

THĒMIS

Revista de Derecho



Sergio Rodríguez Azuero • Fernando Zunzunegui • Diego Peschiera Mifflin
Anthony Ogus • Luis Pizarro Aranguren • José Antonio Payet Puccio
Salvador Sánchez-Terán • Robert Briner • Javier de Belaunde L. de R.
Alex Córdova Arce • Shoschana Zusman • Eva Ferrada Lavall • Todd Crider
Lawrence Lessig • Ismael Noya • Jorge Lazo • William W. Fisher III
Alberto Rebaza Torres • Luis E. Vargas Loayza • Andrés Pesaque Mujica
Rafael Corzo • Paul Castritius • Mauricio Balbi • Rafael Llosa Barrios
Paula Samper • Juan Pablo Olmedo • Martín Zapiola • Narghis Torres
Pierino Stucchi López Raygada • Juan Carlos de los Heros Echeopar

1965 - 2007



Vincent Van Gogh

Noche estrellada

Óleo sobre lienzo. 1889. 73'7 x 92'1 cm.

THĒMIS

Revista de Derecho



1965 - 2007

Hecho el Depósito Legal: 218-5035
ISSN 1810-9934
Lima, Agosto de 2007.

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

PRESENTACIÓN

Que nuestro país haya sido testigo de un crecimiento económico estable durante los últimos años no es producto de sucesivos golpes de suerte, sino de una combinación de factores sociales, políticos, económicos y legales que han dado pie a la generación de un ambiente de confianza en el Perú. Como abogados, somos los partícipes más comprometidos con el desarrollo del país, a través de la asesoría en el financiamiento e implementación de proyectos de gran envergadura.

Años atrás hubiese sido impensable realizar una inversión en el Perú sin temer por las consecuencias que la inestabilidad política podría tener sobre dichas inversiones. Hoy, muy por el contrario, el Perú se vuelve a posicionar como un destino tentador frente a potenciales inversionistas que buscan colocar su capital alrededor del mundo.

*Tomando en consideración lo anterior, y conscientes de la gran relevancia que ha adquirido el Derecho financiero en los últimos años, THEMIS-Revista de Derecho, comprometida siempre con la difusión de los temas más trascendentes de actualidad, dedica el Tema Central de su edición 54 a las **Finanzas Corporativas**. Pero, ¿por qué denominarla así? Porque el contenido de esta revista va más allá de la simple descripción y comentario de las normas financieras, para sumergirse en un análisis casuístico que sirva como guía al abogado que participe de una “decisión de financiamiento o inversión”. Por supuesto, fieles a nuestro estilo, los artículos del presente número pretenden tener un carácter práctico y didáctico.*

Reuniendo a algunos de los más selectos abogados peruanos sobre la materia, y con la participación de expertos extranjeros de la talla de Sergio Rodríguez Azuero, Fernando Zunzunegui, Salvador Sánchez-Terán y Eva Ferrada, se realiza un análisis completo del mundo de las finanzas corporativas, recorriendo la regulación de sus aspectos financieros y tributarios; el financiamiento bancario, y el mercado de valores; donde se tocan temas que van desde project finance hasta instrumentos financieros derivados, pasando por una larga lista que incluye a las microfinanzas, quizá el tema financiero de mayor y más importante crecimiento actual.

Así pues, el recorrido por las finanzas corporativas que se hace en la presente edición es útil no sólo para abogados experimentados en la materia, sino que sirve de guía para el no-iniciado, pues el nivel de claridad de los artículos le permitirá al lector neófito en el tema entender el mundo de las finanzas corporativas y su relación con el Derecho financiero.

Pero además de la sección del Tema Central, pueden encontrarse las secciones tradicionales de Misceláneas, Entrevistas y Mesa Redonda, cada una de las cuales guarda la calidad que nos caracteriza. En la sección de Misceláneas, encontraremos un artículo imperdible sobre regulación escrito por Anthony Ogus, además de un excelente artículo sobre competencia desleal. La sección de entrevistas, como ya es costumbre, presenta a reconocidos expertos extranjeros, siempre sobre materias de relevancia actual. Por su parte, la sección Mesa Redonda toca el tema del trabajo pro bono, como parte de un movimiento continental de lucha contra la pobreza legal al que fuimos invitados a colaborar y que promovemos con nuestra comisión de Desarrollo Social.

*Como conclusión de esta presentación, que resume de forma somera nuestra edición 54, quisiera referirme a la nueva sección que THEMIS-Revista de Derecho se enorgullece en presentar a sus lectores: **Destrezas Legales**. Si algo caracteriza a la Asociación Civil THEMIS, es su constante capacidad innovadora, y una vez más, tal como hace algunos años se hiciese con el Análisis Económico del Derecho, nos comprometemos con la difusión de una descuidada, pero importantísima, materia; porque el mejor abogado no sólo es el que más sabe, sino el que mejor se desempeña como tal. Nuestra profesión no puede limitarse a los conocimientos del Derecho; existen otros factores que se nos exige tomar en cuenta, pues, querámoslo o no, trabajamos en una profesión donde interactuamos con la gente: el cliente, la contraparte, el juez, etcétera. Por ello, con el lanzamiento de esta nueva sección, y gracias a la colaboración de Shoshana Zusan, esperamos impulsar la popularidad de tan importante requisito para la formación del buen abogado, manteniendo viva la ilusión de lograr nuestro objetivo en un futuro próximo e invitando al lector a unirse a él.*

Agosto de 2007

EL DIRECTOR

THEMIS

Revista de Derecho

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

CONSEJO DIRECTIVO

Carmen María Accinelli Obando (Gestión)
Luis Eduardo Aliaga Blanco (Financiamiento)
Mario Fernando Drago Alfaro (Contenido)
Daniel Flores Consiglieri (Actualidad Jurídica)
Nicolás Galindo García (Marketing)
Carlos Glave Mavila (Desarrollo Social)
Eduardo Peláez Santillán (Proyección Académica)

MIEMBROS ACTIVOS

Actualidad Jurídica

Bruno Giusti Díaz
Agustín Grández Mariño
Alvaro Palao Carrera
Alejandra Uribe del Águila

Contenido

María José Higuera Chicot
Miguel Morachimo Rodríguez
Juan Manuel Pazos Aurich
Ernesto Soto Chávez
Bruno Zanolio Maggiolo

Desarrollo Social

Costanza Borea Rieckhof
Martín Sotero Garzón
Aarón Verona Badajoz

Financiamiento

Patricio Ato del Avellanal Carrera
Pamela Battifora del Pozo

Oscar Daniel del Valle Salinas
Andrea Domínguez Noriega
Giuseppe Marzullo Carranza
Pablo Mori Bregante

Gestión

Patricia Casaverde Rodríguez
María Gracia Saénz González
Pedro Mario Vera Ortiz

Marketing

Mariana Delgado Zeppilli
Carlos Rojas Klauer
Carmen María Villarán Ascenzo

Proyección Académica

Mayra Bryce Alberti
Evelyn Castro Ramos
Giuseppe Gallucio Tonder
Vladimir Popov

COMITÉ CONSULTIVO

Jorge Avendaño Valdez
Javier de Belaunde López de Romaña
Carlos Cárdenas Quirós
Robert D. Cooter
Francisco Eguiguren Praeli
Carlos Fernández Sessarego
Baldo Kresalja Rosselló

Elvira Méndez Chang
Juan Monroy Gálvez
Javier Neves Mujica
Richard A. Posner
George L. Priest
Manuel de la Puente y Lavalle †
Fernando de Trazegnies Granda

THEMIS-Revista de Derecho no comparte necesariamente las opiniones vertidas por los
autores y entrevistados en la presente edición

Asociación Civil **THEMIS**

Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú

Teléfono: 626-2000 anexo 5391

Correo electrónico: themis@pucp.edu.pe

<http://www.revistathemis.com>

TEMA CENTRAL: FINANZAS CORPORATIVAS

<i>Andrés Pesaque Mujica</i> Operaciones de Financiamiento en el Perú: un repaso general a la luz de los principios básicos de las finanzas corporativas	7
<i>Ismael Noya de la Piedra y Juan Carlos de los Heros Eche copar</i> Para entender el <i>project finance</i>	33
<i>Sergio Rodríguez Azuero</i> La ley francesa sobre fiducia y su relación con la fiducia en Colombia	49
<i>Diego Peschiera Mifflin</i> Contrato de sindicación de crédito	61
<i>Fernando Zunzunegui</i> Del <i>Netting</i> a las garantías financieras	73
<i>Luis Pizarro Aranguren y Luis E. Vargas Loayza</i> La ley de la garantía mobiliaria mato a la garantía flotante en el Perú: la experiencia inglesa nos pueda ayudar a resucitarla	85
<i>Alberto Rebaza Torres</i> Las fusiones y adquisiciones de empresas: a propósito de la proliferación de los fondos de inversión	101
<i>Alex Córdova Arce</i> Mercado de capitales e impuesto a la renta	113
<i>José Antonio Payet Puccio</i> Fusiones, adquisiciones y la información en el mercado de valores	135
<i>Jorge Lazo Navarro</i> Una visión general sobre la titulización de activos en el Perú	177
<i>Rafael Corzo de la Colina y Mauricio Balbi Bustamante</i> Los instrumentos financieros derivados: ¿qué son, para qué sirven y cómo funcionan?	205
<i>Paul Castritius Mendoza</i> Últimas tendencias en la regulación del mercado de instrumentos financieros: sus efectos sobre la forma de estructurar operaciones y la eficiencia del sistema financiero	227
<i>Salvador Sánchez-Terán Sánchez-Arjona y Eva Ferrada Lavall</i> Cuotas participativas de cajas de ahorro españolas: un nuevo (y nonato) instrumento financiero	239
<i>Rafael Llosa Barrios</i> La importancia de las microfinanzas, el microcrédito y los empresarios de la microempresa	253
<i>Narghis Torres Pérez</i> Regulando por estándares: el estándar del inversionista razonable en el mercado de valores	261

MISCELÁNEA

Anthony Ogus
Estructuras e instituciones regulatorias 273

Pierino Stucchi López Raygada
La cláusula general como elemento esencial en la configuración de los actos de competencia desleal enunciados y no enunciados 287

ENTREVISTAS

Robert Briner
Panorama y tendencias del arbitraje internacional 309

William W. Fisher III y Lawrence Lessig
Creative Commons: una respuesta legal frente a los desafíos de los derechos de autor en la sociedad de la información 315

NUEVA SECCIÓN: DESTREZAS LEGALES

Shoschana Zusman Tinman
El "arte" de entrevistar y de aconsejar 321

MESA REDONDA

Todd Crider, Paula Samper Salazar, Javier de Belaunde L. de R., Juan Pablo Olmedo Bustos Y Martín Zapiola Guerrico
...Y se hizo la luz... Una solución al problema del acceso a la justicia: la declaración de trabajo *pro bono* para el continente americano y su implementación 343

OPERACIONES DE FINANCIAMIENTO EN EL PERÚ: UN REPASO GENERAL A LA LUZ DE LOS PRINCIPIOS BÁSICOS DE LAS FINANZAS CORPORATIVAS*

Andrés Pesaque Mujica**

La función del abogado en las operaciones financieras se ha ido sofisticando durante los últimos años. La participación de capitales extranjeros y el siempre impredecible riesgo del mercado, entre otros factores, han llevado a los principales agentes financieros a necesitar de la asesoría de abogados que, además de conocimientos jurídicos, cuenten también con nociones básicas de contabilidad y finanzas.

Cuestiones como la adecuada lectura de los Estados Financieros, el análisis de las principales ratios, el valor del tiempo y el riesgo en las transacciones, así como la estructura del capital dentro de la empresa, son analizadas en forma práctica a través de la revisión de nuestra legislación en la materia. Así, el autor nos otorga una guía importantísima para no perdernos a lo largo de esta edición de THEMIS-Revista de Derecho. Para quien pretenda iniciarse en el tema, su lectura es obligatoria.

* El autor agradece a Eduardo López por sus comentarios y críticas durante la elaboración del presente artículo.

** Abogado del Estudio Rodrigo, Elías & Medrano.

I. INTRODUCCIÓN Y DELIMITACIÓN DEL ENFOQUE

En el transcurso de los últimos años, las operaciones financieras en el Perú han cobrado un mayor grado de sofisticación, y la demanda por asesoría jurídica especializada en ese rubro se ha incrementado notoriamente. La proliferación de transacciones financieras “transfronterizas” ha impulsado a los estudios de abogados a contar con equipos calificados según los rigurosos estándares internacionales, e incluso, según lo demuestra la experiencia reciente, la adaptación del mercado de servicios legales a este fenómeno ha determinado la aparición de algunos estudios enfocados principalmente en la asesoría jurídica en temas concernientes a las finanzas corporativas (las llamadas “boutiques financieras”).

La tarea del abogado en las transacciones financieras puede implicar la asesoría tanto de la parte interesada en conseguir financiamiento (sea para un proyecto en particular o para sus operaciones en general) o de la parte interesada en otorgar el mismo. Sin embargo, la diversidad de las transacciones financieras no se agota en esta suerte de dicotomía proveedor de recursos/receptor de recursos, en donde fácilmente se puede identificar un agente superavitario y un agente deficitario¹. La creciente oferta de productos financieros extranjeros, no necesariamente emitidos para atender un déficit de recursos líquidos², sino con miras a satisfacer una finalidad de especulación o de inversión (generalmente ofertados a inversionistas institucionales, dentro de los que se destacan las Administradoras de Fondos de Pensiones –en adelante, “AFP”–), así como la celebración de operaciones de cobertura de riesgos a través del uso de instrumentos financieros derivados, son prueba de que la clásica dicotomía señalada anteriormente no puede ser trasladada de manera artificiosa a toda operación financiera.

Naturalmente, temas concernientes a más de una disciplina del derecho se encuentran involucrados en operaciones de la naturaleza antes mencionada, por lo que es común que la labor del equipo de finanzas corporativas se vea complementado por

el apoyo de especialistas en Derecho Tributario o en la regulación de ciertos sectores como electricidad, telecomunicaciones, infraestructura de transportes (lo cual se hace especialmente patente en el “financiamiento de proyectos”). Todo ello, más allá de la tarea que puedan desempeñar los asesores financieros y contables de los clientes, quienes, por el rigor de su especialidad, están encargados del análisis de rentabilidad o de solvencia como pasos previos a la estructuración y ejecución de una operación.

Lo afirmado en el párrafo precedente no excluye que el equipo de finanzas corporativas deba manejar ciertos conceptos mínimos o básicos de contabilidad y finanzas, dentro de los que se podrían mencionar de manera enunciativa: la posibilidad de dar una lectura adecuada a los Estados Financieros de una empresa, incluyendo la identificación de las partidas contables y de ciertas ratios financieras; la relación entre tiempo y riesgo con el rendimiento de una inversión; las nociones de valor futuro y valor presente neto de una inversión; distinguir entre el uso de derivados para fines de cobertura respecto del uso de los mismos para fines de especulación, etcétera.

Este artículo tiene como pretensión la de poder ofrecer al lector no familiarizado con las finanzas corporativas y las transacciones financieras una visión macro de lo que constituyen los principios básicos de la disciplina, así como la manera en pueden relacionarse los mismos con las transacciones más comunes en nuestro mercado. Para tales efectos, se realizará un repaso superficial de la legislación y regulación local aplicable a las mencionadas transacciones. Cabe advertir que, atendiendo a la extensión y particularidad del enfoque de este artículo, no nos detendremos ante problemas específicos que puedan relacionarse con la estructuración y ejecución de una transacción específica.

1.1. Definición y función de las finanzas corporativas

La disciplina de las finanzas corporativas se enfoca principalmente en las decisiones de inversión (*capital budgeting decision*) de un negocio en

¹ “Agente Superavitario.- Es el agente económico que es propietario (titular) de excedentes de liquidez que son potencialmente prestables (...) Agente”. CASTELLARES AGUILAR, Rolando y otros. “El ABC del Mercado de Capitales”. Lima: Centro de Estudios de Mercado de Capitales y Financiero. 1998. p.156.

² Para efectos de entender qué constituyen recursos o activos líquidos, resulta relevante remitirnos a la siguiente cita: “Los bienes en forma de dinero tienen una característica única; pueden ser intercambiados directamente por otro activo, bienes o servicios. Aunque no constituye la única forma de riqueza intercambiable, el dinero es una de las más aceptadas. Este atributo del dinero se conoce como liquidez. Un activo es líquido cuando puede ser fácilmente intercambiado por un bien o servicios sin altos costos de transacción, y con relativa seguridad en cuanto a su valor nominal”. MILLER, Roger y Robert PULSINELLI. “Moneda y Banca”. Segunda Edición. Bogotá: Mc-Graw Hill. 1975. p.15.

particular y en la forma cómo se obtienen recursos para financiar dichas inversiones, o, dicho de otro modo, en la decisión de financiamiento (*financing decision*)³. Debe advertirse que, si bien las decisiones antes mencionadas guardan una suerte de cronología en el sentido de que la decisión de inversión antecede a la decisión de financiamiento, una y otra se encuentran mutuamente implicadas.

