escenario bajo análisis, los gastos financieros que generaron el préstamo requerido por NEWCO resultaron normales en relación con su actividad, pues justamente se trata de una empresa «holding» invirtiendo en la compra de acciones de otra compañía ya domiciliada en el país.

Resta por analizar si los aludidos gastos financieros serían razonables.

Al respecto, Hernández Berenguel¹⁸ señala que:

Esta expresión no puede ser interpretada literalmente ni llevar a la conclusión de que los gastos de un ejercicio no son razonables cuando exceden el ingreso obtenido en dicho ejercicio, pues entonces la legislación prohibiría —y, por el contrario, permite— el arrastre de pérdidas tributarias.

Tampoco puede ser interpretada dicha expresión relacionando forzosamente gastos de un periodo con ingresos del mismo periodo, para negar la deducción de tales gastos cuando son muy cercanos, en cuanto a su monto, a tales ingresos [...].

Por razonabilidad, la Tercera Disposición Final de la Ley No. 27356 persigue llegar a la convicción de que era aconsejable incurrir en el gasto en función del negocio a realizar o que se está realizando y que su monto esté justificado en función de la magnitud del negocio, sin limitar dicho negocio a un periodo concreto sino, más bien,

¹⁸ *Op. cit.*, pp. 299–300.

proyectando el negocio a su verdadera extensión y perspectivas en el tiempo para el que está concebido, más allá del ejercicio gravable en que se pudo realizar el gasto.

En el escenario bajo análisis, los gastos financieros asumidos por NEWCO por concepto de intereses son necesarios para producir renta. En efecto, NEWCO recibirá un préstamo por parte de los Adquirentes para comprar las acciones de la Sociedad Objetivo, convirtiéndose en accionista controlador de la misma, entendiéndose que la razón de negocio —esto es, el objeto de dicha adquisición— es justamente el generar diversos beneficios económicos para NEWCO, en su calidad de accionista controlador de la Sociedad Objetivo.

Sobre el particular, resulta pertinente señalar que el Tribunal Fiscal no solo se limita a mencionar que el principio de causalidad es de carácter amplio en nuestra legislación, sino que desarrolla dicho criterio en reiterada jurisprudencia. Como ejemplo, la Resolución del Tribunal Fiscal No. 4757-2-2005, señala lo siguiente:

[...] la Administración limita el efecto económico de la adquisición de acciones a la percepción de dividendos provenientes de las utilidades de la empresa transferente, los cuales constituyen para el accionista una renta no gravada con el Impuesto a la Renta de conformidad con lo establecido por el inciso a) del artículo 25 de la Ley del citado Impuesto.

Sin embargo, no podría restringirse la causa de una compra de acciones a la obtención de dividendos. Debe tenerse en cuenta que no todas las empresas están en condiciones de distribuir dividendos, pues solo podrían realizarlo de obtener resultados positivos. Así, de darse el caso que una empresa obtenga pérdida, dicha situación imposibilitaría tal distribución.

Por otro lado, cabe considerar que aún en el supuesto que una inversión de este tipo, genere dividendos, la finalidad de la misma podría obedecer a otras razones distintas a la «intención» o «voluntad» de percibir dividendos. Entre otras, se puede mencionar las siguientes: i) Obtener control o participación en las decisiones de la sociedad que enajena las acciones, ii) Asegurar o mantener una relación comercial o posición contractual con la empresa transferente, como por ejemplo la de cliente o proveedor, iii) Generar sinergias y ahorros entre las empresas, evitando los sobrecostos propios de dos empresas que

tienen que competir entre sí por los precios en el mercado, iv) Reducir ordenadamente la capacidad instalada innecesaria, para adecuarla a los requerimientos del mercado y, v) Convertir a las empresas en rentables (generadoras de utilidades gravadas), a través de los ahorros propios del control unificado de las mismas.

De esta forma se advierte que la adquisición de acciones de otras empresas puede obedecer a distintas estrategias financieras y/o operativas, distintas a la mera obtención de dividendos y que más bien puede obedecer, exclusivamente, a la necesidad de mantener la actividad generadora de ingresos gravados, como es el caso de una empresa que compre acciones de otra para continuar una relación comercial con la empresa vendedora o asegurar una posición más competitiva en el mercado, siendo la obtención de dividendos un beneficio accesorio e inclusive accidental.

Asimismo, cabe recordar que aun cuando la adquisición no respondiese a ninguna de las razones económicas expuestas, queda la posibilidad que la empresa invasora, posteriormente, venda las acciones fuera de rueda de bolsa, generando así renta gravada con el Impuesto a la Renta.

De lo expuesto anteriormente se tiene que mientras forme parte del activo de la empresa, e incluso con su venta bajo determinados condiciones, la inversión en acciones de otra empresa, puede generar diversos beneficios económicos que coadyuven al mantenimiento de la fuente o generación de rentas gravadas, por lo que los gastos incurridos sí cumplen con el principio de causalidad y por tanto son deducibles.

En el sentido de lo expuesto, atendiendo a la precisión contenida en el último párrafo del artículo 37 de la Ley del IR, a la doctrina citada y a la jurisprudencia del Tribunal Fiscal, resulta meridianamente claro que los gastos que incurriría NEWCO por concepto de los intereses producto del préstamo destinado a la adquisición de las acciones de la Sociedad Objetivo, cumplirían con el Principio de Causalidad y, por ende, serían deducibles en la determinación de su IR.

No obstante, dicha causalidad no resultará justificable en el supuesto que NEWCO ceda a la Sociedad Objetivo su posición contractual a título gratuito respecto de la cuenta por pagar en favor de los Adquirentes —supuesto previsto en el numeral 2.1 A (c) iii—, no solo por que no se enmarca dentro de los alcances de la Resolución del Tribunal Fiscal antes citada (que de por sí le resta predictibilidad a la operación), sino además porque

la Sociedad Objetivo deja de tener una relación causal razonable, cual es, la de afrontar la deuda de su accionista a título gratuito.

Sin perjuicio de lo señalado precedentemente, el solo hecho de existir el criterio del Tribunal Fiscal y que el mismo no constituya jurisprudencia de observancia obligatoria en los términos así establecidos por el artículo 156 del Código Tributario, supone que la Administración Tributaria objeta la deducción de tales gastos.

Dicha objeción se ha visto materializada en el Informe No. 094–2001–SUNAT/K00000 de 28 de mayo de 2001, expedido por la Intendencia Nacional Jurídica de la Superintendencia Nacional de Administración Tributaria, cuando interpreta que para efectos del IR, «los gastos de financiación y asesoría relacionados a la compra de acciones en que incurren las empresas cuya actividad es la adquisición y manejo de acciones de otras empresas (holding), y que obtienen exclusivamente ingresos por concepto de dividendos no gravados [...], no son deducibles, total ni proporcionalmente, al no cumplir dichos gastos con el principio de causalidad».

Debemos recordar, con relación al contenido y alcances de las consultas que absuelve la SUNAT, que conforme al artículo 144 del Reglamento de Organización y Funciones (ROF) de la Superintendencia Nacional de Administración Tributaria, aprobado por Decreto Supremo No. 115–2002–PCM, publicado en el Diario Oficial El Peruano el 28 de octubre de 2002, la Intendencia Nacional Jurídica es un órgano directamente dependiente de la Superintendencia Nacional Adjunta de Tributos Internos, y se encarga, entre otros, de interpretar el sentido y alcance de las normas tributarias y aduaneras para su aplicación por los órganos internos de la Institución.

A mayor abundamiento, el literal f) del artículo 145 del precitado ROF establece que son funciones de la Intendencia Nacional Jurídica,

Absolver consultas referidas al sentido y alcance de las normas tributarias y aduaneras formuladas por los Órganos internos de la Institución, cuando el caso lo amerite, así como por las entidades representativas y entidades del sector público nacional. *El pronunciamiento que emita será de obligatorio cumplimiento por los distintos órganos de la Institución* (la cursiva es nuestra).

Finalmente, debemos tener en cuenta que conforme al artículo 2 del ROF bajo comentario, las normas establecidas en dicho Reglamento son de aplicación y cumplimiento obligatorio de todos los órganos de la Superintendencia Nacional de Administración Tributaria, en el ámbito de su competencia.