Complementando la idea introducida en el párrafo anterior, puede afirmarse que la fuente de financiamiento que el agente deficitario toma, siempre deberá atender al tipo de operaciones o proyectos que éste realice⁴.

Es reconocido que quien soporta la responsabilidad de tomar las decisiones antes mencionadas es el gerente de finanzas⁵ del negocio (conocido también como CFO, por sus siglas en inglés: *chief financial officer*). Naturalmente, en esta fase la injerencia del abogado es mínima, ya que el mismo sólo es llamado a intervenir una vez que la decisión de inversión o de financiamiento ha sido tomada (dependiendo de si está asesorando al agente superavitario o deficitario). Es así como los estudios de abogados intervienen en: los procesos de auditoría legal (*due diligence*) para efectos de poder identificar todos los riesgos relevantes para el cálculo de la tasa de retorno del financiamiento (o incluso para la viabilidad del mismo); el diseño de los contratos involucrados en la estructura de la operación; en lidiar con las autoridades locales en la medida que ello sea necesario, y en la absolución de consultas relacionadas con la aplicación de la legislación local a la estructura diseñada para el proyecto.

Hasta este punto sólo nos hemos enfocado en un factor a ser tomado en cuenta a la hora de tomar la decisión de financiamiento, el cual está estrictamente relacionado con la decisión de inversión. No obstante, debe tenerse presente que aquél no es suficiente, ya que no toma en cuenta la marcha del negocio específico que requiere ser financiado ni la situación financiera del mismo en un momento dado (siempre tomando como base comparativa empresas del mismo rubro o ejercicios pasados de la empresa analizada). Estos otros factores también deben ser considerados como fuentes de riesgo y por tanto tendrán un impacto en el rendimiento de la inversión (visto del lado del agente superavitario) o en el costo de capital (visto del lado del agente deficitario), según veremos con mayor detalle en las secciones siguientes.

Conviene ahora destacar las tres formas básicas de financiamiento externo a las que puede recurrir una empresa: (i) emisión de acciones (financiamiento vía capital); (ii) emisión de instrumentos de deuda o contratos de préstamo (deuda a largo plazo); y, (iii) cuentas comerciales y deuda a corto plazo.

Junto a las fuentes de financiamiento externo también existe una fuente que llamaremos “interna” (al provenir los recursos líquidos de la misma empresa), que consiste en la aplicación de utilidades retenidas.

Como veremos más adelante, el financiarse por uno u otro medio tiene repercusiones distintas. Los accionistas, los prestamistas a corto plazo y los prestamistas a largo plazo dan lecturas distintas a los Estados Financieros de una empre-

³ “Las inversiones de una empresa son principalmente las llamadas inversiones reales y tangibles como maquinaria, edificaciones y capital de trabajo (cuentas por cobrar, cuentas por pagar, inventarios, efectivo). También existen inversiones reales intangibles como la experticia técnica del personal, patentes y marcas de fábrica. Los fondos necesarios para poder financiar estas inversiones provienen de la venta de instrumentos financieros por parte de la empresa, tales como préstamos bancarios, bonos y acciones”. SABAL, Jaime. “Introducción a las Finanzas Corporativas”. En: www.sabalonline.com/website/uploads/Introd_2.pdf. p. 1. En la misma línea, Richard Brealey, Stewart Myers y Alan Marcus comentan lo siguiente: “To carry on business, companies need an almost endless variety of real assets. Many of these assets are tangible, such as machinery, factories, and offices; others are intangible, such as technical expertise, trademarks, and patents. All of them must be paid for. To obtain the necessary money, the company sells financial assets, or securities, to investors (...).”. BREALEY, Richard; MYERS, Stewart y ALAN MARCUS. “Fundamentals of Corporate Finance”. Cuarta edición. Mc Graw Hill. 2004. p. 6.

⁴ En este sentido, se debe estar en la posibilidad de identificar aquellas inversiones cuyo retorno es de lenta maduración (caso típico de proyectos donde se ve involucrada una fase pre-operativa prolongada); aquellas que una vez en marcha generan flujos de caja estables, así como aquellas que no lo hacen (pudiendo depender ello de factores estacionales, competencia en el mercado, entre otros); aquellas inversiones en donde el activo fijo tangible tendrá protagonismo, así como aquellas donde el principal activo es la capacidad intelectual del titular del negocio (el caso del ejercicio de profesiones, ciencias o la industria de la tecnología), etcétera. Podríamos plantear muchos otros ejemplos, pero lo que nos importa destacar es que dependiendo de la decisión de inversión, la predictibilidad e inmediatez en la obtención de recursos líquidos o caja variará, y atender a ello es un punto fundamental, mas no suficiente para tomar la decisión de financiamiento.

⁵ “El gerente de finanzas es quien intermedia entre las fuentes de los fondos y su destino. Su misión es lograr que el rendimiento de las inversiones sea suficiente para sufragar el costo de los instrumentos financieros emitidos por la empresa. De manera que los dos principales problemas del gerente de finanzas son: a) ¿en qué debe la empresa invertir?, b) ¿cómo deben ser financiadas dichas inversiones?”. SABAL, Jaime. “Introducción a las Finanzas Corporativas”. En: www.sabalonline.com/website/uploads/Introd_2.pdf.

sa; además su expectativa de retorno no será la misma (nuevamente, por una distinta exposición al riesgo). Por otro lado, al momento de aplicarse utilidades retenidas para financiar operaciones o un proyecto específico en lugar de distribuirlas entre los accionistas, entran a tallar otros factores. En suma, y como veremos posteriormente, constituye un axioma de las finanzas corporativas modernas que la forma cómo decida financiarse una empresa tendrá una repercusión en el valor de la misma.

Finalmente, antes de acabar esta primera sección debemos precisar que las premisas y ejemplos a ser tratados a lo largo del artículo parten del supuesto de que la empresa a ser financiada cuenta con una pluralidad de sujetos, tanto a nivel de propiedad como a nivel de gestión, y con responsabilidad limitada⁶.

1.2. Análisis de estados financieros

Bajo esta sección nos interesa tratar sobre las principales razones o ratios financieras⁷ e identificar cuáles serán tomadas en cuenta por los proveedores de financiamiento externo según su condición (proveedores de deuda a corto plazo, proveedores de deuda a largo plazo y proveedores de capital)⁸.

Antes de clasificar los tipos de ratios financieras que existen, describiremos a grandes rasgos cuáles son los intereses de los distintos proveedores de financiamiento, para luego determinar en qué partidas contables podría estar enfocada su atención (y por ende en qué ratios financieras).

Los acreedores comerciales analizan en primer lugar la liquidez de una empresa en la medida en que sus acreencias tienen un vencimiento a corto plazo. Los proveedores de deuda a largo plazo (bonistas y acreedores financieros) centran su atención en la estructura de capital de la empresa y en la capacidad de la empresa de generar un flujo de efectivo a través de un periodo prolongado. A los accionistas les interesa la rentabilidad de la empresa, esto es, los dividendos actuales y futuros.

El hecho de recurrir a una vía de financiamiento u otra depende de muchos factores, los mismos que serán revisados con mayor detenimiento cuando repasemos la noción de estructura de capital; no obstante, podemos echar un vistazo a algunos factores que influyen en las necesidades de financiamiento de una empresa. Entre otros, deben tenerse presente las necesidades de fondos de una empresa⁹; se debe atender a su situación financiera y a su rentabilidad¹⁰; y se debe hacer un análisis de los riesgos del negocio¹¹.

Como habíamos mencionado anteriormente, al momento de tomar la decisión de inversión se debe de tener en cuenta que los negocios no están sujetos a un mismo grado de predictibilidad o estabilidad en la generación de flujos de efectivo. En tal sentido, hay industrias que son concebidas como más riesgosas que otras y tienden a generar mayores problemas de liquidez. Así, las industrias sujetas a ciclos de recesión y de bonanza, industrias sujetas a ciclos productivos, industrias sujetas a la preferencia coyuntural de los consumidores (moda, tecnología, etcétera) son concebidas como ejemplos de negocios riesgosos.

⁶ Es cierto que las empresas o formas de asociación que no gozan del blindaje de la responsabilidad limitada e incluso los negocios unipersonales (sea que tengan responsabilidad limitada o no) también tienen necesidades de financiamiento; no obstante, las particulares características de estos negocios distorsionan la aplicación rigurosa de algunos conceptos que trataremos más adelante, tales como el riesgo de insolvencia y los costos de agencia.

⁷ Una ratio financiera es un índice que resulta de la comparación de dos cifras correspondientes a distintas partidas contables, en donde una cifra fungirá como numerador y otra cifra como denominador.

⁸ Para información complementaria sobre el particular referirse al capítulo 17 de "Fundamentals of Corporate Finance", cuarta edición, escrito por Richard Brealy, Stewart Myers y Alan Marcus y al capítulo 6 de "Fundamentos de Administración Financiera", octava edición, escrito por James Van Horne y Jhon Wachovicz Jr.

⁹ En este nivel cabe hacerse preguntas como ¿cuánto se necesita? y ¿con qué periodicidad se necesita? Por dar un ejemplo, montos poco significativos y sujetos a factores estacionales apuntan al financiamiento a corto plazo con proveedores comerciales como la fuente a ser elegida.

¹⁰ En este nivel resulta pertinente hacerse preguntas como ¿con qué tanta liquidez cuenta la empresa? y ¿qué tanta rentabilidad tiene la empresa? Como ejemplo, puede afirmarse que aquellas empresas que disponen de recursos líquidos (y que esperan hacerlo por un periodo prolongado) deberían optar por financiarse con deuda a largo plazo. Por otro lado, el análisis de rentabilidad es algo que concierne más a los potenciales accionistas en la medida en que a través del mismo se puede determinar con qué tanta eficiencia la empresa emplea sus activos para generar ventas.

¹¹ Este nivel de análisis está relacionado con la decisión de inversión que, como vimos actualmente, no se discute su vinculación con la decisión de financiamiento. Resulta oportuno entonces hacerse preguntas como ¿qué tantas probabilidades existen de que el resultado esperado de la inversión efectivamente se produzca? y ¿qué tan estables pueden ser los flujos de caja a ser generados por el negocio en marcha? Podemos mencionar, a manera de ejemplo, que los negocios más riesgosos o en donde no se espera generar un flujo de caja estable deberían ser financiados vía capital, en la medida en que ello no implica el repago del principal más el rendimiento esperado sujeto a un cronograma poco flexible.

1.2.1. Clasificación general de las razones financieras

Las razones financieras (o ratios financieros) son clasificadas bajo los rubros de “estáticas”, “estático-dinámicas” y “dinámicas”, según involucren exclusivamente partidas del Balance General, del Estado de Ganancias y Pérdidas o una combinación de ambas.

Se dice que el Balance General muestra la situación de una empresa en un momento determinado, es decir, muestra los elementos que le dan valor a una empresa (activos), cuánto la empresa le debe a terceros (pasivos) y cuánto le debe a sus accionistas (capital). Las razones estáticas combinan dos partidas del Balance General, o lo que es igual, dos partidas de “acción” y muestran un aspecto específico de la condición financiera de la empresa en punto determinado del tiempo.

El Estado de Ganancias y Pérdidas muestra el desempeño de una empresa durante un periodo determinado de tiempo (un ejercicio). Las razones dinámicas son aquellas que involucran exclusivamente partidas del Estado de Ganancias y Pérdidas, o partidas de “flujo”, y sirven para obtener un muestreo del desempeño de la empresa en un aspecto específico.

Por otro lado, las razones estático-dinámicas combinan una partida de flujo como numerador y una partida de acción como denominador. A través de esta combinación puede apreciarse, por ejemplo, la eficiencia con la que una empresa emplea sus activos (el caso típico de las ratios de actividad).

Debe tenerse en cuenta que ninguna ratio financiera llega a ser realmente informativa si se considera de manera aislada, por lo que su lectura implica una comparación con los indicadores de otras empresas que compitan en la misma industria o ratios obtenidas en ejercicios pasados.

1.2.2. Razones estáticas

Dentro de las razones estáticas destacan las (i) razones de liquidez y (ii) las razones de apalancamiento¹². Las razones de liquidez muestran

la habilidad que tiene una empresa de solventar sus obligaciones a corto plazo, por lo que resultan particularmente relevantes para los acreedores comerciales. Las razones de apalancamiento muestran la importancia que tiene la deuda en relación con el capital accionario o en relación con el financiamiento de la adquisición de activos.

1.2.2.1. Razones de liquidez

a. Razón del activo circulante

Implica dividir el valor agregado del activo circulante o corriente entre el valor agregado del pasivo circulante o corriente¹³. Esta razón sirve para analizar lo que tiene una empresa para afrontar sus obligaciones financieras a corto plazo con sus activos corrientes.

$$x = \frac{\text{Activo Circulante}}{\text{Pasivo Circulante}}$$

b. Razón de la prueba de ácido

Representa una ecuación similar a la razón del activo circulante donde sólo cambia una variable. Para obtener esta ratio, debe restarse del activo corriente el valor del inventario (esto es, la mercancía o las existencias), y el producto de ello dividirse por el pasivo corriente. Esta ratio busca analizar la capacidad de una empresa de atender a su deuda de corto plazo con sus activos más líquidos y reconoce que el vender las existencias puede tomar algún tiempo. Esto es particularmente relevante para aquellos negocios cuyo ciclo operativo es relativamente lento (es decir, cuando el inventario tarda en ser colocado y totalmente repuesto). Se puede mencionar como ejemplo de ello a los negocios dedicados a la fabricación de maquinaria industrial.

$$x = \frac{\text{Activo Circulante} - \text{Inventario}}{\text{Pasivo Circulante}}$$

1.2.2.2. Razones de apalancamiento

a. Razón deuda patrimonio (*debt/equity*)

La ratio deuda patrimonio, también conocida como ratio *debt/equity* o ratio de apalancamiento,

¹² El término “apalancamiento” hace alusión a la asunción de deuda como fuente de financiamiento.

¹³ Los activos circulantes o corrientes son aquellos que pueden ser realizados o convertidos en dinero en un plazo menor a un año. Ejemplos de ello son el efectivo y los equivalentes a efectivo, dentro de los que se destaca al inventario y a las cuentas por cobrar a corto plazo. Los pasivos circulantes o corrientes son aquellas obligaciones que deben ser descargadas o repagadas en un plazo menor a un año. En buena cuenta, constituye la deuda a corto plazo de la empresa.

es una de las ratios más populares o utilizadas en los contratos de financiamiento. Normalmente, suele estipularse como obligación negativa (*negative covenants*) en los contratos de financiamiento a largo plazo, en donde el tomador de deuda estará impedido de aumentar su ratio de apalancamiento por encima de un nivel determinado. Por lo anterior, aquél puede ser uno de los conceptos contables con los que el abogado especializado en finanzas corporativas tendrá que lidiar con mayor frecuencia en su ejercicio profesional.

Esta ratio relaciona el pasivo total de una empresa (como numerador) con el capital contable de la misma (como denominador) para ver en qué medida dicha empresa está financiada vía deuda y en qué medida lo está vía capital. Cuando se menciona que una empresa se encuentra “más apalancada” quiere decir que su estructura de capital está compuesta de manera preponderante por deuda. Esta ratio es particularmente relevante para los proveedores de deuda a largo plazo, ya que muestra cuál es el riesgo financiero o riesgo de quiebra de un negocio (conceptos que serán tratados con mayor detenimiento en la sección referida a estructura de capital). Mientras más deuda tome una empresa, más probabilidades tendrá de devenir insolvente.

$$x = \frac{\text{Pasivo Total}}{\text{Capital Contable}}$$

b. Razón de deuda a activos totales

La ratio de deuda a activos totales indica qué porcentaje de los activos de la empresa se sustentan mediante deuda. En otras palabras, esta ratio responde la siguiente pregunta: ¿qué tanto apalancamiento ha debido utilizar la empresa para adquirir sus activos? Esta ratio puede ser relevante en un escenario de liquidación en donde se tiene interés en calcular cuánto habrá de corresponder a los acreedores y cuánto a los accionistas en caso los activos se realicen a su valor de reposición¹⁴.

$$x = \frac{\text{Deuda Total}}{\text{Activos Totales}}$$

1.2.3. Razones dinámicas

Dentro de las razones dinámicas podemos destacar: (i) las razones de cobertura que ofrecen información sobre cómo la empresa hace frente a sus cargos financieros; (ii) las razones de actividad que miden qué tan exitosamente o eficientemente una empresa utiliza y maneja sus activos; y, (iii) las razones de rentabilidad que están destinadas a examinar qué tanta rentabilidad genera la operación de la empresa.

1.2.3.1. Razones de cobertura

La ratio de cobertura de intereses mide la capacidad de atender el servicio de deuda de una empresa con los flujos de caja que esta genera. No se debe confundir esta ratio con las ratios de liquidez o apalancamiento, que miden la capacidad de una empresa de atender sus obligaciones financieras con los recursos que posee en un momento dado. La ratio de cobertura de deuda ofrece información sobre la facilidad de atender un cronograma de pagos con los ingresos de caja que se generan durante un periodo determinado.

Esta ratio debería ser un complemento de la ratio de deuda-patrimonio y, de hecho, es frecuente encontrar referencias a la misma en obligaciones contractuales relacionadas con financiamientos a largo plazo. La ratio de deuda-patrimonio (al ser una ratio estática) sólo ofrece información parcial sobre la carga financiera que soporta una empresa. No obstante, se requiere de la ratio de cobertura de intereses para determinar si la empresa bajo análisis está en posibilidades de atender dicha carga con sus flujos de caja, o si por el contrario la carga excede la capacidad de la empresa. La ratio de cobertura de intereses se calcula dividiendo la utilidad antes de intereses e impuestos (EBIT por sus siglas en inglés: *earnings before interests and taxes*) por el importe correspondiente al acumulado de intereses a ser pagados en un ejercicio.

¹⁴ El valor de reposición o de reemplazo de un activo no debe ser confundido con su valor en libros. El valor de libros o valor contable no suele reflejar el valor de mercado de un activo (sobre todo de los activos fijos) en la medida en que aquél incorpora el cargo por depreciación o amortización (dependiendo de si trata de un bien tangible o intangible). Siendo así para la contabilidad, un activo, luego de agotada su vida útil, tendrá valor 0 (cero). Esto naturalmente dista de la realidad. Un activo puede tener “chances” de ser recolocado a otro fin productivo y en la medida en que ello sea así, tendrá valor en el mercado. El valor de reposición es entonces el valor de mercado de un activo que puede ser recolocado a otro fin productivo. Ver: FERRERO, Guillermo. “Aspectos Económicos y Financieros de las Fusiones en el Perú” En: *Advocatus* 9. p. 321.

$$x = \frac{\text{EBIT}}{\text{Gasto por intereses}}$$

1.2.3.2. Razones de actividad

Las razones de actividad miden la eficiencia o éxito con el que una empresa emplea o maneja sus activos para generar ingresos. Destacaremos dos por su importancia: (i) ratio de cambio de las cuentas por cobrar y (ii) ratio de rotación del activo total.

a. Ratio de cambio de las cuentas por cobrar

Esta ratio, que contrapesa el valor de las ventas anuales a crédito con el valor de las ventas aún por cobrar, actúa como indicador de la eficiencia que tiene la empresa en la cobranza de sus acreencias. Una empresa puede tener éxito en colocar los productos o servicios que constituyen su oferta, lo cual puede dar lugar a que se proyecte un flujo de caja estable, no obstante, una política de cobranza poco agresiva (en caso las ventas se hagan a crédito) puede dar lugar a que la empresa cuente con menos ingresos de caja que los que se habían proyectado. Esta razón es particularmente útil en aquellas operaciones de financiamiento que son garantizadas con fideicomisos sobre flujos futuros. La mayor o menor eficiencia del tomador de fondos de poder hacer líquidas sus cuentas por cobrar podría afectar el valor de la garantía.

$$x = \frac{\text{Ventas anuales a crédito}}{\text{Ventas por cobrar}}$$

b. Ratio de rotación del activo total

La ratio de rotación del activo total contrapesa las ventas netas con los activos totales de una empresa y sirve para indicar la capacidad o facilidad que puede tener una empresa para lograr que su inventario cumpla su ciclo de producción más veces durante un ejercicio (lo que es llamado también cambio del activo total y que implica la disposición del íntegro de las existencias ingresadas a la contabilidad de la empresa en un momento dado. Este modelo no se predica respecto de negocios que consisten en la provisión de servicios). Por ello, se dice que esta ratio mide la eficiencia para generar ventas con los activos.

$$x = \frac{\text{Ventas netas}}{\text{Activos totales}}$$

1.2.3.3. Razones de rentabilidad

Las ratios de rentabilidad que analizaremos primero son aquellas que relacionan partidas de flujo exclusivamente y que en ese sentido sirven para mostrar qué porcentaje de las ventas finalmente será atribuido a los titulares de la empresa (la rentabilidad). Estas ratios son limitadas en la medida en que no indican qué tanta inversión en activos debió mediar para obtener la rentabilidad (o dicho de otro modo, no muestra qué tan eficientemente fueron utilizados los activos de la empresa).

a. Margen de utilidad bruta

Esta ratio sólo toma en cuenta como variable de la ecuación el costo de las mercancías vendidas.

$$x = \frac{\text{Ventas brutas} - \text{Costo de mercancías vendidas}}{\text{Ventas Netas}}$$

b. Margen de utilidad neta

Esta ratio considera los gastos del ejercicio y los impuestos aplicables como variables de la ecuación.

$$x = \frac{\text{Utilidad neta después de impuestos}}{\text{Ventas Netas}}$$

1.2.4. Razones estático-dinámicas

1.2.4.1. Rentabilidad en relación con la inversión

La ratio de rentabilidad en relación con la inversión (ROI por sus siglas en inglés: *return on investment*) ofrece información más completa que las ratios de actividad y las ratios de rentabilidad basadas exclusivamente en partidas de flujo en la medida en que representa una combinación de ambas. El ROI muestra no sólo el ingreso neto (de todo gasto e impuesto) por dólar (u otra unidad monetaria de venta), sino la eficiencia con la que se manejaron los activos de la empresa para obtener dicho margen; es decir, cuánto debió ser invertido en activos para alcanzar ese resultado. Dicho de otro modo, el ROI indica cuál es el margen de rentabilidad por cada dólar invertido en activos.

$$x = \text{Margen de utilidad neta} \times \text{Rotación del activo total}$$

Lo que equivale a:

$$x = \frac{\text{Utilidad neta de impuestos}}{\text{Ventas Netas}} \times \frac{\text{Ventas Netas}}{\text{Activos totales}}$$

$$\text{ROI} = \frac{\text{Utilidad neta de impuestos}}{\text{Activos totales}}$$

1.2.4.2. Rendimiento sobre capital en acciones comunes

El ROI muestra cuál es el margen de rentabilidad por cada dólar invertido en activos, pero no distingue la fuente de la cual proviene dicho dólar. Es decir, el ROI no distingue si un dólar a ser invertido en activos proviene de deuda o si proviene de capital. El interés último de todo accionista o proveedor de capital es el de saber cuál será el retorno de cada dólar que invierta. La ratio de rendimiento sobre capital en acciones comunes (ROE por sus siglas en inglés: *return on equity*) es un indicador que sirve justamente para atender esa interrogante, en la medida en que toma como variable el multiplicador de capital en acciones comunes (que es el nombre que se le da a la contraposición entre activos totales y capital contable).

$x = \text{Margen neto de utilidad} \times \text{Cambio de activo total} \times \text{Multiplicador de K}$

O lo que es lo mismo:

$$x = \frac{\text{Utilidad neta de impuestos}}{\text{Ventas Netas}} \times \frac{\text{Ventas Netas}}{\text{Activos Totales}} \times \frac{\text{Activos Totales}}{\text{CapitalContable}}$$

$$\text{ROE} = \frac{\text{Utilidad neta de impuestos}}{\text{Capital contable}}$$

Las ratios de rentabilidad, particularmente el ROE, son más importantes para quienes invierten en capital que para quienes inviertan en deuda. Ahora, incluso el ROE no es tomado como la referencia última para calcular la rentabilidad de la inversión en acciones de una empresa (ya que sólo informa sobre las utilidades declaradas, pero no sobre las utilidades efectivamente distribuidas).

Los inversionistas suelen preferir la ratio precio-utilidades (PE por sus siglas en inglés: *price earnings*), que compara la cotización de las acciones (a modo de numerador) con las utilidades pagadas (a modo de denominador). Cuando dicha ratio es alta, refleja que, a pesar de que los ingresos por concepto de dividendos son bajos, el mercado percibe que la empresa va a generar flujos de caja positivos en el futuro (una conclusión que se puede obtener de ello es que las acciones están simplemente sobrevaloradas).

1.3. Valor del dinero en el tiempo¹⁵

La primera premisa clave en las finanzas corporativas según Brealy, Myers y Marcus es que un dólar el día de hoy vale más que un dólar el día de mañana. Ello implica que cuanto más tiempo demore el percibir el retorno de una inversión se exigirá una mayor tasa de retorno.

La premisa anterior se explica por el hecho de que el dólar con el que uno puede contar al día de hoy puede ser colocado en una inversión que genere un rendimiento. Siendo así, el día de mañana ese dólar tendrá más valor que un dólar que aún no ha sido colocado por el simple hecho de que estaría incorporando el rendimiento de la inversión.

Lo comentado en el párrafo precedente nos lleva a atender el concepto de valor futuro. El valor futuro representa la proyección del valor que tendría un monto de dinero determinado al final de un periodo durante el cual se aplicó una tasa de retorno. Cuando estamos ante inversiones en deuda, la fórmula para calcular el valor futuro puede variar según se aplique una tasa de interés simple o una tasa de interés compuesta (que da lugar a la capitalización de intereses al final de cada periodo anual).

VF con interés simple =
principal x tasa de interés (t) x número de años (n)

VF con interés compuesto = principal x (1 + t)ⁿ

El concepto de valor presente es útil para poder averiguar cuál es el monto que al día de hoy debo de invertir para obtener cierto retorno al día de mañana. Como puede advertirse, en este escenario el valor futuro es una variable dada y el valor del

¹⁵ Para información complementaria sobre el particular referirse al capítulo 7 de "Fundamentals of Corporate Finance", cuarta edición, escrito por Richard Brealy, Stuart Myers y Alan Marcus y al Capítulo 3 de "Fundamentos de Administración Financiera", octava edición, escrito por James Van Horne y Jhon Wachovitz Jr.

principal es la variable por encontrar. Lógicamente, la operación será la inversa al cálculo de valor futuro.

$$\text{VP con interés compuesto} = \frac{\text{VF}}{(1 + t)^n}$$

Bajo esta fórmula, la variable “t” representa la tasa de descuento. La tasa de descuento es, en buena cuenta, la tasa de interés o retorno que ofrece una inversión comparable a la analizada, que es combinada con el resto de variables conocidas para descontar el valor futuro de la inversión y traerlo a valor presente. En efecto, cuando se analiza la posibilidad de realizar una inversión, se toma como factor de descuento la tasa de retorno ofrecida por una inversión comparable en riesgo y rendimiento (para efectos de analizar un análisis de rentabilidad). Esta tasa de retorno es denominada comúnmente como costo de oportunidad, ya que representa los flujos de caja que una persona estaría perdiendo por dejar de tomar otra oportunidad de inversión.

Un último elemento que tiene que ver con la relación entre el tiempo y el valor del dinero está representado por el concepto de valor presente neto (en adelante, “VPN”), el cuál incorpora un examen de la rentabilidad de una inversión y por ende de conveniencia (nótese, sin embargo, que aún no hemos tomado al riesgo como un factor que incide en el rendimiento de una inversión). Para encontrar el VPN deben seguirse los siguientes pasos: (i) realizar la proyección de los flujos de efectivo futuros durante un periodo determinado “t” que coincidirá con la vida económica de la inversión; (ii) fijar una tasa de descuento apropiada; (iii) descontar los flujos de caja a valor presente; y, (iv) restar el costo inicial de la inversión y sumar el valor residual de la inversión (por ejemplo, activos que puedan tener valor de reposición). De ello se sigue entonces que:

$$\text{VPN} = \frac{\text{VF}}{(1 + t)^n} - \text{Costo Inicial} + \text{Valor Residual}$$

1.4. Riesgo y rendimiento¹⁶

La segunda premisa clave en las finanzas corporativas según Brealy, Myes y Marcus es que un dólar sin riesgo vale más que un dólar con riesgo. Ello implica

que contra más riesgoso sea el retorno de una inversión, se exigirá una mayor tasa de retorno.

El riesgo puede ser concebido como un aumento en la distribución de probabilidades de que se verifique en un resultado esperado. Es necesario tener una cabal comprensión de los siguientes conceptos: (i) rendimiento o retorno real (*realized return*); (ii) retorno esperado (*expected return*); y, (iii) valor esperado del rendimiento promedio (*expected value*).

El rendimiento o retorno real constituye un dato conocido que no incorpora el riesgo como una de sus variables. Este concepto abarca cualquier ingreso recibido por la inversión (intereses o utilidades) más cualquier cambio en la cotización de la posición en la que se ha invertido. El acumulado se divide entre el valor de mercado inicial de la inversión a fin de que el rendimiento se exprese como un porcentaje de aquél. El rendimiento o retorno real sirve para verificar la apreciación o depreciación de una posición en un periodo determinado de tiempo. Entonces, se tiene que:

$$\text{Retorno real} = \frac{\text{Ingresos Percibidos} + (\text{Precio Final} - \text{Precio Inicial})}{\text{Precio Inicial}}$$

El retorno esperado sí incorpora la consideración del riesgo y se expresa como la probabilidad ponderada de los posibles rendimientos que podrían resultar de una posición. Por ejemplo, la inversión en el valor “x” tiene iguales probabilidades de traer como resultado un retorno de 10 o un retorno de 20 sobre el monto inicialmente invertido ascendente a 100. Atendiendo a ello, la fórmula para el retorno esperado sería la siguiente:

$$\text{Retorno real} = \frac{100 \times (0.5 \times 20) + (0.5 \times 10)}{100} - 1$$

El ejemplo que acabamos de revisar no plantea muchos problemas de comprensión debido a la escasa distribución de probabilidades de que se verifique un resultado determinado sobre la inversión (tan sólo dos resultados posibles). Ahora, cuando la distribución de probabilidades aumenta, puede ser más útil atribuir un valor a una posición capaz de generar una pluralidad de resultados en función a la probabilidad de verifi-

¹⁶ Para información complementaria sobre el particular referirse al capítulo 10 de “Fundamentals of Corporate Finance”, cuarta edición, escrito por Richard Brealy, Stuart Myers y Alan Marcus y al Capítulo 5 de “Fundamentos de Administración Financiera”, octava edición, escrito por James Van Horne y Jhon Wachowicz Jr.

cación de cada resultado. El resultado de esa operación puede ser un reflejo más fiel del retorno esperado cuando sea sopesado contra el monto inicial de la inversión.

El valor de rendimiento esperado representa el promedio ponderado de resultados con las respectivas probabilidades de ocurrencia fungiendo como pesos. La mecánica es la siguiente. Cuando se toma una inversión se estiman posibles rendimientos y a cada uno de ellos se les asigna una probabilidad de ocurrencia. Luego se multiplica cada rendimiento por la probabilidad de que ocurra el mismo. El resultado de cada operación es sumado y el agregado representa el valor de rendimiento esperado. La fórmula se grafica de la siguiente manera:

$$E(V) = \sum (R_i) (P_i)$$

El riesgo es un concepto cuantificable. Siguiendo la lógica de lo explicado en los párrafos precedentes, debe encontrarse primero la varianza de distribución (*variance*). Para ello, se resta de cada resultado posible el valor de rendimiento esperado (previamente calculado) y esa diferencia se eleva al cuadrado. El resultado de ello es multiplicado por la probabilidad de que ese resultado específico se verifique. La misma operación se repite con cada resultado posible, y todos los productos deben ser sumados. El agregado representa la varianza de la distribución, y la raíz cuadrada de dicho valor constituye la desviación estándar (*standard deviation*). La desviación estándar representa el margen de diferencia de lo esperado o, dicho de otro modo, representa el riesgo al que está sujeta una posición. Toda vez que aumente la distribución de probabilidades, la varianza de distribución también lo hará y junto con ella la desviación estándar. Siendo así, es sano concluir que un aumento en la distribución de probabilidades aumenta el riesgo.

Con los ejercicios anteriores hemos logrado identificar el concepto de desviación estándar para medir el riesgo de una posición o inversión específica. No obstante, en la realidad las inversiones de una persona no se concentran en un único valor, posición o instrumento. Esta noción nos lleva

a abordar dos grandes categorías de riesgo: (i) el riesgo diversificable; y, (ii) el riesgo sistemático o no diversificable.

El riesgo diversificable es aquel que puede ser distribuido en un número de activos o inversiones¹⁷. La diversificación del riesgo no puede realizarse con ingenuidad, y la covarianza o correlación entre distintas posiciones o inversiones es un concepto fundamental. Se dice que existe una cartera o portafolio verdaderamente diversificado cuando las inversiones comprendidas en él tienen una correlación negativa. La correlación negativa implica que mientras la cotización o valor de una inversión sube, la de otra cae y viceversa (puede deberse a factores cíclicos en la producción).

Existe un punto donde el riesgo no puede ser diversificado más y la exposición al mismo es inevitable. Este es el caso de los riesgos que no dependen de un emisor o industria específica, sino que están ligados a factores macroeconómicos y que afectan a toda la economía de un país. Debido a ello, todas las inversiones colocadas sufren un impacto por igual. Ejemplos de este riesgo están representados en cambios en la política fiscal, en el riesgo país, la inflación, etcétera.

La sensibilidad de una inversión en capital (acciones) al riesgo sistemático también puede ser medida. La fórmula para medir el riesgo sistemático se llama beta (" β ")¹⁸.

1.5. Estructura de capital y costo de capital

1.5.1. El pasado según Moglianni y Miller y la tendencia actual

El concepto de estructura de capital hace alusión a qué porcentaje de recursos de una empresa pueden provenir de deudas con terceros y qué porcentaje pueden provenir de los aportes de capital de los socios (relación que queda simplificada en la ratio deuda-patrimonio o ratio de apalancamiento) El estudio de la noción de estructura de capital, al menos actualmente, plantea que existe un nivel óptimo en la combinación del financiamiento vía deuda y vía capital.