En ese sentido, resultaría necesario que el Tribunal Fiscal, en aplicación del artículo 156 del Código Tributario y en caso se presente algún caso similar al de la Resolución del Tribunal Fiscal No. 4757-2-2005 antes citada, declare como jurisprudencia de observancia obligatoria el precedente amplio del denominado Principio de Causalidad, a fin de evitar cuestionamientos por parte de la Administración Tributaria, que, como ya viene señalado de sus propias normas administrativas, no dejaría de aplicar la opinión vertida por la Intendencia Nacional Jurídica. Ello abonará en lograr una mayor predictibilidad a los inversionistas que pretendan efectuar las operaciones materias del presente artículo.

(c) Retención en la fuente

De conformidad con el régimen del IR peruano, los sujetos no domiciliados —en el caso que nos ocupa, los Adquirentes— se encontrarán afectos a dicho tributo por todas sus rentas de fuente peruana.

En virtud de ello, los ingresos financieros de los Adquirentes por concepto de intereses derivados del préstamo efectuado en favor de NEWCO, se encontrará sujeta al IR peruano.

De manera excepcional, el literal a) del artículo 56 de la Ley del IR establece que el impuesto de sujetos no domiciliados en el país se determinará aplicando la tasa de 4.99% cuando se trate de intereses provenientes de créditos externos siempre que cumplan determinados requisitos¹⁹ y que no

¹⁹ Concretamente los requisitos son que se acredite el ingreso de la moneda extranjera al país en caso de préstamos en efectivo y que el crédito no devengue un interés anual al rebatir superior a la tasa preferencial predominante en la plaza de donde provenga, más tres puntos. Los referidos tres puntos cubren los gastos y comisiones, primas y toda otra suma adicional al interés pactado de cualquier tipo que se pague a beneficiarios del extranjero.

Por su parte, el artículo 30 del Reglamento de la Ley del IR establece que para efectos de la aplicación de la tasa de 4.99%, se tendrá en cuenta lo siguiente:

i. Los créditos externos, en efectivo o bajo otra modalidad, deben estar destinados a cualquier finalidad relacionada con el giro del negocio o actividad gravada, así como a

exista vinculación entre las partes. Ahora bien, en el caso que la entidad domiciliada en el país y los sujetos no domiciliados califiquen como partes vinculadas —como en el caso materia de análisis—, la tasa aplicable será la general de 30%.

En efecto, el literal g) del artículo 56 de la Ley del IR señala expresamente que los intereses derivados de créditos externos que no cumplan con el requisito establecido en el numeral 1) del inciso a) o en la parte que excedan de la tasa máxima establecida en el numeral 2) del mismo inciso; así como los intereses que abonen al exterior las empresas privadas del país por créditos concedidos por una empresa del exterior con la cual se encuentra vinculada económicamente, o por un acreedor cuya intervención tiene como propósito encubrir una operación de crédito entre partes vinculadas, se encontrarán sujetos al IR con una tasa de 30%.

(d) Valor de mercado y precios de transferencia

Finalmente, es preciso mencionar que la Ley del IR en su artículo 32 ordena que en todos los casos de ventas, aportes de bienes y demás transferencias de propiedad, de prestación de servicios y cualquier otro tipo de transacción a cualquier título; el valor asignado a los bienes, servicios y demás prestaciones, para efectos del IR debe ser el de mercado. En efecto, la norma dispone que si el valor asignado difiere al

la refinanciación de los mismos; aspecto que en el presente caso se cumple a tenor de lo señalado precedentemente en lo que a causalidad atañe;

ii. Se considerará interés a los gastos y comisiones, primas y toda otra suma adicional al interés pactado, de cualquier tipo, que se pague a beneficiarios del extranjero;

iii. Tratándose de créditos obtenidos en la plaza americana de los Estados Unidos de América, se considera tasa preferencial predominante a la tasa PRIME más tres puntos; por lo que en este supuesto la tasa que podrá cobrarse a fin de retener solo el 4.99% será de PRIME más 6 puntos.

iv. Tratándose de créditos obtenidos en la plaza del continente europeo, se considera tasa preferencial predominante a la tasa LIBOR más cuatro puntos; por lo que en este supuesto la tasa que podrá cobrarse a fin de retener solo el 4.99% será de LIBOR más 7 puntos.

v. Tratándose de créditos obtenidos en otras plazas, la SUNAT determinará la tasa preferencial predominante de acuerdo con la documentación que presente el prestatario y sobre la base de la información técnica que al efecto proporcionará el Banco Central de Reserva del Perú; y

vi. La comparación de la tasa del crédito externo con la tasa preferencial predominante en la plaza, más tres puntos, se efectuará únicamente en la oportunidad que la tasa de interés del crédito sea concertada, modificada o prorrogada.

de mercado, sea por sobrevaluación o subvaluación, la SUNAT procederá a ajustarlo tanto para el adquirente como para el transferente. Esta misma regla se aplica tanto para el caso del IR como para el caso del Impuesto General a las Ventas (IGV).

Para los efectos de la referida Ley, se considera valor de mercado para las transacciones entre partes vinculadas, como es el caso de los Adquirentes y NEWCO, o que se realicen desde, hacia o a través de países o territorios de baja o nula imposición, los precios y monto de las contraprestaciones que hubieran sido acordados con o entre partes independientes en transacciones comparables, en condiciones iguales o similares, de acuerdo con las reglas de precios de transferencia establecidas en el artículo 32-A de la Ley del IR.

A tal efecto, las transacciones de la referencia son comparables²⁰ con una realizada entre partes independientes, en condiciones iguales o similares, cuando se cumple al menos una de las dos condiciones siguientes: (i) Que ninguna de las diferencias que existan entre las transacciones objeto de comparación o entre las características de las partes que las realizan pueda afectar materialmente el precio, monto de contraprestaciones o margen de utilidad; o (ii) Que aun cuando existan diferencias entre las transacciones objeto de comparación o entre las características de las partes que las realizan, que puedan afectar materialmente el precio, monto de contraprestaciones o margen de utilidad, dichas diferencias pueden ser eliminadas a través de ajustes razonables.

Cabe agregar que los precios de las transacciones serán determinados conforme a cualquiera de los métodos internacionalmente aceptados, para

²⁰ Para determinar si las transacciones son comparables se tomarán en cuenta aquellos elementos o circunstancias que reflejen en mayor medida la realidad económica de las transacciones, dependiendo del método seleccionado, considerando, entre otros, los siguientes elementos: a) las características de las operaciones; b) las funciones o actividades económicas, incluyendo los activos utilizados y riesgos asumidos en las operaciones, de cada una de las partes involucradas en la operación; c) los términos contractuales; d) las circunstancias económicas o de mercado; o d) las estrategias de negocios, incluyendo las relacionadas con la penetración, permanencia y ampliación del mercado. La norma agrega que cuando para efectos de determinar transacciones comparables, no se cuente con información local disponible, los contribuyentes pueden utilizar información de empresas extranjeras, debiendo hacer los ajustes necesarios para reflejar las diferencias en los mercados.

cuyo efecto deberá considerarse el que resulte más apropiado para reflejar la realidad económica de la operación.²¹

Empero, en el supuesto que el financiamiento no fuera realizado entre empresas vinculadas, el valor de mercado del servicio de crédito —en virtud a lo establecido por el literal a) del artículo 19–A del Reglamento de la Ley del IR— será el que normalmente se obtiene en condiciones iguales o similares, en los servicios onerosos que la empresa presta a terceros

²¹ Los métodos que prevé la norma impositiva peruana, son los siguientes:

(1) *El método del precio comparable no controlado*: Consiste en determinar el valor de mercado de bienes y servicios entre partes vinculadas considerando el precio o el monto de las contraprestaciones que se hubieran pactado con o entre partes independientes en operaciones comparables.

(2) *El método del precio de reventa*: Consiste en determinar el valor de mercado de adquisición de bienes y servicios en que incurre un comprador respecto de su parte vinculada, los que luego son objeto de reventa a una parte independiente, multiplicando el precio de reventa establecido por el comprador por el resultado que proviene de disminuir, de la unidad, el margen de utilidad bruta que habitualmente obtiene el citado comprador en transacciones comparables con partes independientes o en el margen que habitualmente se obtiene en transacciones comparables entre terceros independientes. El margen de utilidad bruta del comprador se calculará dividiendo la utilidad bruta entre las ventas netas.