¹⁷ Así como nadie juega ruleta en un casino apostando todo su capital a un número o color específico, ningún inversionista racional invierte todo lo que tiene en una única posición o en posiciones sujetas a un riesgo único (por ejemplo, mismo emisor o misma industria). La idea de la diversificación es que el menor éxito de una posición pueda ser compensada por el mayor éxito de otra.

¹⁸ Por poner un ejemplo, cuando el promedio de precio de una acción en el mercado se aprecia (o deprecia) en 1% como consecuencia de la variación de factores macroeconómicos y el precio del valor bajo análisis también se aprecia (o deprecia) en 1%, se dice que el β de ese valor específico es 1.

Ahora, la convicción descrita en el párrafo precedente no siempre fue compartida por los financistas. De hecho, existe una postura, particularmente famosa por su singularidad y rigor académico, que se aleja del enfoque tradicional para la estructura de capital¹⁹. Se trata de las “Hipótesis de Irrelevancia” de Franco Modigliani y Merton Miller (conocidos como M&M), ganadores del Premio Nobel, que apuntaban a plantear la independencia de la valuación total y el costo de capital de la empresa respecto de su estructura de capital²⁰. El planteamiento de M&M se materializó en dos proposiciones: la primera (M&M 1), planteó una irrelevancia absoluta de la estructura de capital en el valor de la empresa, y la segunda (M&M 2), relajando ligeramente el tenor de la primera, reconoció el valor que puede, en principio, otorgar un nivel de apalancamiento adecuado para la empresa.

M&M 1 planteaba que “el valor de mercado de una firma es independiente de su estructura de capital y viene dado por el E(VPN) de sus activos descontados a las tasa apropiada”²¹.

Dicho de otro modo, la primera hipótesis de irrelevancia de M&M (principio de valor total) planteaba que el valor total de una sociedad es independiente de su estructura de capital, ya que el valor total de la inversión depende de la rentabilidad y riesgo. Bajo esta premisa, una empresa fuertemente apalancada tiene el mismo valor que una empresa que no tenga un dólar de deuda o incluso que una empresa que combine tanto deuda como capital.

Para M&M la hipótesis de la irrelevancia absoluta descansaba en la premisa de que los inversionistas estaban en la posibilidad de encontrar en el apalancamiento personal (es decir, la deuda asumida a título personal) un sustituto perfecto del apalancamiento corporativo (deuda asumida

por la empresa). Siguiendo dicha lógica, los inversionistas están en posibilidad de mimetizar o duplicar cualquier estructura de capital que pueda tener la empresa. Bajo esta hipótesis, el valor de las empresas no debería distinguirse por una estructura de capital, y en la medida en que ello ocurra, se estaría en presencia de una distorsión que podría ser corregida vía el arbitraje²².

La primera proposición M&M parte de una serie de premisas o presupuestos irreales que sólo podrían ser sustentables en un modelo de “laboratorio” o teórico. Se pueden destacar los siguientes presupuestos.

i. Inexistencia de impuestos

Esta premisa desconoce el hecho de que el financiamiento vía deuda permite contar con una suerte de “escudo fiscal”. Los intereses que una empresa paga por su servicio de deuda podrán ser deducidos para determinar cuál es su renta neta gravable. La distribución de dividendos (que sería la forma de remunerar a quienes han invertido en capital) no sólo no permite una deducción de gastos, sino que en la medida en que sean distribuidos a personas naturales o personas jurídicas no domiciliadas, estarán gravados con el Impuesto a la Renta a una tasa de 4.1%.

ii. El costo de capital y la exposición al riesgo para personas es el mismo que para empresas

Se tiene que la exposición al riesgo en el caso del apalancamiento personal es mayor que en el apalancamiento corporativo. En el primer caso, el prestatario responde con el íntegro de su patrimonio, mientras que en la calidad de accionista de un negocio, responde hasta por el monto de su inversión (siempre partiendo de la premisa, como aclaramos líneas arriba, que es un negocio

¹⁹ El enfoque tradicional para la estructura de capital, atribuido a Durand y otros, plantea que existe una estructura de capital óptima y en la que la administración puede incrementar el valor total de la empresa a través del uso juicioso del apalancamiento financiero. VAN HORNE, James y John WACHOWICZ Jr. “Fundamentos de la Administración Financiera”. Octava edición. 2000. p. 554.

²⁰ MODIGLIANI, Franco y Merton MILLER. “The Cost of Capital, Corporate Finance and the theory of Investment”. American Economic Review 46. 1958.

²¹ SABAL Jaime. “Teoría de la Estructura de Capital”. En: www.sabalonline.com/website/uploads/TeorEstructCapit_3.pdf. p. 1.

²² La referencia al arbitraje no debe ser confundida con el mecanismo de solución de disputas. Bajo este contexto el arbitraje hace alusión a encontrar dos activos que son esencialmente lo mismo, y comprar el más barato y vender el más caro. Podemos recurrir al ejemplo que ofrecen Van Horne y Wachowicz para graficar mejor la práctica del arbitraje: “Considérense dos empresas (cero crecimiento) idénticas en todos los aspectos excepto que la empresa NL no está apalancada, mientras que la empresa L tiene en circulación US\$ 30,000 en bonos al 12%. De acuerdo con la posición tradicional, la empresa L puede tener un valor más alto y un costo promedio de capital inferior a los de la empresa NL. (...) Esto exigiría que los inversionistas vendan sus acciones en la empresa L (el activo sobrevaluado) y compren acciones en la empresa NL (el activo subvaluado). Estas operaciones de arbitraje continuarían hasta que las acciones de la empresa L declinarán en precio y las acciones de la empresa NL aumentarán en precio lo suficiente para hacer que el valor total de las dos empresas sea idéntico. (...) En esencia, usted apalanca las acciones de la empresa no apalancada, adquiriendo deuda personal”. VAN HORNE, James y John WACHOWICZ Jr. Op. cit. pp. 556-557.

con responsabilidad limitada). Ambas aclaraciones minan la solidez de la afirmación de M&M relacionada con que la capacidad de todo accionista puede corregir una “distorsión” en el valor de una empresa vía el arbitraje.

iii. Existencia de información perfecta

Plantea la existencia de mercados perfectos o bajo un modelo de eficiencia “fuerte”²³. Siguiendo esta premisa, todos los inversionistas o potenciales financistas tienen información perfecta y completa sobre el negocio (por lo que la percepción del riesgo será uniforme) a ser financiado, por lo que no deberían haber distorsiones en la tasa de retorno que remunere la deuda o aquella que remunere el capital.

iv. Inexistencia de costos de transacción

M&M parten de la premisa de que las operaciones relacionadas al arbitraje que harían los inversionistas como sujetos racionales al identificar una “distorsión” en la valorización de una empresa no se ven restringidas por costos de transacción. La realidad muestra, sin embargo, que estas fricciones existen y que los costos de transacción naturalmente serán mayores mientras más operaciones deban hacerse para llegar a un mismo resultado.

v. Inexistencia de costos de insolvencia o de bancarrota

El asumir deuda lleva implícito un costo adicional al costo de capital (mas no disociado del mismo). La deuda, a diferencia del capital, debe ser remunerada independientemente del éxito en la marcha del negocio. Es por ello que se afirma que una inversión en deuda es una inversión en renta fija, ya que el inversionista tiene la expectativa contractual, al menos, de recibir una remuneración

predeterminada desde el día de contraída la deuda. Al aumentar la deuda de una empresa aumentan el riesgo y los costos de insolvencia. El riesgo de insolvencia está relacionado con la probabilidad de que una empresa vea desbordada su capacidad de atender su servicio de deuda y que como consecuencia de ello sea llevada a un proceso de insolvencia. Por su parte, los costos de insolvencia están relacionados con la pérdida de valor de una empresa dentro de un escenario de insolvencia, con los costos de llevar adelante el proceso concursal e incluso con las “chances” de incobrabilidad que pueden enfrentar los acreedores.

vi. Inexistencia de costos de agencia

El planteamiento de M&M presupone que los intereses de los *stakeholders*²⁴ y administradores están alineados y que estos últimos, efectivamente, tienen como objetivo único la maximización del valor de la inversión hecha por los accionistas.

Respecto a lo anterior se han hecho ciertas observaciones. En un sentido, se ha dicho que al aumentar la deuda de una empresa aumentan las necesidades de fiscalización por parte de los tenedores de deuda. En buena cuenta, habrá un mayor interés e inversión por parte de los prestamistas de monitorear el cumplimiento del prestatario. Mientras más altos sean los costos de supervisión, más alta será la tasa de interés que se cobrará sobre el principal prestado.

Por otro lado, se dice que el incremento en los costos de agencia que soportan los tomadores de deuda implica un ahorro de los mismos en cabeza de los accionistas²⁵. Ello parte de la premisa de la diferente percepción del riesgo de insolvencia que tienen los administradores de un negocio respecto del riesgo de insolvencia en comparación con los titulares del negocio. Para estos últimos, el monto

²³ La referencia a un mercado fuerte está relacionada a la “Hipótesis de mercados de capitales eficientes”. Esta hipótesis plantea la existencia de tres modelos de eficiencia de un mercado de capitales según la forma como se distribuye la información en el mercado. El modelo “débil” postula que la única información disponible para los inversionistas en el mercado es la información histórica o estadística, es decir, la información que ya ha sido asimilada por el mercado. El modelo “semi fuerte” postula que la información que se encuentra disponible es aquella que es divulgada o revelada al mercado desde el momento de la revelación, es decir, la información pública. El modelo “fuerte” plantea que toda información, tanto pública cuanto privada, se encuentra disponible para los inversionistas. Bajo este modelo no existiría la denominada información “reservada” o “privilegiada”.

²⁴ Los costos de agencia están relacionados a la llamada “teoría de agencia”. Según esta teoría, los administradores de un negocio (en los casos en donde la propiedad del negocio y la administración del mismo esté disociada) no comparten los mismos intereses que los distintos individuos que puedan tener un interés en la marcha de la empresa (los llamados *stakeholders*, en donde se incluye a los accionistas y acreedores). Los administradores actúan como agentes de los *stakeholders* (los principales) en la medida en que su desempeño en el cargo se da en interés de estos últimos. Esta falta de alineación de intereses puede llevar a que los administradores busquen maximizar su beneficio personal en detrimento del interés del o de los principales. Los costos de agencia son aquellos que involucran inversiones de tiempo o efectivo tendientes a fiscalizar que los administradores no se desvíen de la gestión encomendada en su desempeño. Ver: BREALY, Richard; MYERS, Stewart y Alan MARCUS. Op. cit. p. 16.

²⁵ Ver: JENSEN, Michael. “The Takeover Controversy: Analysis and Evidence”. *Midland Corporate Finance Journal* 4. 1986. pp. 12-21.

de su pérdida estará limitada al monto de su inversión en un negocio determinado (nuevamente, partiendo de la premisa que se trata de un negocio con responsabilidad limitada) que finalmente puede ser compensada con el éxito de otra inversión, pues su riesgo puede ser diversificado. Para los administradores su pérdida será más grave y está representada en la “sanción reputacional” que recibe el administrador de un negocio quebrado, sanción que limita sus posibilidades de encontrar trabajo en el futuro²⁶. Tal riesgo no es diversificable. Bajo esta lógica, el mayor nivel de deuda sirve como desincentivo para conductas oportunistas o poco prudentes de la administración, y se llega a afirmar que los accionistas estarían “pagando” (con una mayor tasa de interés) a los tomadores de deuda por la supervisión que ejercen sobre la administración.

- vii. Todos los flujos de caja son perpetuidades (sin crecimiento ni decrecimiento)

Una perpetuidad se define como aquella corriente de flujos de caja o de efectivo que continúa para siempre o se proyecta al infinito. M&M 1 sólo es sustentable en la medida en que el servicio de deuda y los dividendos constituyan perpetuidades.

En la realidad, ello no es así. Con la salvedad de las obligaciones perpetuas, la deuda subsiste durante el periodo que se ha pactado para su repago. En la deuda habrá un momento donde haya un pago con efectos liberatorios, y en ese momento el tomador de deuda deja de tener la posición o titularidad que le permitía tener una pretensión sobre los flujos de efectivo que genera la empresa. La carga financiera de una empresa que se apalanca tiene una expectativa de desaparecer, por lo que su presencia en la contabilidad no puede ser irrelevante a efectos de valorar una empresa.

Por otro lado, los flujos que se originan de la obligación de remunerar la deuda y el capital pueden llegar a no ser uniformes. Incluso en la deuda, que es una inversión de renta fija, puede existir un componente de variabilidad si es que la tasa de retorno, en lugar de ser fijada en una cifra específica y estática, depende de un índice sujeto a un ajuste periódico (como la tasa LIBOR o PRIME). El caso de las acciones es más claro. Al ser

instrumentos de renta variable, el retorno efectivo o real de esta posición está “amarrado” al éxito o fracaso de la empresa. Incluso debe tenerse muy presente que los tomadores de deuda no participan del crecimiento o éxito de la empresa. Su expectativa está limitada contractualmente y siempre deberá pagarse lo mismo sin importar el éxito que tenga la empresa, que, sin embargo, sí beneficia a los accionistas.

- viii. Inexistencia de restricciones institucionales

Finalmente, en relación con los cuestionamientos que podrían hacerse a M&M 1, se tiene la pretendida inexistencia de restricciones institucionales. En nuestro ordenamiento existen inversionistas cuyas inversiones se encuentran reguladas (caso de empresas del sistema financiero o de seguros, las AFP, administradoras de fondos mutuos o de inversión, etcétera). La lógica de ello es que estos inversionistas manejan fondos del público, por lo que no pueden tomar posiciones muy riesgosas que eventualmente comprometan la expectativa del público de recuperar sus fondos. Una empresa con un exceso de deuda (y por ende sujeta a un elevado riesgo de insolvencia) estará fuera del espectro de inversiones que pueden ser realizados por inversionistas institucionales. Esta falta de demanda de los instrumentos que pueda emitir una empresa (por ejemplo, acciones) tendrá un impacto adverso en la valorización que se haga de la misma.

- ix. Inexistencia del “efecto señalización”

En ciertos escenarios, una política agresiva de apalancamiento puede revelar una confianza de los titulares del negocio respecto al éxito del mismo. Considerando que el mayor nivel de deuda implica un mayor riesgo de insolvencia, la actitud de la empresa de apalancarse (particularmente con emisiones públicas de instrumentos de deuda) puede proyectar la expectativa de que los flujos de caja de la empresa son estables. Esa “señalización” puede generar un efecto positivo en la valorización de la empresa. Esta lógica, sin embargo, parte de la premisa de que los accionistas o administradores de la empresa no están tentados a dar señales falsas.

M&M 2 planteaba que “el rendimiento esperado sobre las acciones de una firma endeudada

²⁶ Ello excluyendo los efectos de la llamada “muerte empresarial” regulada en el artículo 100 de la Ley 27809 (Ley General del Sistema Concursal) en la medida en que sean aplicables.

aumenta linealmente con la relación deuda/patrimonio expresada en valores de mercado²⁷.

M&M 2 (teoría del *trade off* estático) corrige hasta cierto punto las fallas de M&M 1 al conciliar el análisis del impacto de la estructura de capital en el valor de la empresa con ciertos elementos de la realidad. Principalmente, M&M 2 toma en cuenta el efecto del “escudo fiscal”. En otras palabras, siguiendo la lógica de M&M 2, la relación entre el valor de una empresa y su nivel de apalancamiento se diagrama en una función lineal. El valor de la empresa aumentaría con el nivel de apalancamiento y ello seguiría así al infinito.

M&M 2 no resiste a un análisis que incorpore los costos de insolvencia y los costos de agencia. Existe un punto donde el “escudo fiscal” es eclipsado o superado por los costos de insolvencia y los mayores costos de supervisión de la marcha del negocio en los que se debe incurrir cuando existe un exceso de apalancamiento. Siendo así, llegará un punto donde recibir nueva deuda no sólo será más costoso (el aumento del riesgo de insolvencia hará que los tomadores de deuda exijan un mayor retorno a su inversión), sino que el valor de la empresa disminuirá dada la mayor proporción en que su capacidad de generar flujos de efectivo se ve comprometida²⁸.

Habiendo repasado las hipótesis de irrelevancia de M&M, queda por revisar cuál es la tendencia actual respecto al impacto de la estructura de capital en el valor de una empresa. Actualmente se reconoce que existe un punto óptimo de apalancamiento. Ese punto óptimo estaría dado por el nivel en donde el valor del “escudo fiscal” es igualado por los costos de insolvencia y de agencia. Por debajo de ese punto no se estaría

aprovechando los beneficios de la deducción de gastos al máximo y por encima de ese punto el exceso de riesgo de insolvencia hace irrelevante el “escudo fiscal”.

Siendo así, en la realidad la decisión entre financiarse vía deuda o vía capital debe tomar en cuenta los factores que justamente fueron desatendidos por M&M. Además, fuera de estos factores y de la decisión de inversión (cuyo impacto ya fue revisado anteriormente), que finalmente se trasladan al costo del capital, debe tenerse en cuenta consideraciones adicionales como el hecho de que un mayor financiamiento vía capital produce un efecto de dilución²⁹ en la participación en el capital que tienen los accionistas existentes al tomar la decisión de financiamiento³⁰.

1.5.2. El *pecking order*, financiamiento interno y la importancia de la política de distribución de dividendos

Hasta este punto hemos revisado el impacto de la combinación de las distintas fuentes de financiamiento externo en el valor de una empresa. Sin embargo, no hemos tomado en cuenta las fuentes de financiamiento interno (llámese utilidades retenidas). El análisis del concepto de estructura de capital no está completo si no se aprecia la importancia del financiamiento interno y de la política de distribución de dividendos.

La teoría del *pecking order* (Myers y Majluf) plantea que existe un orden de prioridades en el uso de las distintas fuentes de financiamiento³¹. Esta teoría pone de relieve factores que fueron desconocidos incluso por M&M 2, como la inexistencia de información perfecta en el mercado y la existencia de costos de transacción.

²⁷ SABAL Jaime, Op. cit. p. 2.

²⁸ Debe considerarse que uno de los principales métodos que se utiliza en la actualidad para valorizar una empresa es el método de proyección de flujos de caja descontados a valor presente. Este método analiza la proporción de los flujos de caja que pertenecerían a los accionistas luego de deducidos los costos y gastos en los que debe incurrir la empresa en su operación. Para ello, se hace una proyección de los flujos futuros de la empresa en un periodo determinado de tiempo y descuentan los mismos a una tasa adecuada para traerlos a valor presente. Para obtener más información sobre los métodos de valorización de una empresa se recomienda revisar el artículo de: FERRERO, Guillermo. Op. cit.

²⁹ La dilución es definida como “un decremento en la demanda proporcional sobre utilidades y activos de una de las acciones comunes debido a la emisión de acciones adicionales”. VAN HORNE, James y John WACHOWICZ Jr. Op. cit. p. 579.

³⁰ Dicho de un modo coloquial, si bien el tamaño del pastel puede aumentar, el mismo debe ser dividido en más partes, lo que puede provocar una distribución de porciones (la participación de cada accionista) más pequeña.

³¹ “There is an alternative theory which could explain why profitable companies borrow less. It is based on asymmetric information –managers know more than outside investors about the profitability and prospects of the firm. Thus investors may not be able to assess the true value of a new issue of securities by the firm. They may be especially reluctant to buy newly issued common stock, because they worry that the new shares will turn out to be overpriced. Such worries can explain why the announcement of a stock issue can drive down the stock price. If managers know more than outside investors, they will be tempted to time stock issues when their companies’ stock is overpriced –in other words, when managers are relatively pessimistic–. On the other hand, optimistic managers will see their companies’ shares as underpriced and decide not to issue”. BREALY, Richard; MYERS, Stewart y Alan MARCUS. Op. cit. p. 413.

Según el *pecking order*, la primera fuente de financiamiento a la que se acude son las utilidades retenidas. Ello es así porque el financiamiento interno es más barato³². La aplicación de utilidades retenidas no está sujeta al pago de una tasa de retorno y existen menores costos de oportunidad y de transacción involucrados³³.

Agotados los recursos internos vendría el financiamiento con recursos externos, que es donde cobra relevancia la inexistencia de información perfecta y el “efecto señalización”³⁴.

El *pecking order* no rechaza la importancia que el “escudo fiscal” y el riesgo de insolvencia juegan en la decisión de financiamiento. No obstante, sí establece que estos factores tienen menos importancia que la preferencia de los titulares o administradores del negocio respecto a las distintas fuentes de financiamiento. La estructura de capital de las empresas de Estados Unidos, según los estudios efectuados por Richard Brealy y Stuart Myers, y de las empresas del Reino Unido, según los estudios de Eilís Ferran, confirman que este criterio para la toma de la decisión de financiamiento es el más utilizado en la actualidad.

La aplicación del *pecking order* debe complementarse con un análisis de la política de dividendos. Las premisas manejadas por el *pecking order* no pueden llevar a concluir que la aplicación de utilidades retenidas para financiar las operaciones de la empresa puede ser indiscriminada.

La decisión de retener o distribuir utilidades tiene un impacto en el valor de las acciones de una empresa, a diferencia de lo que en algún momento

propusieron M&M. Ellos, así como en el caso de la estructura de capital, también formularon una hipótesis de irrelevancia relacionada a la distribución de dividendos (teoría de la conservación del valor)³⁵.

En este escenario, M&M planteaban que “la suma del valor descontado por acción después del financiamiento y los dividendos actuales pagados es igual al valor de mercado por acción antes del pago de dividendos actuales”³⁶. Explicado de otro modo, una empresa al distribuir utilidades deberá fondearse con capital de terceros (por ejemplo, emisión de nuevas acciones). Bajo la lógica de M&M, la emisión de nuevas acciones que genera un declive en su cotización como consecuencia de la dilución de la participación de cada accionista puede ser compensada por el valor del dividendo distribuido. En el agregado, el valor de ambos conceptos (acción más dividendo pagado) se equipará al valor de las acciones antes de efectuada la emisión de nuevas acciones. Según M&M, los inversionistas nuevamente están en la posibilidad, vía el arbitraje, de corregir cualquier situación en donde la cantidad de dividendos distribuidos no sea la deseada³⁷.

Nuevamente, M&M construyen su teoría en un mundo donde no existen impuestos ni costos de transacción y en donde la información es perfecta (no se produce el “efecto anuncio” ni se distorsiona el valor de las acciones al aumentar el volumen de negociación de las mismas). Obviamente, la falsedad de dichas premisas compromete la certeza de la propuesta de M&M.

Los aspectos que deben ser tomados en cuenta para determinar el impacto de la política de

³² “La fuente menos costosa, y por tanto la que primero agotan los administradores, son las utilidades retenidas, puesto que su utilización no requiere ningún desembolso directo ni tampoco suele ser necesario dar mayores explicaciones para su uso a los accionistas”. Ver: servicios.iesa.edu.ve/Profesores/Jsabal/.

³³ Hay menores costos de oportunidad porque las utilidades retenidas tienen disponibilidad inmediata. Hay menores costos de transacción en la medida en que no están presentes los costos involucrados en la negociación de un contrato o en la emisión de instrumentos financieros.

³⁴ Se dice que la existencia de asimetría informativa entre los inversionistas y los titulares o administradores respecto a la rentabilidad y oportunidades de inversión del negocio determina que se prefiera la deuda antes que el capital como fuente de financiamiento externa. Como se había comentado anteriormente, la emisión de deuda genera un impacto positivo en el valor de la empresa. Los titulares o administradores pueden entender que las acciones de la empresa están subvaluadas y que la forma de corregir ello es generando la convicción en el mercado de que se tiene confianza en el éxito del negocio. Por otro lado, en la medida en que los titulares y administradores del negocio tienen mejor información que los inversionistas, cuando se percibe que las acciones están sobrevaluadas (es decir, cuando hay un clima de pesimismo) existirá la tentación de emitir nuevas acciones. Los inversionistas tienen como información la sospecha de que la emisión de nuevas acciones delata un clima de pesimismo y se mostrarán reacios a suscribir las acciones emitidas, lo cual se traduce en dificultades para la colocación o en la exigencia de una mayor tasa de retorno. Es por ello que se identifica la existencia del llamado “efecto anuncio” (*announcement effect*), el cual determina una caída en el valor de las acciones de una empresa cuando ésta anuncia que se van a emitir nuevas acciones.

³⁵ MODIGLIANI, Franco y Merton MILLER. “Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares”. *Journal of Business* 34. 1961. pp. 411-433.

³⁶ VAN HORNE James y John WACHOWICZ Jr. Op. cit. p. 579.

³⁷ “Los inversionistas están en la posibilidad de duplicar cualquier corriente de dividendos que pudiera pagar la empresa (...). Si los dividendos son menos de lo deseado, los inversionistas pueden vender una parte de sus acciones para obtener la distribución de efectivo deseada. Si los dividendos son más de lo deseado; los inversionistas pueden utilizar los dividendos para comprar acciones adicionales a la empresa (...). El tamaño total del pastel es lo que se comerá y no cambia al ser cortado”. Ibid. p. 580.

dividendos en el valor de la empresa son los siguientes:

i. Preferencias por los dividendos

Al analizarse la base accionaria de una empresa debe tenerse en cuenta la proporción de accionistas que podrían calificarse como “rentistas”. En la medida en que estos accionistas sólo tienen interés en percibir un retorno inmediato y líquido sobre su inversión, una política rigurosa de reinversión de utilidades podría llevar a que los mismos liquiden sus posiciones generando un exceso de oferta, con el consiguiente declive en el valor de las acciones de la empresa.

ii. Impuestos

En este nivel debe apreciarse qué tasa impositiva es más significativa: la tasa que grava las utilidades o la tasa que grava las ganancias de capital. Cabe destacar que el Decreto Legislativo 970, de diciembre de 2006, prolongó la exoneración de ganancias de capital obtenidas por personas naturales hasta el 31 de diciembre de 2008.

iii. Costos de transacción

Al igual que los costos de transacción que restringían la facilidad de duplicar vía el apalancamiento personal, en el apalancamiento corporativo dichos costos también impiden que los inversionistas mimeticen el flujo de dividendos vía la liquidación de sus participaciones. Por otro lado, siguiendo la lógica del *pecking order*, resulta más costoso financiarse con recursos externos que con recursos internos.

iv. Restricciones institucionales

Los inversionistas sujetos a regulación pueden llegar a verse impedidos de tomar posiciones en el capital de una empresa que no tenga como política la distribución de dividendos con cierta periodicidad. Como habíamos señalado líneas arriba, la menor demanda por las acciones de una empresa castiga el valor de las mismas.

v. “Efecto señalamiento”

Se dice que las utilidades contables declaradas (que es algo que se refleja en el ROE) no son un reflejo fiel de la utilidad real o efectiva de una inversión en capital. Los dividendos efectivamente distribuidos pueden proyectar una mejor imagen de la rentabilidad de invertir en las acciones de una empresa. Es por ello que la ratio P-E suele ser tomada como una mejor referencia respecto a la rentabilidad en capital que el ROE³⁸.

A la luz de todas las consideraciones anteriores, se ha llegado a mencionar que en el diseño adecuado de una política de dividendos se deben de analizar todas las oportunidades de inversión que pudiera tener una empresa. Cuando estas oportunidades de inversión ofrezcan un mejor retorno que aquel que pudiera obtenerse por los accionistas directamente en caso inviertan los dividendos que reciban (de ser efectivamente distribuidos) en una posición libre de riesgo (por ejemplo, un depósito bancario), es aconsejable la reinversión de utilidades. Bajo este modelo, se concibe a las utilidades como un pasivo residual porque sólo se distribuirán las mismas a los accionistas cuando quede algún saldo luego de la reinversión.

1.5.3. Costo de capital

Con los conceptos que han sido tratados hasta este punto, resulta posible poder comprender la lógica del costo de capital. Sobre el particular, es oportuno mencionar que existe una manera de calcular el costo de recibir financiamiento vía capital, una manera de calcular el costo de fondearse por deuda, así como una forma de calcular el costo promedio de la empresa de financiarse con recursos externos. Asimismo, se apreciará cómo la estructura de capital puede resultar determinante para el cálculo del costo de capital.

Tanto como para deuda cuanto como para capital, el costo de capital estará representado por la tasa de descuento que los tomadores de deuda o los tomadores de capital, en teoría, aplicarían sobre

³⁸ Habiendo analizado las posibles repercusiones que trae la adopción de la política de dividendos en el valor de una empresa, es necesario también tener presente otros factores que influyen el diseño de dicha política. Así, se destacan: (i) las necesidades de fondos de la empresa; (ii) la capacidad para tomar préstamos, considerando que una mayor facilidad para acceder a deuda (en términos de costos de transacción y costo de capital) debería generar una menor preocupación sobre el efecto de la distribución de dividendos en la liquidez de la empresa; (iii) restricciones en los contratos de deuda (es frecuente que existan restricciones a la distribución de dividendos en los contratos de emisión de obligaciones y en los préstamos bancarios); (iv) el efecto de dilución que genera el hecho de tener que fondearse con la emisión de nuevas acciones para compensar los egresos de caja materializados en los dividendos; y, (v) las restricciones legales a la distribución de dividendos. En este último caso, es particularmente relevante que el abogado tengan presente artículos como el 228, 230, 231 y 262 de la Ley 26887 (Ley General de Sociedades).

los flujos de caja que esperan recibir para traer el retorno esperado a valor presente neto. Esta tasa de descuento debe considerar el efecto del riesgo y del tiempo en el valor del dinero, ya que sólo con dichas referencias es que los inversionistas pueden apreciar si es conveniente fondear a una empresa dejando de tomar otras oportunidades de inversión disponibles.

Para calcular el costo de fondearse vía capital debe recordarse primero la diferencia entre riesgos diversificables y riesgos no diversificables o sistemáticos. La lógica de la empresa que va a financiarse vía capital es que ésta sólo estará dispuesta a pagar la diferencia en el rendimiento que genera una cartera de acciones totalmente diversificada y una inversión libre de riesgo (diferencia a la que se le llama prima de riesgo). Dicho de otro modo, los potenciales accionistas deben esperar recibir una compensación sólo por el riesgo sistemático que asumen al invertir en instrumentos de capital. Si no se compensa adecuadamente ese riesgo, lo lógico es que los inversionistas prefieran colocar sus fondos en una inversión libre de riesgo³⁹. La empresa que recibe el financiamiento no debe tener como expectativa costear el hecho de que el inversionista no haya sido eficiente en diversificar su riesgo (ya que es un hecho que depende del él mismo).

En consideración a lo anterior, la herramienta que se utiliza para calcular el costo de fondearse vía la emisión de acciones (por ejemplo, el retorno que sería exigido por los proveedores de capital) es el *capital asset pricing model* (en adelante, "CAPM"). El CAPM es una fórmula que relaciona el riesgo con el rendimiento esperado. Según esta fórmula, el rendimiento esperado o a ser exigido por los proveedores de capital es igual a una tasa de libre de riesgo a la que se le adiciona una prima indexada por el riesgo sistemático del valor (es decir por su β)⁴⁰.

$CAPM = \text{tasa libre de riesgo} + \beta (\text{prima de riesgo})$

Donde debe recordarse que la prima de riesgo es igual a la diferencia entre el rendimiento de un

portafolio de acciones plenamente diversificado y una inversión libre de riesgo.

La valuación del costo de recibir deuda es más simple y no requiere tanta sofisticación como en el caso del fondeo vía capital. Una primera premisa de suma importancia está representada en el hecho de que el servicio de deuda es un gasto deducible para el cálculo del Impuesto a la Renta. Siendo así, el costo de la deuda debe ser neteado del importe pagado por Impuesto a la Renta. Ello lleva a construir la siguiente fórmula.

$$\text{Costo de la deuda} = (1 - \text{Tasa de IR}) \times \frac{\text{Tasa de interés}}{\text{o retorno}}$$

A pesar de que esta fórmula es de amplia utilización, se critica el hecho de que no refleja adecuadamente el riesgo asumido por el tomador de deuda (asume que el repago se dará indefectiblemente). Una manera de atenuar ese problema ha sido atender al valor de cotización que puede tener un instrumento de deuda en la medida en que dicho valor exista y esté disponible. El valor de cotización incorpora, aunque no de la manera más certera, la percepción del riesgo que tiene el mercado en el repago de los instrumentos colocados. Al sopesar el valor de cotización de la deuda con el retorno que se espera recibir en un año, se obtiene el retorno actual (*yield*). Siendo así, se tiene lo siguiente:

$$\text{Costo de la deuda} = \frac{(1 - \text{Tasa de IR}) \times \text{Valor de cotización}}{\text{Retorno anual}}$$

Finalmente, para calcular la tasa promedio del costo de capital de una empresa, debe atenderse a su estructura de capital para analizar el peso que puede tener la deuda y aquél que puede tener el capital. Para ello, se emplea la fórmula del *weighted average cost of capital* (en adelante, "WACC"), que representa la sumatoria del costo de la deuda y del capital ponderados según el peso que tenga en la estructura de capital. Para simplificar el análisis, supondremos que

³⁹ Cabe advertir al lector que las consideraciones que serán tomadas en adelante parten de la premisa que los inversionistas tienen aversión al riesgo, que los mercados funcionan en forma eficiente y que ningún inversionista es lo bastante grande como para afectar el precio de mercado de una acción.