(3) *El método del costo incrementado*: Consiste en determinar el valor de mercado de bienes y servicios que un proveedor transfiere a su parte vinculada, multiplicando el costo incurrido por tal proveedor, por el resultado que proviene de sumar a la unidad el margen de costo adicionado que habitualmente obtiene ese proveedor en transacciones comparables con partes independientes o en el margen que habitualmente se obtiene en transacciones comparables entre terceros independientes. El margen de costo adicionado se calculará dividiendo la utilidad bruta entre el costo de ventas.

(4) *El método de la partición de utilidades*: Consiste en determinar el valor de mercado de bienes y servicios a través de la distribución de la utilidad global, que proviene de la suma de utilidades parciales obtenidas en cada una de las transacciones entre partes vinculadas, en la proporción que hubiera sido distribuida con o entre partes independientes, teniendo en cuenta, entre otros, las ventas, gastos, costos, riesgos asumidos, activos implicados y las funciones desempeñadas por las partes vinculadas.

(5) *El método residual de partición de utilidades*: Consiste en determinar el valor de mercado de bienes y servicios de acuerdo a lo señalado en el numeral precedente, pero distribuyendo la utilidad global de la siguiente forma:

(i) Se determinará la utilidad mínima que corresponda a cada parte vinculada, mediante la aplicación de cualquiera de los métodos aprobados en los numerales 1), 2), 3), 4) y 6) de este inciso, sin tomar en cuenta la utilización de intangibles significativos.

(ii) Se determinará la utilidad residual disminuyendo la utilidad mínima de la utilidad global. La utilidad residual será distribuida entre las partes vinculadas, tomando en cuenta, entre otros elementos, los intangibles significativos utilizados por cada uno de ellos, en la proporción que hubiera sido distribuida con o entre partes independientes.

(6) *El método del margen neto transaccional*: Consiste en determinar la utilidad que hubieran obtenido partes independientes en operaciones comparables, teniendo en cuenta factores de rentabilidad basados en variables, tales como activos, ventas, gastos, costos, flujos de efectivo, entre otros.

no vinculados. En su defecto, o en caso la información que mantenga el contribuyente resulte no fehaciente, se considerará como valor de mercado aquel que obtiene un tercero, en el desarrollo de un giro de negocio similar, con partes no vinculadas. En su defecto, se considerará el valor que se determine mediante peritaje técnico formulado por organismo competente.

C.1.2 IGV

De conformidad con lo establecido por el literal b) del artículo 1 de la Ley del IGV, dicho impuesto grava la prestación o utilización de servicios en el país. Entendiéndose que el servicio es utilizado en el país cuando siendo prestado por un sujeto no domiciliado, es consumido o empleado en el territorio nacional, independientemente del lugar en que se pague o se perciba la contraprestación y del lugar donde se celebre el contrato.

Es en virtud a las citadas normas que el servicio de crédito —servicio consumido en el país— prestado por los Adquirentes —sujetos no domiciliados— a favor de NEWCO se encuentra gravado con una tasa de 19% por concepto de IGV.

Ahora bien, la técnica impositiva del IGV en el Perú busca que el efecto de dicho impuesto sea neutro, a través del derecho al crédito fiscal. Así, Córdova Arce dice que:

Ello supone que este tributo, a pesar de aplicarse a lo largo de la cadena de producción y comercialización de forma plurifásica, tiene efectos recaudatorios equivalentes a un impuesto monofásico a nivel de consumidor final.²²

Dicho crédito fiscal está constituido por el IGV consignado separadamente en el comprobante de pago, que respalde la adquisición de bienes, servicios y contratos de construcción, o el pagado en la importación del bien o con motivo de la utilización en el país de servicios prestados por no domiciliados.

Sin embargo, si NEWCO no efectúa operaciones gravadas con dicho impuesto, el crédito fiscal obtenido por el IGV pagado en virtud al servicio de crédito recibido, no podría ser utilizado, de manera tal que su efecto no

²² CORDOVA ARCE, Alex. «Aspectos Técnicos del Impuesto General a las Ventas: Necesidad de presevarlos» En: *Temas de Derecho Tributario y de Derecho Público. Libro Homenaje a Armando Zolezzi Moller*. Lima: Palestra Editores, 2003, pp. 1048–1049.

resultará neutral y sería un costo adicional para NEWCO. Una alternativa para no soportar dicho eventual costo por parte de NEWCO sería prestar un servicio de gerenciamiento a favor de la Sociedad Objetivo.

C.2 Adquisición de acciones de la sociedad objetivo

C.2.1 IR

(a) Enajenación de acciones

En relación con la compra de acciones de la Sociedad Objetivo por parte de NEWCO, el artículo 2 de la Ley del IR establece expresamente que la ganancia de capital por la enajenación de acciones y participaciones representativas del capital se encuentra sujeta al IR.

Por su parte, el numeral 1 del literal l) del artículo 19 de la Ley del IR establece expresamente que, la ganancia de capital proveniente de la enajenación de valores mobiliarios inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores a través de mecanismos centralizados de negociación a los que se refiere la Ley del Mercado de Valores, así como la que proviene de la enajenación de valores mobiliarios fuera de mecanismos centralizados de negociación siempre que el enajenante sea una persona natural, una sucesión indivisa o una sociedad conyugal que optó por tributar como tal, se encuentra exonerada del impuesto hasta el 31 de diciembre de 2008.

En ese sentido, si la Sociedad Objetivo no fuera una empresa que cotiza en bolsa, la eventual ganancia de capital proveniente de la enajenación de sus acciones se encontrará gravada con el IR.

(b) Valor de mercado

Es preciso mencionar que el ya citado artículo 32 de la Ley del IR, dispone —en lo que atañe a los valores que se coticen en el mercado bursátil— que el valor de mercado será el del precio de dicho mercado. En caso contrario, su valor se determinará de conformidad con las siguientes reglas:

- De tratarse de acciones o participaciones que no coticen en bolsa o en algún mecanismo centralizado de negociación, el valor de mercado será el valor de la transacción, el mismo que no podrá ser inferior al valor de participación patrimonial de la acción o participación que se enajena.

- El valor de participación patrimonial deberá ser calculado sobre la base del último balance de la empresa emisora cerrado con anterioridad a la fecha de la enajenación, el cual no podrá tener una antigüedad mayor a doce meses. De no contar con dicho balance, el valor de mercado será el valor de tasación.

C.2.2. IGV

De conformidad con lo dispuesto por el literal a) del artículo 1 de la Ley del IGV, dicho impuesto grava la venta en el país de bienes muebles. Sobre el particular, el numeral 8 del artículo 2 del Reglamento de la Ley del IGV señala que no son considerados bienes muebles, entre otros, las acciones, por lo que en consecuencia, la venta de las acciones de la Sociedad Objetivo en favor de NEWCO no se encontrará afectada al referido impuesto al encontrarse fuera del aspecto material del presupuesto de hecho previsto en la Ley del IGV.

C.3 Aplicación del Staff Accounting Bulletin No. 54 (SAB 54)

La *Securities and Exchange Commission* (SEC), mediante el SAB 54 dispone que cuando las empresas bajo su control intervengan en negocios que tengan como finalidad la adquisición de una subsidiaria, deberán necesariamente aplicar el denominado *Push-Down Accounting*.

El *Push Down Accounting* es el método contable mediante el cual los estados financieros de una subsidiaria reflejan los costos incurridos por la sociedad controlante en la adquisición de esa subsidiaria, en vez de reflejar los costos históricos de la subsidiaria. De esta manera, podrían las cifras contables-financieras colisionar con las cifras tributarias de la Sociedad Objetivo.

Al respecto, el artículo 33 del Reglamento de la Ley del IR señala que la contabilización de operaciones bajo principios de contabilidad generalmente aceptados, puede determinar, por la aplicación de las normas contenidas en la Ley del IR, diferencias temporales y permanentes en la determinación de la renta neta. En consecuencia, salvo que la Ley o el Reglamento condicione la deducción al registro contable, la forma de contabilización de las operaciones no origina la pérdida de una deducción.

Por tanto y dado que nuestra norma tributaria no condiciona la deducción al registro SAB 54, nuestra legislación del IR no se ve vinculada por dicha norma contable; en efecto, la SAB 54 no será aplicable a los estados financieros que para efectos tributarios la Sociedad Objetivo debe presentar en el Perú ante la Administración Tributaria.

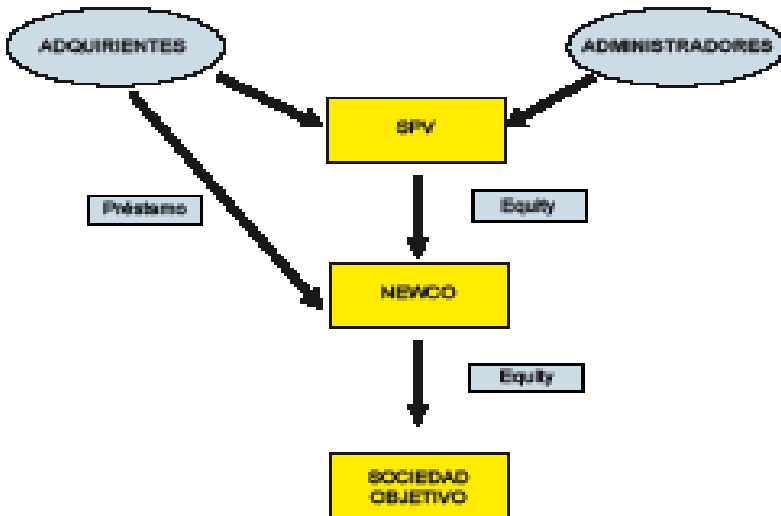
Este comentario aplica también a la MODALIDAD II y a la MODALIDAD III., discutidas a continuación.

2.2 MODALIDAD II: MBO/LBO POR MEDIO DE NEWCO Y UNA SUBSECUENTE FUSIÓN POR ABSORCIÓN ENTRE NEWCO Y SOCIEDAD OBJETIVO

A. Descripción de la operación

Al igual que en el caso anterior, el objetivo de esta alternativa es que NEWCO adquiera de manera directa las acciones de la Sociedad Objetivo a los Accionistas. Consecuentemente, son de aplicación a este escenario las consideraciones descritas en los literales (a), (b) y (c) del acápite 2.1.A de este artículo.

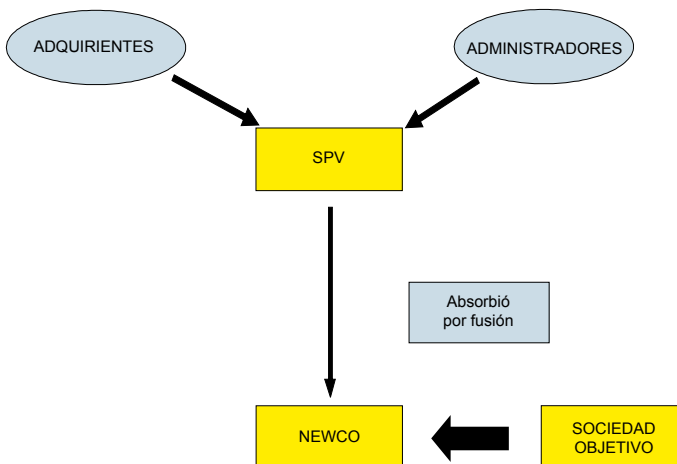
MODALIDAD II: FASE A POR MEDIO DE NEWCO Y FUSIÓN POR ABSORCIÓN



No obstante lo anterior, en este escenario existen eventos adicionales, los cuales detallamos a continuación:

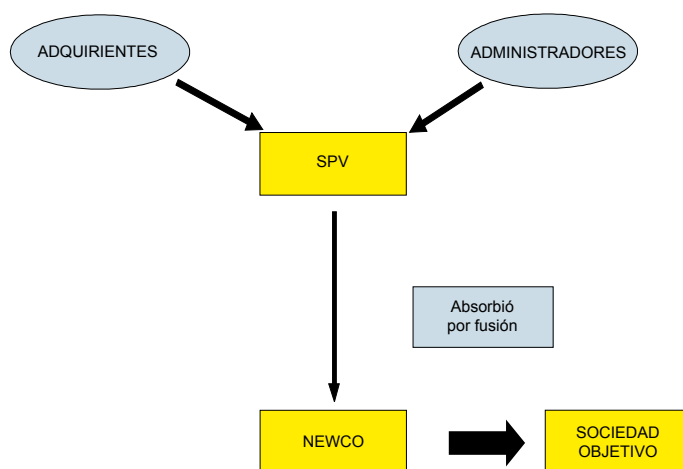
- a) Luego de ejecutada la adquisición a que alude el literal (c) del acápite 2.1.A de este artículo, la junta general de accionistas de NEWCO y de la Sociedad Objetivo acuerdan una de dos formas de fusión que se señalan a continuación: (i) que la Sociedad Objetivo sea absorbida por NEWCO (*Forward Direct Merger*); o, (ii) que NEWCO sea absorbida por la Sociedad Objetivo (*Reverse Direct Merger*).
- b) En el *Forward Direct Merger*: (i) la Sociedad Objetivo se extingue, amortizándose por tanto las acciones representativas de su capital social, las mismas que no figurarán más en el activo de NEWCO; (ii) asumiendo que existiese un bloque patrimonial de valor positivo conformado por los activos y pasivos de la Sociedad Objetivo, el capital social de NEWCO se incrementaría en el valor correspondiente a dicho bloque patrimonial, debiendo NEWCO emitir nuevas acciones en favor del SPV; y, (iii) NEWCO asumiría la totalidad de activos y pasivos de la Sociedad Objetivo, razón por la cual la cuenta por pagar que NEWCO mantiene frente a los Adquirentes por concepto de Inversión en Deuda, podrá ser atendida con los ingresos que obtenga NEWCO, luego de haber absorbido el negocio de la Sociedad Objetivo.

MODALIDAD II: FASE B. MBO/LBO POR MEDIO DE NEWCO Y FUSIÓN
POR ABSORCIÓN (FORWARD DIRECT MERGER)



- c) En el *Reverse Direct Merger*: (i) NEWCO se extingue, amortizándose por tanto las acciones representativas de su capital social, las mismas que no figurarán más en el activo del SPV; (ii) la Sociedad Objetivo adquiriría a título gratuito acciones de propia emisión que son entregadas en su mayoría al SPV, como parte de la fusión por absorción; (iii) la Sociedad Objetivo asumiría la totalidad de activos y pasivos de NEWCO, razón por la cual la cuenta por pagar que NEWCO mantiene frente a los Adquirentes por concepto de Inversión en Deuda, podrá ser atendida con los ingresos que obtenga la Sociedad Objetivo, luego de haber absorbido a NEWCO.

MODALIDAD II: FASE B. MBO/LBO POR MEDIO DE NEWCO Y FUSIÓN POR ABSORCIÓN (REVERSE DIRECT MERGER)



B. Análisis societario

B.1 Consideraciones previas

A fin de analizar los principales aspectos societarios de una Adquisición a través de un MBO/LBO usando como vehículo a NEWCO y una subsecuente fusión por absorción entre NEWCO y Sociedad Objetivo del tipo *Forward*

Direct Merger o *Reverse Direct Merger*, cabe resaltar que esta Modalidad tiene dos etapas, que pueden ser conceptualizadas como dos transacciones independientes:

1. MBO/LBO mediante el cual NEWCO adquiere el control de la Sociedad Objetivo, a través de la compra de las acciones emitidas por esta a los Accionistas (FASE A de la MODALIDAD II); y,
2. La integración corporativa a través de la cual NEWCO se fusiona con la Sociedad Objetivo, por medio de *Forward Direct Merger* o *Reverse Direct Merger* (FASE B de la MODALIDAD II).²³

A la FASE A de la MODALIDAD II le resultan aplicables en su integridad todas las consideraciones descritas en los acápites 2.1.B.1, 2.1.B.2 y 2.1.B.3 de este artículo.

B.2 Fusión NEWCO con Sociedad Objetivo

El resultado final de la ejecución de ambas transacciones es que: (i) En el *Forward Direct Merger*, la sociedad sobreviviente a la fusión (NEWCO) registra un pasivo frente a los Adquirentes —como consecuencia del financiamiento para la compra de acciones de la Sociedad Objetivo—, la cual será pagada con cargo a los ingresos generados por el negocio de Sociedad Objetivo; o, (ii) en el *Reverse Direct Merger*, la sociedad sobreviviente a la fusión (Sociedad Objetivo) registra el pasivo de NEWCO frente a los Adquirentes para financiar la compra de las acciones de la Sociedad Objetivo.