⁴⁰ Para obtener las variables de la fórmula CAPM, es necesario tomar algunos valores de referencia. Para saber cuál es la tasa de retorno de una inversión libre de riesgo, el CAPM normalmente toma como referencia los bonos del tesoro americano (*treasury bills*). En nuestro mercado podría ser útil tomar como referencia los llamados activos con riesgo 0% enunciados en el artículo 189 de la Ley 26702. Sólo por dar un ejemplo, en esa relación se encuentran los depósitos en el Banco Central de Reserva. Para saber cuál es el retorno de una cartera de acciones plenamente diversificada, se toman como referencia índices de portafolio mercado, siendo el preferido el índice de 500 acciones de Standard & Poor's (el cual refleja el desempeño de 500 acciones comunes). Todo el riesgo asociado al portafolio de mercado (una cartera plenamente diversificada) es "inevitable" o sistemático. La prima de riesgo se calcula restando del rendimiento histórico del portafolio de mercado el rendimiento histórico de una inversión libre de riesgo. Finalmente, la indexación de la prima de riesgo por el riesgo sistemático se hace tomando como referencia el β del valor en el que se invertirá.

empleando el CAPM se calculó que el costo de fondearse por capital era del 20% y que la empresa tiene 2 millones de dólares en capital. Asimismo, supondremos que el costo neto de la deuda es de 10% y que la empresa tiene 1 millón de dólares en deuda. Como se puede apreciar, un tercio de la estructura de capital está representado por deuda y dos tercios por capital accionario. De ello se desprende lo siguiente:

$$WACC = (1 / 3 \times 0.1) + (2 / 3 \times 0.2)$$

Como puede intuirse, si la deuda sobrepasa el punto óptimo de apalancamiento, el costo de asumir una nueva deuda o de recibir nuevos aportes de capital aumenta al hacerlo también el riesgo de insolvencia. Ello determinará que el WACC sea más alto.

II. OPERACIONES SUJETAS A LA REGULACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO

El método de financiamiento externo más tradicional es el del crédito bancario. La actividad bancaria consiste esencialmente en la captación de fondos de los agentes superavitarios en forma de depósitos y la colocación de los mismos en los agentes deficitarios en forma de créditos⁴¹. La rentabilidad de los bancos está dada por la diferencia entre la tasa de interés pasivo (es decir, aquella que pagan a los depositarios) y la tasa de interés activo (es decir aquella que cobra a los prestatarios)⁴². Al mencionado diferencial se le llama comúnmente *spread*.

A esta actividad suele denominársele intermediación financiera indirecta, en la medida en que los agentes deficitarios y los agentes superavitarios no se vinculan directamente en la colocación de

un crédito. En lugar de ello, el banco o intermediador financiero funge como un catalizador de información, al estar en mejor posición (por estar mejor informado) de tomar fondos de quienes tienen exceso de liquidez para colocarlos en quienes tienen un déficit de la misma. Bajo este esquema, se reducen los costos de transacción en las operaciones de financiamiento, sea que dichos costos estén representados en desembolsos de recursos o en tiempo invertido.

Debe destacarse que el ejercicio de la actividad financiera compromete intereses que deben ser protegidos. Al involucrar la captación de ahorros del público, la actividad financiera debe estar sujeta a una regulación estricta que tenga como objetivo evitar una disposición poco prudente de los fondos de los ahorristas. Debe resaltarse que la protección del ahorro público constituye un bien jurídico constitucionalmente protegido, tal como puede apreciarse de una lectura del artículo 87 de la Constitución Política de 1993.

La protección del ahorro público se aprecia desde el inicio de la actividad financiera, al exigirse que todo aquel que realice alguna de las actividades comprendidas dentro del alcance de la descripción del artículo 11⁴³ de la Ley 26702, Ley General del Sistema Financiero y de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros (en adelante, "Ley de Bancos"), tramitar autorizaciones de organización y funcionamiento ante la Superintendencia de Banca, Seguros y de Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (en adelante, "SBS"). En buena cuenta, toda persona que apunte a levantar fondos del público en el territorio nacional para luego colocar los mismos bajo la forma de créditos deberá ser autorizada por la SBS y desde ese momento quedará sujeta a

⁴¹ Recalcamos en el hecho de que la colocación de un crédito no debe ser confundido necesariamente con un desembolso de dinero. En efecto, una operación de financiamiento puede estar presente en el mutuo de una cantidad determinada de bienes consumibles, en la venta de un bien con pago diferido y, en general, en toda transacción en donde una de las partes provea de recursos líquidos o permita ahorrar el uso de los mismos a la otra (este importe representará el principal del crédito, por ejemplo, arrendamientos financieros), partiendo de la premisa de que esta última carece de dichos recursos en el día de cierre del contrato. Bajo este esquema, se asignará una fecha en la cual el tomador del crédito deberá haber amortizado íntegramente el importe del principal y el importe que corresponda a los intereses devengados hasta la fecha de pago. La rentabilidad del proveedor del crédito se determinará en función a la tasa de interés compensatorio que sea pactada en el día de cierre del contrato.

⁴² "El banco es un mediador o intermediario en el crédito, por que lo recibe de sus clientes fundamentales en forma de depósito de numerario y lo concede a quienes lo necesitan por diversos procedimientos, lucrándose con la diferencia entre la retribución que paga a los primeros y la que percibe de los segundos". BROSETA PONT, Manuel. "Manual de Derecho Mercantil". Décima edición. Madrid: Tecnos. 1994. pp. 528 y 529.

⁴³ Ley 26702, Artículo 11.- "Toda persona que opere bajo el marco de la presente ley requiere de autorización previa de la Superintendencia de acuerdo con las normas establecidas en la presente ley. En consecuencia, aquélla que carezca de esta autorización, se encuentra prohibida de:

1. Dedicarse al giro propio de las empresas del sistema financiero, y en especial, a captar o recibir en forma habitual dinero de terceros, en depósito, mutuo o cualquier otra forma, y colocar habitualmente tales recursos en forma de créditos, inversión o de habilitación de fondos, bajo cualquier modalidad contractual (...)"

la regulación del mercado financiero y a la supervisión por parte de la mencionada autoridad.

Ahora, la posición de una institución financiera cuando otorga un crédito no es distinta de la de cualquier inversionista que espera obtener un retorno determinado sobre el principal colocado⁴⁴. Como toda inversión, la medida en que se exponga la misma a distintas fuentes de riesgo y el plazo al que deberá sujetarse la exigibilidad del crédito son factores a ser tomados en cuenta para calcular el valor de la colocación. La diferencia que distingue a las empresas del sistema financiero de cualquier otro negocio es que las técnicas de gestión de riesgos no se aplican según criterios de oportunidad o conveniencia, sino por imperativos de la regulación del sector. La lógica de ello es que al estar involucrado el ahorro público, el retorno efectivo o real de las colocaciones de las instituciones del sistema financiero con cargo a las cuales se atendería el retiro de los depósitos o las imposiciones no puede verse comprometido por prácticas financieras y contables audaces u oportunistas. Como veremos a continuación, las entidades del sistema financiero están sometidas a estrictas exigencias de diversificación de riesgo, de asimilación del mismo para poder compensar el deterioro de sus colocaciones (por ejemplo, aumento de la posibilidad de incobrabilidad de los créditos) y de calce⁴⁵ de sus operaciones activas y pasivas.

En cuanto a la diversificación de riesgo, la regla general que orienta a las empresas del sistema

financiero a evitar concentrar sus colocaciones en una sola fuente riesgo, o como se dice coloquialmente en colocar “todos los huevos en una canasta”⁴⁶, se encuentra en el artículo 8 de la Ley de Bancos como una restricción a la libertad de asignación de recursos. Las pautas para evitar la concentración de cartera recogidas en la Ley de Bancos constituyen una primera forma de manejar el riesgo de contraparte o riesgo de crédito⁴⁷.

El capítulo II del Título II de la Ley de Bancos se ocupa de los límites operacionales que apuntan a la diversificación del riesgo en las colocaciones de las empresas del sistema financiero. El concepto que es tomado como referencia fundamental para calcular los límites operacionales es el patrimonio efectivo. El patrimonio efectivo es un concepto extra-contable que implica la adición y detracción de ciertos conceptos detallados en el artículo 185 de la Ley de Bancos al patrimonio contable de una empresa del sistema financiero. La razón detrás de ello es la de identificar de una manera conservadora aquellos elementos que de alguna manera aligeran la carga financiera de las empresas supervisadas o pueden servir de sustento efectivo para atender dicha carga.

En primer lugar, existe un límite global respecto a los activos y créditos contingentes, ponderados por riesgo crediticio⁴⁸, de las empresas del sistema financiero, incluyendo sus sucursales en el extranjero, el mismo que no puede superar de once veces su patrimonio efectivo. No obstante, junto a este límite global existen una serie de

⁴⁴ El financiamiento otorgado por estas instituciones puede ser asimilado a una inversión en renta fija (es decir, aquella en donde el rendimiento está al menos contractualmente preestablecido).

⁴⁵ El término “calce” hace alusión a una coincidencia de los plazos de vencimiento y de moneda en la que estén denominadas las operaciones pasivas (depósitos a plazo) y activas (créditos) de las instituciones financieras. Ello posibilita a las instituciones financieras contar con liquidez suficiente para atender oportunamente las obligaciones contraídas con los ahorristas.

⁴⁶ “Los intermediarios financieros hacen algo más que realizar el papel de intermediarios entre los prestamistas últimos (ahorradores) y los prestatarios últimos. También desempeñan un papel muy importante al ofrecer a los ahorradores un activo que constituye un portafolio bien diversificado de activos. Por ejemplo, si a un ahorrador pequeño se le pidiera entenderse directamente con los prestatarios últimos como, por ejemplo, un comprador de vivienda que buscara dinero a través de una hipoteca, el ahorrador pequeño estará ‘poniendo todos sus huevos en una sola canasta’. Terminaría teniendo solamente un activo, un contrato hipotecario sobre una parte de la propiedad. Poseer este número limitado de activos aumenta el riesgo de incumplimiento y de perder la totalidad de su portafolio de activos”. MILLER, Roger y Robert PULSINELLI. Op. cit. pp. 54 y 55.

⁴⁷ El riesgo de crédito o de contraparte está vinculado a aquellas causas que pueden depender de la conducta o situación financiera del deudor. Típicamente se trata de un riesgo diversificable en la medida en que, como regla general, la suerte de un deudor no depende de la de otro. Al estar expuesto a varias fuentes de riesgo, las mayores posibilidades de cobranza de una colocación compensa las menores posibilidades de que ocurra lo mismo con otra. Fuera del riesgo de contraparte, las empresas del sistema financiero deben manejar otras fuentes de riesgo para que puedan comprometer el retorno de sus colocaciones. Es así como se tienen: (a) las normas sobre riesgo cambiario crediticio aprobadas por Resolución SBS 41-2005, que tratan sobre el manejo del riesgo vinculado a fluctuaciones del valor de la moneda en que estén expresadas las colocaciones de las entidades supervisadas; (b) el Reglamento para la Administración de los Riesgos de Operación, aprobado por Resolución SBS 006-2002, que trata sobre el manejo de los riesgos vinculados a la administración interna y a los sistemas empleados por las entidades supervisadas en sus operaciones; (c) el Reglamento para la Supervisión de los Riesgos de Mercado, aprobado por Resolución SBS 509-98; y, (d) el Reglamento de Riesgo País, aprobado por Resolución SBS 505-2002. Estos dos últimos reglamentos están relacionados con el manejo del riesgo no diversificable, es decir, no depende de un deudor o de una industria específica, sino que responden a factores de orden macroeconómico.

⁴⁸ La referencia a activos contingentes y a su ponderación por riesgo crediticio está asociada a una clasificación de los activos de las empresas del sistema financiero (ver artículos 188 al 193 de la Ley de Bancos) en cinco categorías en función de su riesgo: 0%, 10%, 20%, 50% y 100%. La ponderación implica que el valor de una colocación será multiplicada por uno de los cinco factores y el producto resultante se sumará para efectos de calcular el límite global de exposición al riesgo. Naturalmente, los activos con riesgo cero (artículo 189 de la Ley de Bancos) no se suman al cálculo del límite global.

límites individuales que buscan garantizar una colocación prudencial de los recursos que son captados de los ahorristas. Cabría destacar el llamado límite individual, que consiste en 10% del patrimonio efectivo de la entidad del sistema financiero⁴⁹. Es importante tener presente que cuando una empresa requiere de liquidez, pero sus posibilidades de apalancarse con una entidad específica están limitadas por soportar una parte sustancial de los créditos de la misma, puede recurrirse a formas de financiamiento que aislen el riesgo inherente a la condición financiera del deudor. Ejemplos típicos de estas operaciones alternativas son la titulización de activos y el *factoring* o factoraje (en donde a diferencia del descuento, el riesgo de contraparte se traslada al deudor cedido al haber una cesión de crédito sin recurso).

Un segundo filtro relacionado con el manejo de riesgo de contraparte que complementa a los criterios de diversificación es el del régimen de provisiones (artículo 133 de la Ley de Bancos). Las provisiones son reservas que resultan de un ajuste contable contra resultados. En buena cuenta, representan un gasto que se detrae de las utilidades obtenidas por una empresa del sistema financiero. Esta reserva se constituye para efectos de paliar el deterioro o aumento de riesgo de incobrabilidad de las colocaciones efectuadas. Al reducirse la capacidad de pago del deudor (criterio fundamental para la evaluación del riesgo de crédito), aumenta la desviación estándar, y con ello disminuye el valor esperado del rendimiento promedio. Las provisiones sirven para “separar” un monto de recursos que de alguna manera compensa el deterioro del valor esperado de una colocación. Existen dos grandes tipos de provisiones: las genéricas y las específicas. Las provisiones genéricas representan 1% de la cartera normal (es decir aquella que no ha visto reducidas sus probabilidades de cobranza) y debe ser efectuada más allá del deterioro de las colocaciones. Dicho de otro modo, es independiente del riesgo de crédito o de contraparte y constituye una reserva para atender riesgos no diversificables. Las provisiones específicas son aquellas que deben hacerse cuando la capacidad de pago de un

deudor se ha visto reducida, lo cual lleva a que el mismo deje de ser clasificado como un deudor “normal”⁵⁰.

En cuanto al calce de las operaciones activas y pasivas de las empresas del sistema financiero (artículo 178 de la Ley de Bancos), se guarda la lógica de que no es sano asumir obligaciones a un plazo en el que el retorno de una inversión aún no se ha materializado. Es decir, no resulta una práctica sana asumir deuda a corto plazo sólo para colocar los recursos obtenidos en inversiones de lenta maduración ni la estructura inversa (sea porque podría comprometer la capacidad de cobertura del servicio de deuda, en el primer caso, o sea porque el apalancamiento estaría siendo usado en un nivel por debajo del punto óptimo, en el segundo caso). Lo mismo se exige respecto de la moneda en las que estén denominadas sus operaciones. El fondeo en una moneda y el rendimiento en otra pueden dejar severamente expuesta a la empresa del sistema financiero a fluctuaciones en el tipo de cambio.

Siendo rigurosos, la verificación del cumplimiento de las obligaciones impuestas por la regulación del sistema financiero le corresponde principalmente a los abogados internos de las entidades pertenecientes a dicho sistema más que a los asesores externos (que bien pueden asistir a la entidad otorgando el financiamiento o a la empresa que lo recibe).

La tarea del abogado externo variará dependiendo de cuál sea la parte que asesore en la operación de financiamiento. En caso se asesoré a la parte que reciba el financiamiento, será particularmente relevante enfatizar en los aspectos positivos de la situación financiera de la empresa, así como en la identificación de activos realengos, en caso los hubiese, que pudiesen ser afectados en garantía⁵¹. Este análisis incidirá en el cálculo de la tasa de interés que finalmente sea estipulada en el contrato. Junto a esta tarea que incide más en una fase pre-contractual, también cabe destacar la revisión y negociación del clausulado del contrato principal y de los contratos o instrumentos accesorios a la operación. La premisa

⁴⁹ Para el cálculo de los límites individuales, es importante tener en cuenta cuándo se está financiando a personas vinculadas por riesgo único, para lo cual es necesario recurrir a los criterios establecidos en el artículo 103 de la Ley de Bancos y en las Normas Especiales sobre Vinculación y Grupo Económico, aprobadas por la Resolución SBS 445-2000.

⁵⁰ Los lineamientos para la clasificación de deudores y realización de provisiones se encuentran en el Reglamento para la Evaluación y Clasificación del Deudor y la Exigencia de Provisiones, aprobado por Resolución SBS 808-2003.

⁵¹ Para ello, es fundamental identificar rigurosamente la existencia de contingencias que pudieran comprometer en el futuro la aplicación de los flujos de efectivo al repago de financiamiento (considerando que estas contingencias muchas veces no se encuentran reflejadas en las partidas de los estados financieros, por lo cual las ratios tradicionales no las toman en cuenta) o que incluso pueda llevar a que se afecte el carácter realengo de los activos a fungir como potenciales garantías.

del deudor es evitar la inclusión de cláusulas en el contrato de financiamiento que incluyan obligaciones (*convenants*) cuyo cumplimiento escape a su control o sea muy oneroso, o causales de incumplimiento excesivamente vagas o que respondan a hechos que no le sean imputables, o incluso, la previsión de remedios en beneficio del acreedor en un escenario de incumplimiento que no se desprendan de los usos habituales de mercado o de los mecanismos para atenuar el riesgo del ahorrista que establece el artículo 132 de la Ley de Bancos⁵² (en el supuesto que el acreedor sea una entidad del sistema financiero nacional).

En caso se asesore al proveedor del financiamiento, la tarea será básicamente la inversa. El equipo de abogados en este escenario deberá ser más conservador al momento de identificar las contingencias que puedan eventualmente comprometer la disponibilidad sobre los flujos de caja futuros y aquellos activos que puedan servir de respaldo para el repago del financiamiento.