De una primera impresión de la transacción, bajo el alcance literal del artículo 106 de la LGS, se podría concluir que la alternativa de Adquisición bajo análisis no configura supuesto de Asistencia Financiera Prohibida alguno. Si bien el efecto final supone que los accionistas de la Sociedad Objetivo terminen asumiendo la carga económica del préstamo, ello se origina como consecuencia de un acto distinto a cualquiera de los supuestos de Asistencia Financiera Prohibida regulados en el artículo 106 de la LGS.

²³ Cabe resaltar que, en función de un caso concreto, podrían analizarse otras formas de reorganización societaria alternativas a la fusión, como podrían ser la escisión o la reorganización simple.

Si bien la Sociedad Objetivo no interviene en el financiamiento que los Adquirentes otorgan a NEWCO para la adquisición de las acciones emitidas por la Sociedad Objetivo, es claro que cuando NEWCO adquiere las acciones emitidas por la Sociedad Objetivo, y una vez que los patrimonios de ambas sociedades se encuentren integrados, los accionistas minoritarios de la Sociedad Objetivo que no participaron en la Adquisición propuesta, serán titulares de una sociedad que mantiene una obligación que fue contraída con la intención de adquirir las propias acciones de la Sociedad Objetivo.

Es por ello que consideramos fundamental que la fusión, bajo la forma que sea, tenga un sustento y una racionalidad económica. Fusionar sociedades es legítimo y legal, lo que habría que proteger es que se pudiera entender que la fusión fue un invento para intentar salir del campo de aplicación del artículo 106 de la LGS.

Recordemos que de conformidad con lo establecido por el artículo VIII del Código Civil, en el Perú es posible que los jueces apliquen los principios generales del derecho en casos de vacío o deficiencia de la ley. En tal sentido, es probable que en sede judicial se considere que a través de la alternativa de Adquisición bajo análisis, se obtiene indirectamente el efecto prohibido por el artículo 106 de la LGS y se aplique un principio general del derecho denominado «Principio de Fraude a la Ley».

La aplicación del referido principio permitiría extender el alcance del artículo 106 de la LGS con la finalidad de que el referido artículo pueda cubrir supuestos que no han sido expresamente previstos en la literalidad de dicha norma. El principio básicamente se usaría para evaluar si, pese a haber sido celebrada y ejecutada de conformidad con el ordenamiento legal peruano, la alternativa de Adquisición bajo análisis permite alcanzar efectos o resultados que se encuentran prohibidos por el artículo 106 de la LGS.

Empero, en la medida en que en esta MODALIDAD II se respeten las mismas condiciones y presupuestos descritos en la MODALIDAD I para sostener que no habría vulneración al artículo 106 de la LGS y con el agregado de que la fusión tenga una justificación de negocio, somos de la opinión de que la ejecución de esta MODALIDAD II no debería representar incumplimiento alguno a la LGS, más aún teniendo en cuenta que la

fusión como figura de reorganización societaria confiere a los accionistas minoritarios el derecho de separación y a los acreedores el derecho de oposición.²⁴

C. Análisis tributario

C.1 Consideraciones previas

A fin de analizar los principales aspectos tributarios de una adquisición a través de un MBO/LBO seguido de una fusión por absorción, resultan aplicables al análisis desarrollado a continuación, las consideraciones descritas en el acápite 2.1.C. de este artículo.

C.2 Fusión por absorción

(a) Responsabilidad solidaria

De conformidad con lo establecido por el artículo 17 del Código Tributario, son responsables solidarios en calidad de adquirentes, los adquirentes del activo y/o pasivo de empresas o entes colectivos con o sin personalidad jurídica mediante la reorganización de sociedades.

Pues bien, la responsabilidad solidaria supone que la Administración Tributaria pueda exigir el pago de las deudas tributarias de un contribuyente, indistintamente a este como al responsable solidario designado por Ley. En efecto, la solidaridad persigue que el contribuyente y el responsable se encuentren en la misma posición, la de deudor tributario, por lo que cada uno de ellos responde por el íntegro de la obligación.

Ciertamente en una fusión por absorción el concepto de solidaridad termina siendo inútil debido a la extinción de una de las sociedades, tal como lo advierte Córdova.²⁵

²⁴ Otra figura de MBO/LBO que no admite mucho cuestionamiento en doctrina y legislación comparada, es la referida no a una fusión con la Sociedad Objetivo sino a la disolución y liquidación de esta, usando los Adquirentes y Administradores el patrimonio resultante de la liquidación para pagar el préstamo que financió parcialmente la compra de las acciones en la Sociedad Objetivo.

²⁵ CÓRDOVA ARCE, Alex. «Alcances de la responsabilidad solidaria tributaria de los adquirentes de activos y/o pasivos de empresas». Ponencia sustentada en las XI Jornadas Nacionales de Derecho Tributario, «Los sujetos pasivos responsables en materia tributaria» organizada por el Instituto Peruano de Derecho Tributario, Lima 2006.

La justificación para la designación de la empresa incorporante como responsable es evidente. No obstante, debe señalarse que en tal caso no existiría ciertamente responsabilidad solidaria por las deudas tributarias de la transferente, ya que esta se extingue y la sociedad incorporante asume la totalidad de los derechos y obligaciones de la extinguida. En otras palabras, si bien la empresa transferente es en estricto el contribuyente, (al haber sido quien realizó el hecho imponible y generó la obligación tributaria), al extinguirse ya no es más sujeto pasivo de la obligación, sino que es excluida de la misma, por lo que el fisco solo puede dirigir su acción de cobro, exclusivamente a la empresa adquirente como única obligada ante la Administración Tributaria.

Por lo tanto, como consecuencia de la fusión por absorción, NEWCO asumirá, entre otras, el íntegro de las deudas tributarias de la Sociedad Objetivo, que a la fecha de fusión no se encontraran prescritas.

(b) IR

Tratándose de reorganización de empresas, el artículo 104 de la Ley del IR establece que las partes intervinientes podrán optar, en forma excluyente, por cualquiera de los siguientes regímenes:

1. Si las sociedades o empresas acordaran la revaluación voluntaria de sus activos, la diferencia entre el mayor valor pactado y el costo computable estará gravada con el IR. En este caso, los bienes transferidos, así como los del adquirente, tendrán como costo computable el valor al que fueron revaluados.
2. Si las sociedades o empresas acordaran la revaluación voluntaria de sus activos, la diferencia entre el mayor valor pactado y el costo computable no estará gravada con el IR, siempre que no se distribuya. En este caso, el mayor valor atribuido con motivo de la revaluación voluntaria no tendrá efecto tributario. En tal sentido, no será considerado para efecto de determinar el costo computable de los bienes ni su depreciación. Ahora bien, en este escenario, si la ganancia es distribuida en efectivo o en especie por la sociedad o empresa que la haya generado, se considerará renta gravada en dicha sociedad o empresa.
3. En caso que las sociedades o empresas no acordaran la revaluación voluntaria de sus activos, los bienes transferidos tendrán para la

adquirente el mismo costo computable que hubiere correspondido atribuirle en poder de la transferente, incluido únicamente el ajuste por inflación. En este caso, no resultará de aplicación lo dispuesto en la Ley del IR acerca del valor de mercado de las transacciones.

Cabe agregar que de conformidad con lo establecido por el artículo 106 de la Ley del IR, en la reorganización de sociedades o empresas, el adquirente no podrá imputar las pérdidas tributarias del transferente; y en caso que el adquirente tuviera pérdidas tributarias, no podrá imputar contra la renta de tercera categoría que se genere con posterioridad a la reorganización, un monto superior al 100% de su activo fijo, antes de la reorganización, y sin tomar en cuenta la revaluación voluntaria.

(c) IGV

El literal c) del artículo 2 de la Ley del IGV señala expresamente que la transferencia de bienes que se realice como consecuencia de la reorganización de empresas no se encontrará gravada con dicho impuesto.

Ahora bien, cabe mencionar que, tal como fue señalado en el acápite anterior, como producto del pago del IGV por la utilización del servicio de crédito en el país, NEWCO ostenta el derecho a aplicar el correspondiente crédito fiscal. Pues bien, dicho crédito fiscal es susceptible de ser trasladado como consecuencia de la fusión, por lo que en caso que la Sociedad Objetivo efectúe operaciones gravadas con el IGV, el referido crédito fiscal podrá ser aplicado contra dicho impuesto.

(d) Aplicación de la Norma VIII del Título Preliminar del Código Tributario

El segundo párrafo de la Norma VIII del Título Preliminar del Código Tributario vigente, introdujo por primera vez en la legislación tributaria peruana el criterio de la realidad económica, al disponer que

Para determinar la verdadera naturaleza del hecho imponible, la Superintendencia Nacional de Administración Tributaria — SUNAT—, tomará en cuenta los actos, situaciones y relaciones económicas que efectivamente realicen, persigan o establezcan los deudores tributarios.

Dicha norma tiene un claro carácter general y deja abierta la posibilidad a la SUNAT de aplicarla en una diversidad de casos que pueden presentarse en la práctica y que tienen que ser analizados en cada caso concreto, pues lo que ella pretende es que más allá de la *intentio juris*, expresada en la utilización de ciertas formas jurídicas, la Administración Tributaria tenga la facultad de investigar cuál ha sido la *intentio facti*, es decir, el verdadero propósito buscado por las partes.

En otras palabras, faculta a la Administración a buscar la realidad económica mas allá de las formas jurídicas utilizadas.

Por tanto, bajo el esquema planteado, la fusión deberá tener un claro contenido económico que la justifique, ya que la ausencia de este podría hacer suponer a la Administración Tributaria que (i) la fusión tuvo como objeto encubrir una cesión de posición contractual a fin que sea la Sociedad Objetivo la que soporte económicamente los intereses respecto del endeudamiento de NEWCO para adquirir sus acciones y/o (ii) la fusión tuvo como objeto la adquisición de activos a fin de inafectar su transferencia del IGV.

Corroborando la postura en torno al contenido económico de una fusión, resulta pertinente citar una Resolución del Tribunal Fiscal en un caso que la Administración Tributaria pretendió —sin éxito— aplicar la Norma VIII para desconocerla. En efecto, en la Resolución No. 7114-1-2004, se señaló las distintas motivaciones que podría tener una fusión:

Que en relación con la aplicación de la Norma VIII del Título Preliminar del código antes citado deben tenerse en cuenta los fundamentos que se exponen en los siguientes considerandos;

Que desde un punto de vista económico se define a la empresa²⁶ como el conjunto de factores de producción coordinados, cuya función es producir y cuya finalidad viene determinada por el sistema de organización económica en que la empresa se halle inmersa, siendo que en la economía capitalista se concentra en el lucro²⁷;

²⁶ SUÁREZ, Andrés. Diccionario terminológico de Economía, Administración y Finanzas. Ediciones Pirámide. Madrid, 2000.

²⁷ Intención para incrementar el acervo particular.

Que desde un punto de vista jurídico²⁸, se puede calificar la empresa como una universalidad de bienes organizada hacia un fin de lucro determinado en la que participan el empresario, sus empleados, proveedores, clientes y acreedores;

Que las sociedades constituyen personas jurídicas, definidas estas por Ferrara²⁹ como instituciones formadas para la consecución de un fin y reconocidas por la ordenación jurídica como sujetos de derecho;

Que en tal calidad, las sociedades pueden ser titulares de una pluralidad de empresas, como también puede haber una empresa cuyo patrimonio sea propiedad de una pluralidad de sociedades;

Que esta última afirmación puede ser comprobada en nuestra legislación tributaria y en especial la del Impuesto a la Renta, vigente en los periodos acotados, tal como se puede apreciar en el numeral 5 del inciso b) de su artículo 3° y en el último párrafo del mismo, inciso a) del artículo 14° y en el tercer párrafo del mismo y en el inciso e) del artículo 28°, entre otros, por lo que no resulta exacta la terminología utilizada por la Administración en el análisis de la supuesta verdadera intención empresarial y económica;

Que la fusión entre sociedades se puede realizar ya sea como forma de unificar dos o más empresas cuyos patrimonios han sido de propiedad de dos o más sociedades distintas, como para reunir en una sola sociedad el patrimonio de una empresa que hasta el momento lo tiene dividido en varias, no existiendo fundamento legal alguno para suponer que alguna de estas operaciones sea antijurídica en sí misma.

Por tanto, en la medida que la fusión tenga algún contenido económico para ambas empresas, resultará en nuestra opinión indiscutible que las operaciones realizadas tendrán coincidencia plena entre las formas jurídicas utilizadas y las operaciones que realmente se efectuaron; en ese sentido, no existiría posibilidad alguna de que la Administración Tributaria pudiera aplicar con éxito la Norma VIII del Título Preliminar del Código

²⁸ El concepto es estudiado con mayor amplitud en LE PERA, Sergio. *Cuestiones de Derecho Comercial Moderno. Empresa, hacienda y fondo de comercio*. Astrea. Buenos Aires, 1979 y en GARRIGUES, Joaquín. *Curso de Derecho Mercantil*. Editorial Porrúa. México, 1984. En esta última obra se señalan las diversas construcciones jurídicas del concepto: como persona jurídica. como patrimonio separado. como organización y como universalidad.

²⁹ FERRARA, Francisco. *Teoría de la Persona Jurídica*. Madrid. Edición Atus. 1929, pp 359.

Tributario que la faculta para desconocer dichas formas jurídicas cuando ellas no coinciden con los actos, situaciones y relaciones económicas que efectivamente realizaron, persiguieron o establecieron los deudores tributarios.

2.3 MODALIDAD III: MBO/LBO EN LA SOCIEDAD OBJETIVO BAJO UNA ESTRUCTURA DE RECAPITALIZACIÓN (*RECAP*)

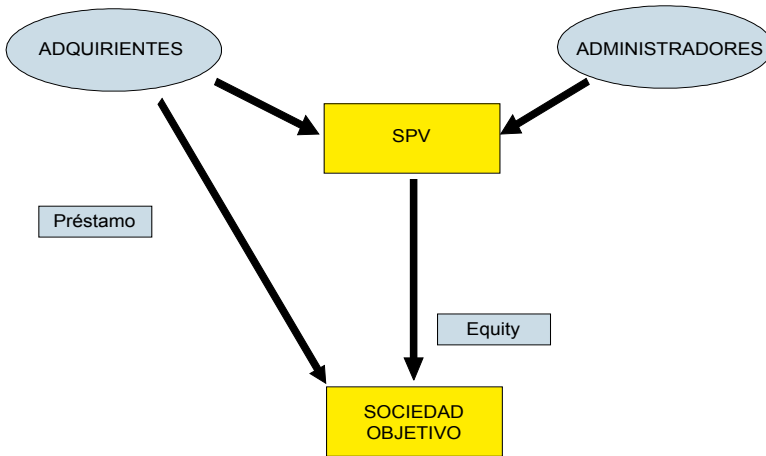
A. Descripción de la operación

A través de esta modalidad, se busca que el SPV adquiera las acciones de la Sociedad Objetivo, sobre la base de una combinación de Inversión en *Equity* e Inversión en Deuda.

En esta modalidad se ejecutan, en simultáneo, las siguientes operaciones:

- a) La Sociedad Objetivo adquiere el íntegro de sus acciones de propia emisión (podría ser una adquisición parcial también), pagando a sus Accionistas parte del precio con el dinero obtenido por el préstamo recibido de SPV, que, a su vez, ha sido entregado por los Adquirentes.
- b) La Sociedad Objetivo amortiza el total de esas acciones, vía reducción de su capital, y registra el monto del préstamo recibido como una cuenta por pagar a SPV.
- c) La Sociedad Objetivo acuerda aumentar su capital mediante la emisión de nuevas acciones, las cuales son suscritas por el SPV mediante una combinación de nuevos aportes (Inversión en *Equity*, que han efectuado los Adquirentes y los Administradores en SPV) y la capitalización de créditos o de la cuenta por pagar (Inversión en Deuda), total o parcial.
- d) Los Accionistas cobran el saldo del precio por la venta de sus acciones a la Sociedad Objetivo con parte de la Inversión en *Equity* recibida por esta última.