Un instrumento que suele ser empleado en los financiamientos otorgados por instituciones del sistema financiero es el pagaré incompleto (o llamado cotidianamente pagaré “en blanco”). Los financiamientos otorgados por empresas del sistema financiero suelen materializarse en líneas de crédito (revolventes o no), en donde no puede afirmarse que exista una obligación a cargo del prestatario desde el momento de la celebración del contrato correspondiente, exceptuando, por supuesto, el pago de comisiones para mantener la facilidad disponible. Bajo esta lógica, sería inútil que el acreedor intente “prever” de antemano en el pagaré cuál sería el monto adeudado por el deudor en un momento determinado durante la vida del contrato⁵³. Atendiendo a esto último, es de interés del acreedor, siempre que tenga la expectativa de hacer su crédito efectivo ante cortes peruanas, el tomar los recaudos que aseguren que el pagaré “en blanco” haya sido emitido de conformidad con lo que exige la Ley 27287, Ley de Títulos Valores (en adelante, “LTV”), para los títulos valores incompletos. El interés del deudor,

por otro lado, radicarán en que las instrucciones para el llenado del pagaré estén claramente detalladas en el contrato (relación causal) que da origen a la relación cambiaria.

III. OPERACIONES SUJETAS A LA REGULACIÓN DEL MERCADO DE VALORES

Una opción alternativa a fondearse vía contratos de crédito con empresas del sistema financiero es la emisión de instrumentos financieros en el mercado de valores. De acuerdo a una lectura conjunta de las referencias al concepto de “valor mobiliario” recogidas en el artículo 3 del Decreto Legislativo 861 (Ley de Mercado de Valores cuyo Texto Único Ordenado fue aprobado por Decreto Supremo 093-2002-EF y, en adelante, “LMV”), artículo 255.5 de la LTV y artículo 5 del Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios (aprobado por Resolución CONASEV 141-98-EF/94.10, y en adelante, “ROPP”), puede entenderse por dicho término cualquier título que incorpore derechos crediticios, dominiales o de participación en el capital, patrimonio o utilidades del emisor.

Atendiendo a la definición de “valor mobiliario”, es posible entender que el concepto incluye, sin estar limitado a los que se mencionan, a instrumentos representativos de deuda (por ejemplo, bonos, papeles comerciales, etcétera) e instrumentos representativos de capital (por ejemplo, acciones). Como se puede ver, una empresa, a través de la emisión de valores mobiliarios, tiene la opción de recibir tanto deuda cuanto capital vía la emisión de valores mobiliarios.

Ahora, una distinción clave que debe considerarse en la emisión de valores mobiliarios es que los mismos pueden ser colocados (i) vía oferta pública; o, (ii) vía oferta privada. El estar dentro del alcance de uno u otro concepto es de suma relevancia, ya que ello determinará si será de aplicación la regulación sobre mercado de valores y si la Comisión Nacional de Supervisión de Empresas y Valores (en adelante, “CONASEV”) tendrá injerencia sobre la emisión.

⁵² Como ejemplos más destacables del artículo 132 de la Ley de Bancos podemos señalar: (i) el mérito ejecutivo de las liquidaciones de los saldos deudores; (ii) la aceleración de plazos pactados para el repago de una deuda en caso se verifique un incumplimiento; (iii) la preferencia en la cobertura de las obligaciones garantizadas por valores, recursos y demás bienes de los deudores de las entidades supervisadas, etcétera.

⁵³ Este tipo de previsiones resultan incompatibles con la naturaleza de una línea de crédito, en donde no puede anticiparse si la misma será utilizada íntegramente o cuál será el saldo deudor en la fecha en que se verifique un evento de incumplimiento que pueda justificar el ejercicio de la acción cambiaria (además de otros remedios o garantías que puedan asistir al acreedor).

La Oferta Pública de Valores es definida por el artículo 4 de la LMV como “la invitación adecuadamente difundida que una o más personas naturales o jurídicas dirigen al público en general, o a determinados segmentos de éste, para realizar cualquier acto jurídico referido a la colocación, adquisición o disposición de valores mobiliarios”. Conceptos claves como (i) la noción de invitación; (ii) la idoneidad de su difusión; (iii) el público en general o segmentos de éste; y, (iv) los actos jurídicos tendientes a la colocación, disposición o adquisición de valores mobiliarios son desarrollados por el artículo 6 del ROPP y, en un caso en particular, un pronunciamiento del Tribunal Administrativo de CONASEV⁵⁴ ofreció pautas adicionales para aclarar los mencionados conceptos.

La idea básica detrás de la aplicación de la LMV (junto con el resto de regulación sobre el mercado de valores) exclusivamente a las ofertas públicas de valores reside en el hecho de que es en estos escenarios donde se estima que el interés público se ve comprometido. La regulación del mercado de valores en el Perú establece un sistema de transparencia y no un sistema de control. Ello implica que la función de dicha regulación es la de corregir la asimetría de información que existe entre los inversionistas y la empresa emisora (que de alguna manera identificamos al repasar la teoría del *pecking order*) y no busca controlar la calidad de los instrumentos que pueden ser ofertados en el mercado. Dicho de otro modo, la tutela del interés público no se busca a través de la restricción en la circulación de valores “riesgosos”⁵⁵, sino garantizando un flujo de información adecuado que al denominado “inversionista sensato” (estándar empleado por la regulación del mercado de valores para conceptualizar a una persona desprovista de conocimientos sofisticados sobre el mercado bursátil) le permita tomar una decisión de inversión adecuada.

La oferta privada de valores es definida de manera negativa en el artículo 5 de la LMV. Ello implica

que se entenderá que toda oferta de valores que no guarde las características de una oferta pública será considerada como una oferta privada siempre que no se utilicen medios masivos de difusión. El artículo 5 de la LMV contempla dos supuestos que califican *per se* como ofertas privadas (nuevamente, siempre que no se empleen medios masivos de difusión) que están referidos a las ofertas dirigidas exclusivamente a inversionistas institucionales y las ofertas donde el valor nominal de cada instrumento emitido supere los S/. 250,000.00 (actualmente dicho valor ha sido ajustado en S/. 287,821.28). La lógica de ello es que, atendiendo a la calidad de los inversionistas o a la magnitud de la oferta, se entiende que los destinatarios de la misma son sujetos que están en la capacidad de poder comprender mejor los términos y características de la oferta sin necesidad de ser asistidos por los estándares de transparencia impuestos por la regulación pertinente.

Muchas veces el servicio de los abogados es requerido para efectos de discernir si una operación califica como una oferta pública o una oferta privada. No debe perderse de vista que el hecho de que una oferta califique como “privada” no excluye la participación de los abogados en la ejecución de la operación. Si bien en estos escenarios la aplicación de la regulación sobre mercado de valores es excluida, al verse involucrados muchas veces inversionistas institucionales como destinatarios de la oferta, se requiere un conocimiento adecuado de las normas que restringen las inversiones de las entidades sujetas a la supervisión de la SBS⁵⁶ y de CONASEV.

En la medida que se esté en el escenario de una oferta pública, la asesoría a ser brindada por el abogado incluye la preparación de los contratos y documentos informativos vinculados a la emisión, así como el trámite de inscripción del valor en el Registro Público del Mercado de Valores (en adelante, “RPMV”). La inscripción del valor, según lo previsto en el ROPP, puede seguir el “trámite general”, para los casos en donde se pretenda

⁵⁴ Ver: Resolución del Tribunal Administrativo de CONASEV 124-2003.

⁵⁵ Quizás la única excepción a esa regla podría encontrarse en la exigencia de constitución de garantías específicas en el marco de las emisiones de bonos. Cuando el monto de la emisión supera el patrimonio neto del emisor, se exige que se ofrezcan ciertas garantías en respaldo de la emisión. En este escenario, no basta informar al inversionista del riesgo que estaría asumiendo de suscribir un bono emitido bajo las condiciones antes anotadas, sino que debe ofrecerse garantías que puedan compensar el mayor riesgo de incobrabilidad. Sobre el particular, conviene referirse al artículo 305 de la LGS, el artículo 90 de la LMV y el artículo 3 inciso c) de la Resolución CONASEV 141-1998-EF/94.10 (que aprobó el ROPP) modificado por la Resolución CONASEV 023-2006-EF/941.0 y la Resolución CONASEV 055-2006-EF/94.10.

⁵⁶ Ejemplos de dichas normas se encuentran representados en la Resolución SBS 039-2002, que regula las inversiones de las empresas de seguros, y en los títulos pertinentes del Decreto Ley 25897 (Ley del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones, cuyo Texto Único Ordenado fue aprobado por Decreto Supremo 054-97-EF) y de su Reglamento; en los títulos VI y VIII del Compendio de Normas de Superintendencia Reglamentarias del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones, y en la Resolución SBS 008-2007, que regula las inversiones de las AFP en el exterior.

emitir una sola serie de valores, o el “trámite anticipado”, para los casos donde exista un programa en el marco del cual se emitirán varias series de valores. En caso la oferta involucre la emisión de acciones, debe destacarse que el valor además de estar inscrito en el RPMV deberá necesariamente estar listado en la Bolsa de Valores de Lima de conformidad con el artículo 83 de la LMV⁵⁷.

En el capítulo anterior revisamos las distintas consideraciones que influenciaban en la decisión de financiarse vía deuda o vía capital; ahora, es oportuno destacar que recibir deuda de entidades financieras no es lo mismo que recibir deuda del público mediante la emisión de instrumentos de renta fija (papeles comerciales, bonos, etcétera). Existen, también, una serie de consideraciones a ser tomadas en cuenta que influirán en la decisión de endeudarse de una u otra forma.

El primer aspecto está relacionado estrictamente con el costo de capital. En principio, tomar deuda de una entidad del sistema financiero puede ser más costoso que hacerlo vía la emisión de instrumentos de deuda. La razón de ello se encuentra en el hecho de que la tasa de interés a ser cobrada por la entidad financiera incorporará aquel diferencial (el llamado *spread*) sobre sus tasas pasivas para efectos de obtener un retorno de la colocación que realice⁵⁸. En la emisión de instrumentos de deuda, la tasa de interés, al no tener que cubrir el costo de capital, que a su vez soporta el acreedor en el escenario antes descrito, tenderá naturalmente a ser más baja.

Ahora, un segundo aspecto también relacionado con el costo de capital, aunque no directamente

con la tasa de retorno a ser exigida por el proveedor de financiamiento, es el de los costos de transacción⁵⁹. Los altos de costos de transacción⁶⁰ involucrados en una emisión de valores mobiliarios determinan que la premisa explicada en el párrafo anterior sólo se verifica en aquellos supuestos en donde, por la magnitud del financiamiento, queda justificada la incursión en los costos de emisión.

Un tercer aspecto que puede influenciar en la decisión de tomar deuda del público vía la emisión de instrumentos de renta fija está relacionado con el concepto de “señalización” que fue explicado en el capítulo anterior. El apalancamiento en el mercado de valores puede dar indicios respecto de la confianza que se tiene sobre el éxito de un negocio y eso, lógicamente, puede influenciar en la determinación de la tasa de interés a la que estará sujeto el monto de la emisión. Si la percepción del riesgo es menor por parte del potencial suscriptor de los instrumentos emitidos, éste estará dispuesto a aceptar un menor rendimiento para su inversión (es decir, una menor tasa de interés).

Un cuarto aspecto a tener en cuenta al momento de decidir entre tomar deuda de entidades del sistema financiero o vía la emisión de instrumentos de renta fija es el potencial “escudo político” que podría generar la colocación de dichos valores en el público o en inversionistas institucionales (como las AFP, empresas del sistema de seguros o empresas del sistema financiero) que, a su vez, manejan recursos provenientes del ahorro público. Dicho de otro modo, al estar el ahorro público comprometido con cierta industria específica, puede llegar a desincentivarse la introducción de cambios legislativos o regulato-

⁵⁷ Para efectos de un cabal cumplimiento del procedimiento destinado a conseguir la aprobación de una oferta pública de valores, así como para la adecuada elaboración de los documentos informativos relacionados a la oferta, debe manejarse las disposiciones contenidas en el ROPP, en el manual para el cumplimiento de requisitos aplicables a las ofertas públicas de valores mobiliarios y en las normas comunes para la determinación del contenido de los documentos informativos.

⁵⁸ “En principio, y bajo ciertas condiciones, el mercado de valores busca ser una fuente de financiamiento más barata que el sistema bancario en razón de que no tienen el componente de intermediación indirecta. El banco, al intermediar entre depositantes y prestatarios, es responsable por los fondos prestados y de una adecuada medición de los riesgos asociados, lo que se traduce en la reducción de la retribución de los depósitos y el incremento de la tasa en las operaciones de crédito. A ello hay que agregar el margen de utilidad para el banco. En ese sentido, un mercado de valores eficiente, permitirá que los emisores puedan financiarse a un menor costo y que los inversionistas reciban una mayor retribución por su dinero”. Ministerio de Economía y Finanzas. Resultado de la Consulta Ciudadana. “Acceso a Financiamiento a través del Mercado de Valores”. 2001. p.16.

⁵⁹ “Una segunda condición que el emisor tiene que cumplir es que sus necesidades de financiamiento deben ser de la magnitud necesaria que permita diluir los costos de transacción propios del mercado de valores. En el caso de los instrumentos de deuda, además de la tasa de rendimiento ofrecida a los inversionistas, las empresas deben asumir también costos de estructuración, colocación, representante de obligacionistas y clasificación de riesgo; los cuales en su mayoría son costos fijos, por lo que la magnitud del monto a emitir (...) será una variable fundamental en la determinación del costo efectivo de la emisión. Esto último quiere decir que sólo podrán acceder al mercado de valores aquellas empresas que estén en condiciones de asumir los costos de transacción sin que la rentabilidad de su oferta pierda atractivo para el inversionista. En la actualidad los costos de transacción en el mercado de valores peruano sólo justifican emisiones mayores a US\$ 10 millones (...) lo cual limita el acceso de empresas medianas y pequeñas”. Ministerio de Economía y Finanzas. Resultado de la Consulta Ciudadana. Op. cit. p. 25.

⁶⁰ Costos que están representados en los montos desembolsados durante el trámite de aprobación de la emisión por CONASEV cuando ello sea necesario, los honorarios del estructurador de la operación, del agente colocador; los costos de oportunidad representados en el tiempo que podría tomar la colocación de los instrumentos desde que se toma la decisión de apalancamiento; etcétera.

rios que perjudiquen el retorno inicialmente proyectado para una operación (y con ello, la capacidad de generar flujos de caja para repagar los instrumentos emitidos). De esta forma, consigue mitigarse el riesgo no diversificable que fue explicado oportunamente.

Un quinto aspecto que debería ser tomado en cuenta es el de la obligación de cumplir con los estándares de transparencia impuestos por la regulación de mercado de valores que pueden llegar a ser mucho más rigurosos que el escrutinio a ser realizado por una entidad del sistema financiero en la verificación del estado de cumplimiento de uno de sus deudores. Debe tenerse presente, particularmente, que la sanción resultante de una infracción a las normas de transparencia caen en cabeza del emisor que se fondea en el mercado de valores. En el caso de los préstamos de entidades del sistema financiero, si bien el volumen de información sobre el deudor a ser requerido puede asemejarse al exigido por la regulación de mercado de valores, cualquier insuficiencia de dicha información determina la responsabilidad administrativa de la entidad supervisada, mas no del deudor⁶¹.

Finalmente, podría destacarse también que las condiciones del financiamiento a ser otorgadas por una empresa del sistema financiero pueden ser más flexibles o permitir contar, de algún modo, con una fuente de financiamiento susceptible de adaptarse a las operaciones de la empresa financiada. Bajo el esquema de una línea de crédito revolvente se puedan financiar operaciones a corto plazo y luego repagar los montos utilizados con los flujos generados por las ventas, repitiendo el proceso múltiples veces sin necesidad de celebrar un nuevo contrato e incurrir en nuevos costos de transacción. En lo que atañe a la emisión de instrumentos de deuda, no se tiene la facilidad de mantener un monto de crédito permanentemente autorizado. Una vez emitidos los instrumentos de deuda, éstos son pagados hasta su amortización total. Siendo así, el plazo para el repago y la naturaleza de las operaciones a ser financiadas (operaciones ordinarias en lugar de

proyectos específicos) representan otros factores a influenciar la decisión de apalancamiento.