MODALIDAD III. MBO/LBO EN SOCIEDAD OBJETIVO BAJO
ESTRUCTURA DE RECAPITALIZACIÓN



B. Análisis Societario

B.1 Consideraciones previas

A esta figura de MBO/LBO en la Sociedad Objetivo bajo una estructura de recapitalización le son aplicables las consideraciones expuestas en los acápites 2.1.B.1, 2.1.B.2 y 2.1.B.3 de este artículo, respecto de la Asistencia Financiera Prohibida y los alcances del artículo 106 de la LGS.

En efecto, consideramos que pese a que no estaríamos en los supuestos directos del artículo 106 de la LGS, por no existir un financiamiento expreso en el que la Sociedad Objetivo otorgue a sus accionistas o terceros un préstamo o garantía para adquirir acciones de propia emisión, la realidad indica que la finalidad de la operación en su conjunto es que la Sociedad Objetivo facilite mediante el préstamo al SPV la adquisición de acciones de propia emisión. Siendo ello así, es pertinente no solo tener en cuenta lo descrito en los acápites mencionados en el párrafo anterior sino también las consideraciones expuestas sobre fraude a la ley en el acápite 2.2.B.2.

Creemos, por tanto, que adoptando las provisiones y consideraciones descritas en este artículo sobre la manera de no vulnerar la intencionalidad del artículo 106 de la LGS, se podrá transitar sobre una zona segura al ejecutar esta MODALIDAD III, respecto del artículo mencionado.

B.2 Adquisición de Acciones de Propia Emisión

La adquisición de acciones de propia emisión, sea para amortizarlas o para mantenerlas en cartera, se encuentra regulada por el artículo 104 de la LGS.

El citado artículo establece una serie de requisitos y de restricciones para la ejecución de una operación de este tipo, la cual difiera ostensiblemente de la adquisición de cualquier otro activo.

Así, nuestra legislación societaria, en concordancia con otras legislaciones comparadas, regula con detalle las formas y los tipos de operaciones de adquisición de acciones de propia emisión.

En el caso de esta MODALIDAD III, consideramos fundamental tener en cuenta ciertos parámetros establecidos por este artículo:

1. Cuando la adquisición de acciones de propia emisión se efectúe para no amortizarlas y, por ejemplo, ser transferidas al SPV, rigen las siguientes restricciones:
 - a. que la adquisición se haya realizado para evitar un daño grave a la sociedad y se vendan en un plazo no mayor a dos años; o,
 - b. que la adquisición sea acordada por la junta general de accionistas, no supere el 10% del capital suscrito y sean mantenidas en cartera por un plazo no mayor a dos años.

Consideramos que, sea por el daño grave o por la limitante del 10%, la Sociedad Objetivo no podrá llevar a cabo la MODALIDAD III sin amortizar las acciones adquiridas de los Accionistas y transfiriéndolas al SPV.

2. Cuando la adquisición de acciones de propia emisión se efectúe para amortizarlas deberá reducirse el capital o, si la amortización es parcial, podrá no reducirse el capital y aumentar el valor nominal de las acciones remanentes. Además tener en cuenta que si la adquisición de acciones de propia emisión se realiza por un valor superior al valor nominal de las acciones, la diferencia solo podrá ser pagada con cargo a beneficios y reservas libres de la sociedad.

Por lo expuesto, la forma de adquisición de acciones de propia emisión que deberá utilizar la Sociedad Objetivo será la de adquisición con amortización, bajo los parámetros establecidos en el artículo 104 de la LGS.

C. ANÁLISIS TRIBUTARIO

C.1 Préstamo en favor de la Sociedad Objetivo por parte de SPV

C.1.1 IR

(a) Causalidad

Con motivo de analizar la primera modalidad propuesta, han quedado ya establecidos los alcances del «principio de causalidad», cuyo cumplimiento resulta necesario para la deducibilidad de los gastos en la determinación del IR.

Pues bien, en esta tercera modalidad puede existir una parte del préstamo recibida por la Sociedad Objetivo que en simultáneo no será capitalizada —aspecto referido en el acápite 2.3 A (c)—, el cual habrá tenido la finalidad de adquirir sus propias acciones y posteriormente venderlas a favor de SPV.

Si bien en las dos primeras modalidades hemos opinado que los gastos financieros que generaron el préstamo requerido por NEWCO para invertir en la adquisición de acciones de la Sociedad Objetivo resultaron normales en relación con su actividad, en su calidad de «holding», bajo esta modalidad consideramos sumamente difícil justificar la existencia de un nexo causal entre el gasto por concepto del préstamo obtenido por la Sociedad Objetivo y la finalidad por la que este es adquirido.

En efecto, el gasto financiero por concepto de intereses generados en el préstamo efectuado por el SPV en favor de la Sociedad Objetivo no será deducible en la determinación del IR de esta última puesto que no constituye un gasto necesario ni para producir su fuente productora y menos aun para conservarla; advertimos claramente que el beneficio del préstamo en referencia redituará en la consecución de un fin atribuible únicamente a un tercero —el SPV— que bajo este mecanismo va a adquirir sus acciones.

(b) Retención en la fuente

Habida cuenta que el SPV va a ser accionista de la Sociedad Objetivo, por ende, parte vinculada, le será aplicable la tasa de 30% de retención en la fuente, a cuyo efecto nos remitimos a lo señalado precedentemente en el literal C.1. del acápite 2.1 de este artículo.

C.1.2 IGV

También nos remitimos a lo señalado precedentemente en el literal C.1. del acápite 2.1 en relación a que los intereses constituyen un servicio de crédito gravado con el 19% de IGV; no obstante, debemos señalar que, a diferencia del caso al que nos hemos remitido y dado que opinamos que bajo esta modalidad el gasto por el pago de los intereses no podría ser deducido para efectos del IR, tampoco podría utilizarse como crédito fiscal para la Sociedad Objetivo.

En efecto, de acuerdo con lo previsto en el literal a) del artículo 18 de la Ley del IGV, solo otorgan derecho a crédito fiscal, entre otros, las utilidades de servicios que sean permitidos como gasto o costo de la empresa, de acuerdo a la legislación del Impuesto a la Renta.

C.2 Enajenación de acciones de la Sociedad Objetivo a favor del SPV

C.2.1 IR

(a) Enajenación de acciones

Nos remitimos a lo señalado precedentemente en el acápite 2.1.C.2 de este artículo.

(b) Valor de mercado

Nos remitimos a lo señalado precedentemente en el acápite 2.1.C.2 de este artículo.

C.2.2 IGV

Nos remitimos a lo señalado precedentemente en el acápite 2.1.C.2 de este artículo.

3. Aspectos tributarios relevantes aplicables a las tres modalidades

3.1 VENTA DE LOS ADQUIRENTES DE SUS ACCIONES EN EL SPV

Tal y como se ha señalado en el acápite 1(d) del presente artículo, los Adquirentes podrán vender sus acciones del SPV.

En este supuesto, la eventual enajenación únicamente tendrá relevancia impositiva en el Perú en caso que el SPV fuera un sujeto domiciliado en este país. Nos explicamos:

Como bien se sabe, las normas tributarias tienen incidencia en quienes alcanza la soberanía del Estado que las dicta, por tal motivo este desarrolla los denominados criterios de vinculación del IR, estableciendo con ellos el derecho del Estado a gravar a determinadas personas. Así, en nuestro país se reconocen los siguientes criterios de vinculación (i) el personal o subjetivo, el cual implica la sujeción al gravamen atendiendo a circunstancias personales de quien ejecuta la operación gravada; y (ii) el de la fuente de la renta, mediante el cual el derecho a exigir un tributo se fundamenta en el grado de vinculación económica de la operación gravada a nuestro país.

El IR peruano dispone que los referidos criterios de vinculación se aplican conjuntamente; en dicho sentido los sujetos domiciliados tributarán por sus rentas de fuente mundial, mientras que los no domiciliados tributarán únicamente por sus rentas de fuente peruana.

Corresponde entonces examinar si la eventual ganancia de capital que obtengan los Adquirentes —a cuyo efecto asumimos que son sujetos no domiciliados en el Perú— en la venta de sus acciones del SPV califica como renta de fuente peruana y, con ello, determinar si dicha renta debe ser gravada con el IR en nuestro país.

El artículo 9 de la Ley del IR establece las operaciones, que para efectos de dicho impuesto, generarán rentas de fuente peruana, cualquiera sea la nacionalidad o domicilio de las partes que intervengan en las mismas y el lugar de celebración o cumplimiento de los contratos.

Conviene para propósitos del presente análisis, revisar el inciso h) del artículo precitado artículo 9, que prevé como renta de fuente peruana a:

Las obtenidas por la enajenación [...] de acciones y participaciones representativas del capital [...] cuando las empresas [...] que los hayan emitido estén constituidos o establecidos en el Perú.

En ese sentido, el nexo que vinculará la afectación al IR peruano en la venta de las acciones bajo examen será que la sociedad emisora —el SPV en este caso— se encuentre constituida o establecida en el Perú. Por tanto, no existirá renta de fuente peruana, vale decir, no habrá imposición en este país, si la eventual renta que obtengan los Accionistas resulte de una la enajenación de acciones de una empresa constituida o establecida en el exterior.

3.2 IMPUESTO A LAS TRANSACCIONES FINANCIERAS (ITF)

Finalmente, en cuanto a las consecuencias tributarias de las operaciones materia de análisis, debemos referirnos al ITF.

El Capítulo III de la Ley No. 28194, creó el Impuesto a las Transacciones Financieras (ITF), tributo que grava con una alícuota de 0.8% las operaciones detalladas en el artículo 9 de dicha Ley, siendo la más genérica, la acreditación o débito en cualquier modalidad en cuentas abiertas en las Empresas del Sistema Financiero; asimismo, otras operaciones en las que intermedien Empresas del Sistema Financiero y, de otro lado, los pagos que, sin utilizar dinero en efectivo o los denominados por dicha Ley «Medios de Pago», excedan en un ejercicio gravable del 15% de las obligaciones de los contribuyentes generadores de rentas de tercera categoría, en cuyo caso se aplicará el doble de la alícuota del impuesto, sobre los montos cancelados que excedan el porcentaje antes indicado.

Por su parte, el artículo 10 de la misma ley —modificado en el presente año por el artículo 3 del Decreto Legislativo No. 975— establece la alícuota a ser aplicada en la determinación del ITF:

- Desde el 1 de enero de 2007 hasta el 31 de diciembre de 2007: 0.08%.
- A partir del 1 de enero de 2008 hasta el 31 de diciembre de 2008: 0.07%.
- A partir del 1 de enero de 2009 hasta el 31 de diciembre de 2009: 0.06%.
- A partir del 1 de enero de 2010: 0.05%.

4. Conclusiones

A) MODALIDAD I: MBO/LBO POR MEDIO DE NEWCO

- Esta modalidad, en principio, vulneraría el texto del artículo 106 de la LGS, al haberse incurrido en un supuesto de Asistencia Financiera Prohibida. No obstante ello, en nuestra opinión, la configuración de la Asistencia Financiera Prohibida supone además que exista un claro perjuicio para los intereses de los accionistas minoritarios o de los acreedores de la Sociedad Objetivo, por lo que en la medida que sus intereses no sean afectados, no habrá vulneración a la LGS.
- No habrá afectación de los derechos de accionistas minoritarios (i) si la Adquisición se concreta sobre el 100% del total del accionariado de la Sociedad Objetivo o (ii) si los accionistas minoritarios prestaran su consentimiento expreso para la celebración y ejecución de la cesión de posición contractual.
- No habrá afectación a acreedores (i) si la Sociedad Objetivo no cuenta con acreedores o (ii) si teniéndolos, cuenta con su consentimiento para la realización de la cesión de posición contractual o si dicha cesión no representa un perjuicio material en la posibilidad de cobro de sus acreencias.
- Opinamos que los intereses que pague NEWCO a los Adquirentes podrán ser deducidos para efectos del IR al existir una plena relación de causalidad, siempre y cuando el endeudamiento no exceda del resultado de aplicar un coeficiente de 3 a su patrimonio neto; por el contrario, no serán deducibles para la Sociedad Objetivo en el supuesto que NEWCO le ceda su posición contractual de deudor de dicho prestamo. Asimismo, los referidos intereses constituyen renta de fuente peruana de los Adquirentes; en consecuencia, los ingresos que por dicho concepto reciban estarán sujetos al IR con una tasa aplicable de 30% —en tanto empresas vinculadas— que serán materia de retención por parte de NEWCO.
- El servicio de crédito en mención se encontrará gravado para NEWCO con el 19% de IGV, el que podría ser utilizado fiscalmente en la medida que realice operaciones afectas a dicho impuesto,

pudiendo ser una de ellas el de gerenciamiento de la Sociedad Objetivo.

B) MODALIDAD II: MBO/LBO POR MEDIO DE NEWCO Y UNA SUBSECUENTE FUSIÓN POR ABSORCIÓN ENTRE NEWCO Y SOCIEDAD OBJETIVO

- Se aplican a esta modalidad las mismas cinco conclusiones anteriores descritas para la MODALIDAD I, agregando que la fusión como figura de reorganización societaria confiere a los accionistas minoritarios el derecho de separación y a los acreedores el derecho de oposición.
- Sin perjuicio de la calidad de responsable solidario de las deudas tributarias de cargo de la empresa absorbida y de la no transmisión de sus pérdidas, consideramos que la fusión no supondría ningún sobrecosto tributario en la medida que esta tenga un contenido económico que no permita a la Administración Tributaria presumir ventaja fiscal alguna ajena a la consecución de mayores beneficios empresariales para NEWCO y la Sociedad Objetivo.

C) MODALIDAD III: MBO/LBO EN LA SOCIEDAD OBJETIVO BAJO UNA ESTRUCTURA DE RECAPITALIZACIÓN (RECAP)

- Adoptando las provisiones y consideraciones descritas en este artículo sobre protección a accionistas minoritarios y acreedores, podemos concluir que no se vulneraría la intencionalidad del artículo 106 de la LGS.
- La forma de adquisición de acciones de propia emisión que deberá utilizar la Sociedad Objetivo será la de adquisición con amortización, bajo los parámetros establecidos en el artículo 104 de la LGS.
- En nuestra opinión, esta modalidad presenta las siguientes desventajas fiscales: para efectos del IR no procederá la deducibilidad del gasto por concepto de intereses provenientes del endeudamiento de la Sociedad Objetivo, debiendo esta último retenerle el 30% del IR al SPV por los intereses que le abone; asimismo, el IGV pagado por la Sociedad Objetivo por el servicio de crédito no lo podrá utilizar como crédito fiscal.

D) OTROS ASPECTOS TRIBUTARIOS

- La eventual ganancia de capital producto de la enajenación de sus acciones del SPV que realicen los Adquirentes, no se encontrará gravada con el IR peruano en la medida que dicha sociedad no se encuentra constituida o establecida en el Perú; de otro lado, las operaciones bancarias —básicamente acreditación y débito en cuentas locales— se encontrarán gravadas con el ITF.

E) ASPECTO CONTABLE

- Dado que nuestra norma tributaria no condiciona la deducción al registro SAB 54, nuestra legislación del IR no se ve vinculada por dicha norma contable; en efecto, la SAB 54 no será aplicable a los estados financieros que para efectos tributarios la Sociedad Objetivo debe presentar en el Perú ante la Administración Tributaria.

Reflexión final

Consideramos fundamental que la normativa societaria y tributaria sea revisada con el fin de permitir crear «zonas seguras» para el desarrollo de operaciones de *private equity* que combinen estructuras de MBO y LBO.

Como han podido apreciar a lo largo de este artículo, hemos tenido que desarrollar interpretaciones teleológicas de ciertos artículos y recurrir a cierta jurisprudencia para lograr el formular una tesis favorable a cierto tipo de operaciones de *private equity* en la legislación peruana. Sería recomendable que el análisis legal pueda ser mucho más directo y que, además, pueda contemplar otro tipo de estructuras de *private equity*.

Buena parte del presente y del futuro cercano del mundo de las fusiones y adquisiciones se encuentra en manos de la industria de *private equity*; no hagamos que los costos de transacción, derivados de la incertidumbre de su tratamiento legal, genere que esta industria no pueda desarrollarse en el Perú, donde muchas empresas pequeñas y medianas tienen en las operaciones de *private equity* su puerta al crecimiento.