6. COLOFÓN

Tras la revisión de este artículo se espera que el lector pueda retener conceptos elementales relacionados a las finanzas corporativas. Naturalmente, el propósito de este artículo no era el de proporcionar un estudio especializado sobre la materia, pretensión que desde luego escapa a la extensión del mismo. A continuación, destacamos las ideas principales que han sido materia de nuestra revisión:

- Es indispensable para el entendimiento de ciertas cláusulas contractuales, así como para evaluar la capacidad de una empresa de financiarse vía recursos externos (sea deuda o capital), el poder dar una lectura adecuada a sus Estados Financieros e identificar las principales ratios financieras.
- No puede dejar de tenerse en cuenta el efecto del transcurso del tiempo en el valor del dinero. Constituye prácticamente un dogma que el dinero con el que uno puede contar al día de hoy vale más que el mismo monto con el que uno podría contar mañana. Ello es así porque el dinero no es ocioso y siempre existe la posibilidad de poder colocar el mismo en una inversión que tenga la expectativa de generar un margen de rentabilidad.
- Por otro lado, tampoco puede dejar de tenerse en cuenta el efecto del riesgo en el valor del dinero. Un monto de dinero libre de riesgo vale más que el mismo monto sujeto a riesgo. Cuando uno realiza una inversión, debe entenderse que el rendimiento esperado es un concepto distinto al rendimiento real o efectivo. En el análisis del rendimiento esperado entran a tallar la apreciación del riesgo (concebido el mismo como todo aumento en la distribución de probabilidades de que se verifique el resultado esperado). Asimismo, no debe perderse de vista de que existen riesgos que pueden ser

⁶¹ Para tener una idea sobre el volumen de información que debe ser revelada por el emisor de valores inscritos en el RPMV, se puede revisar el Reglamento de Hechos de Importancia, Información reservada y Otras Comunicaciones (aprobado por Resolución CONASEV 107-2002-EF/94.10), el Reglamento de Información Financiera (aprobado por Resolución CONASEV 103-99-EF/94.10) y el Reglamento de Propiedad Indirecta, Vinculación y Grupos Económicos (aprobado por Resolución CONASEV 90-2005-EF/94.10).

diversificados (es decir, la posibilidad de colocar el dinero en varias apuestas en lugar de una sola) o coberturados, y otros que no.

- La estructura de capital de una empresa no es irrelevante en el valor de la misma ni en su costo de capital (es decir que el costo relacionado al fondeo con recursos externos y que está representado en la tasa de retorno exigida por los tomadores de deuda y de capital). Existe un equilibrio óptimo en la relación del apalancamiento con el capital. Este punto óptimo es aquel donde el valor del "escudo fiscal" relacionado al servicio de deuda es igualado por los costos de insolvencia y de agencia.

- La política de distribución de dividendos de una empresa no es irrelevante en el valor de la misma ni en su costo de capital. Siguiendo la teoría del *pecking order*, las utilidades retenidas deberían representar la primera fuente de financiamiento. No obstante, teniendo presente las repercusiones que podría traer la reinversión de utilidades en el valor de una empresa, la reinversión sólo estará justificada en la medida en que las oportunidades de inversión de la empresa sean más rentables que una inversión libre de riesgo susceptible de ser tomada directamente por el inversionista en caso se paguen dividendos.

PARA ENTENDER EL PROJECT FINANCE

Ismael Noya de la Piedra*
Juan Carlos de los Heros Eche copar**

El desarrollo, el día de hoy, está ligado a grandes proyectos: grandes carreteras que conectan regiones, plantas de todo tipo que generan recursos para las ciudades, redes de comunicación que unen al mundo, sólo por nombrar algunos ejemplos. Así, la dinámica misma del mercado de inversiones ha generado una figura como el Project Finance, que vuelve viable el financiamiento de grandes proyectos en un marco de seguridad financiera y bajos costos de transacción. Referirse a Project Finance, como señalan los autores, es finalmente hablar de nuestro propio desarrollo y de su puesta en marcha.

Con gran claridad expositiva y desde un punto de vista práctico, los autores desarrollan en las siguientes páginas los principios legales de esta técnica cada vez más frecuente en nuestro medio, haciendo de éste un artículo útil para todo aquél que realice un operación de estas magnitudes.

* Abogado por la Pontificia Universidad Católica del Perú. MCJ de New York University. Socio Principal del Estudio Eche copar.

** Abogado por la Pontificia Universidad Católica del Perú. LL.M. de Cornell University. Asociado Principal del Estudio Eche copar.

I. INTRODUCCIÓN Y OBJETO DEL ARTÍCULO

Hablar del financiamiento de proyectos o *project finance* es hablar de miles de millones de dólares de inversión en infraestructura en todo el mundo. Significa referirse a proyectos de construcción y operación de infraestructura de diversa índole, como lo son centrales hidroeléctricas, plantas de energía, plantas de licuefacción de gas, gaseoductos, oleoductos, refinerías, puertos, aeropuertos, etcétera; así como de proyectos de explotación de recursos naturales, como puede ser la explotación de una nueva mina. Es hablar, entonces, de operaciones complejas en las que intervienen gran número de actores y en las que confluyen diversas disciplinas.

El Perú no es extraño al uso de esta técnica de financiamiento. En los últimos años se han desarrollado en el país importantes proyectos de infraestructura que han sido financiados utilizando esta técnica de contratación. Sin embargo, el déficit de infraestructura en el país es aún enorme¹, por lo que hablar del *project finance* es referirse finalmente a nuestro desarrollo.

Si bien *project finance* es un término conocido para la mayoría de los abogados y financistas en el Perú, entendemos que quienes han tenido la oportunidad de participar en alguna operación de esta especie forman un grupo no muy grande. Si hablamos de los estudiantes de derecho, por otro lado, quizá sólo un número pequeño de ellos tiene una idea clara de su contenido y significado.

Así, el objeto de este artículo es explicar en forma general los aspectos legales más relevantes del *project finance*, desde un punto de vista práctico, de manera que le sirva al lector como una introducción a esta fascinante técnica de contratación y que le permita comprender su lógica y funcionamiento. Sería inútil tratar de cubrir en este artículo todos los elementos del *project finance*, por lo que vamos a concentrarnos en aquellos necesarios para llegar a entenderlo.

II. ORIGEN Y DEFINICIÓN

Los orígenes del *project finance* los podemos encontrar en ciertas operaciones de endeudamiento efectuadas por la corona inglesa

en el siglo XIII. Luego, a lo largo de los últimos siete siglos, fue utilizado extensamente para el desarrollo de proyectos de gran envergadura, sobre todo vinculados a la explotación de recursos naturales². No obstante, es en la década de 1980 que su uso se generalizó para el financiamiento de la construcción y la operación de proyectos privados y de proyectos de infraestructura pública con la participación del sector privado.

La técnica del *project finance* está hoy muy identificada también con los proyectos de inversión privada en obras y servicios públicos, generados a través de licitaciones o concursos públicos para el otorgamiento de concesiones, y, en los últimos años, con la utilización de las denominadas "asociaciones público-privadas" (en adelante, "APP"), sobre lo que ya existe importante experiencia en el Perú. Podemos afirmar que hasta el momento, el mayor uso de la técnica del *project finance* en nuestro país se ha dado en los proyectos de concesión bajo esquemas BOT ("*build, operate, transfer*", por sus siglas en inglés, que significa "construir, operar, transferir")³.

Por ello, explicar la estructura y funcionamiento del *project finance* hoy día resultaría difícil sin tener en mente los procesos de concesión y los respectivos financiamientos que han tenido lugar en nuestro país en los últimos años.

Ahora bien, existen muchas definiciones de *project finance* y, dadas sus características, puede resultar difícil que una de ellas resuma satisfactoriamente toda su complejidad. Sin embargo, hay varias definiciones que logran darnos una idea clara de su esencia.

Así, Carlos Marcelo y Carlos Gilberto Villegas definen *project finance* como "(...) una técnica de financiación que se funda básicamente en la bondad y viabilidad del proyecto a financiar, tanto en sus aspectos técnicos, jurídicos, económicos y financieros, y por sobre todas las cosas, en su capacidad para generar un flujo de fondos suficiente para repagar a los proveedores del financiamiento, dado que la financiación se estructura sin recurso contra los patrocinadores o "*sponsors*" o bien, con recurso limitado. Dado que en la práctica, los que proveen el financiamiento requieren ciertas garantías que los cubra ante

¹ Según los cálculos de Instituto Peruano de Economía (IPE), el déficit de infraestructura de servicios públicos en el Perú asciende a US\$ 23,000 millones.

² FINNERTY, John. "Project Financing. Asset-Based Financial Engineering". Nueva York: John Wiley & Sons. 1996. p. 4.

³ Bajo un esquema BOT el concesionario construye y da mantenimiento a la infraestructura durante el plazo de la concesión, pero no es propietario de los bienes de la concesión. En este sentido, a medida que las obras son terminadas, éstas pasan a ser dominio del Estado.

situaciones desfavorables que afecten a los flujos de fondos, los bienes del proyecto se “aíslan” y se afectan en primer término como garantía o colateral del financiamiento prestado, no siendo infrecuente que se exijan también garantías de terceros, agencias internacionales de crédito, etcétera”⁴.

De esta y otras definiciones revisadas se pueden distinguir elementos esenciales del esquema del *project finance*, como son:

- (i) La fuente principal de repago del préstamo, sino la única, está dada por el flujo de fondos que genere la explotación u operación del derecho (como podría ser un derecho de concesión), activo (como podría ser una planta de energía) o recurso natural (como podría ser una mina) objeto del proyecto. De ahí que sea tan importante determinar la bondad del proyecto y su viabilidad técnica, jurídica, económica y financiera.
- (ii) Los bienes del proyecto y la administración del mismo están bajo la titularidad y el control de una tercera persona, diferente a los patrocinadores del proyecto. El proyecto se aísla en una sociedad de propósito exclusivo y los patrocinadores del proyecto son los accionistas o socios de dicha sociedad.
- (iii) Los proveedores de financiamiento para el proyecto no tienen recurso contra los patrocinadores del mismo o sólo tienen recurso limitado contra ellos. Por su parte, los patrocinadores no buscan asumir la responsabilidad del repago del crédito, ni que la deuda del proyecto se refleje como un pasivo en sus estados financieros. Es por esto que al *project finance* se le identifica como una técnica de financiamiento “fuera de balance”. Por ello, la responsabilidad de los patrocinadores está limitada al capital que aporten a la sociedad de propósito exclusivo y/o a las garantías de cualquier tipo que hubieran podido otorgar a favor de los proveedores del financiamiento, pero que no cubren la totalidad del préstamo.

III. CARACTERÍSTICAS

Para entender el *project finance* es necesario prestar atención a sus características, que lo

distinguen de otras formas de financiamiento. Podemos mencionar las siguientes:

A. Financiamiento de proyectos

El *project finance*, como su propio nombre lo dice, está referido al financiamiento de proyectos; pudiendo consistir éstos en la construcción y operación de infraestructura de diversa índole, así como en la explotación de recursos naturales que requieran el desarrollo de una determinada infraestructura. Todo proyecto objeto de un *project finance* comprende la construcción de su infraestructura y futura explotación, como fuente de retorno de la inversión.

Como ejemplos, podríamos citar la construcción y operación de la nueva terminal de contenedores del Muelle Sur en el puerto del Callao, y el desarrollo del proyecto Antamina en Cajamarca, que incluyó la construcción de una planta de procesamiento de minerales y un mineroducto para su transporte, así como la construcción de las facilidades portuarias para su exportación.

B. Inversión significativa

Los proyectos objeto de financiamiento son de gran envergadura, por lo que requieren para su desarrollo de una inversión significativa que escape a, o compromete de manera significativa, la capacidad de sus patrocinadores. Estamos hablando de proyectos de cientos y hasta miles de millones de dólares, cuyo financiamiento, por lo general, requiere de más de un proveedor de fondos. En efecto, como explicaremos más adelante, estos proyectos requieren de la participación de varias instituciones financieras, nacionales o extranjeras, privadas, estatales o internacionales, que unen sus esfuerzos para proveer los fondos o las garantías necesarios.

Por la complejidad del esquema, la dedicación intensiva y por el largo tiempo que requiere su implementación, así como por la cantidad de partes que intervienen, la técnica del *project finance* es muy costosa, por lo que su uso no se justifica para proyectos de mediana o pequeña envergadura.

Así, una de las ventajas del *project finance* es que permite que los patrocinadores del proyecto

⁴ VILLEGAS, Carlos Marcelo y Carlos Gilberto VILLEGAS. “Aspectos legales de las finanzas corporativas”. Madrid: Dykinson. 2001. pp. 652-653.

realicen una inversión cuantiosa que exceda su capacidad de endeudamiento o que, aún teniéndola, eviten comprometer de manera sustancial su capacidad de endeudamiento para financiar sus propias actividades.

C. Largo plazo

Teniendo en consideración la gran envergadura de los proyectos y el elevado monto de la inversión requerida, se trata de financiamientos cuyo repago se dará en el largo plazo (generalmente, de ocho a quince años). Pensemos, al respecto, en una concesión de obra pública que es otorgada por un plazo de veinticinco años y cuya inversión será recuperada como mínimo a lo largo de los primeros diez años de la concesión⁵.

En este punto es importante señalar que la infraestructura a desarrollarse generalmente requiere de un plazo extenso para su construcción y puesta en operación (por ejemplo, dos o tres años), y que, obviamente, los fondos necesarios para repagar el préstamo serán generados recién a partir del inicio de la operación de la infraestructura y no antes. Esto constituye un aspecto muy importante del análisis económico y financiero que realiza el estructurador de la operación y de los proveedores de financiamiento, pues significará que éstos no recibirán pago alguno del financiamiento dentro de dicho plazo o al menos no del capital.

D. Uso de vehículo especial

En un *project finance* todos los bienes, derechos y contratos de un proyecto se aíslan en un vehículo especial, que por lo general es una sociedad de propósito exclusivo (*special purpose vehicle* o SPV), es decir, una sociedad constituida con el único objeto de desarrollar el proyecto. Esta nueva sociedad llevará a cabo la ejecución del proyecto y la operación de la infraestructura, por lo que será la que solicite y obtenga el financiamiento. Asimismo, dado que esta sociedad será la dueña del proyecto que generará los flujos, será ella la que esté obligada al repago del financiamiento.

En razón de que esta sociedad tiene como objeto el desarrollo del proyecto, su existencia está limitada a la vida del mismo. Así por ejemplo, una

sociedad concesionaria de una obra o servicio público será liquidada luego de que se produzca la terminación de la respectiva concesión.

Por lo general se usan sociedades anónimas como vehículos especiales, por la flexibilidad que brindan en cuanto a la estructuración del capital y la limitación de responsabilidad de la que gozan los accionistas (patrocinadores). No obstante, eventualmente podría usarse como vehículo especial cualquier otra forma societaria o figura legal, pudiendo ser incluso un fideicomiso, en la medida que permita limitar la responsabilidad de los patrocinadores y asignar riesgos entre las partes conforme a los requerimientos de las instituciones financieras.

El vehículo especial y, obviamente, la estructura de la operación deben ser elegidos buscando la mayor eficiencia de costos y la menor carga tributaria para las partes.

Los objetivos principales de usar una sociedad de propósito exclusivo, entre otros, son los siguientes:

- (i) “Sacar” al proyecto del balance de los patrocinadores, a fin de que el flujo de fondos del proyecto únicamente se encuentre afectado por los riesgos del propio proyecto. Así, los flujos que produce el proyecto no son afectados por los malos resultados que podría obtener una empresa en sus demás actividades y proyectos. Esto resulta también aplicable a los demás activos del proyecto, que podrían ser embargados o afectados de alguna manera por terceros acreedores por causa de las deudas de la empresa originadas en sus demás actividades. De ahí que se diga que el proyecto se financia “fuera de balance”⁶. Por otro lado, esta característica también beneficia a los propios patrocinadores, pues le permite que aíslen el riesgo del proyecto de sus otros negocios.
- (ii) Permitir y facilitar el control sobre la administración del proyecto y sobre el uso de los flujos, lo que se explica líneas abajo.
- (iii) Organizar mejor la participación de los patrocinadores en la administración del

⁵ En este ejemplo, en los quince años restantes del plazo de la concesión los fondos generados por la explotación de la infraestructura pública o, de no ser éstos suficientes, el cofinanciamiento otorgado por el Estado (aporte a favor del concesionario de sumas fijas pactadas en el respectivo contrato de concesión) serían destinados a su mantenimiento y conservación.

⁶ VILLEGAS, Carlos Marcelo y Carlos Gilberto VILLEGAS. Op. cit. p. 650.

proyecto y en el negocio en sí, en base a las habilidades y experiencia de cada uno. Es común ver que en un proyecto de infraestructura participen, por ejemplo, una empresa constructora, una empresa proveedora de equipos y una empresa especializada en la operación de la infraestructura en particular (por ejemplo, de una central hidroeléctrica). Cada una tiene un interés particular en el proyecto y tiene algo que aportar al mismo.

- (iv) Alinear los intereses de los acreedores. Esto se da porque la sociedad no realiza actividades diferentes a las del proyecto y los acreedores son básicamente las instituciones financieras que han proveído de fondos a la sociedad para el desarrollo del proyecto y no para otra cosa. De esta manera, todos los acreedores de la sociedad de propósito exclusivo están enfocados en el éxito del proyecto.

Así, aislar el proyecto y mantenerlo fuera del balance de los patrocinadores resulta ser lo más eficiente para todas las partes.

E. Sin recurso o recurso limitado

Como hemos señalado anteriormente, en un *project finance* los proveedores de financiamiento para el proyecto no tienen recurso contra los patrocinadores del mismo o sólo tienen recurso limitado contra ellos. La responsabilidad limitada de los patrocinadores va de la mano con el uso de la sociedad de propósito exclusivo y el capital que aportan a la misma.

En tal sentido, si la sociedad incumple con el repago del financiamiento, los respectivos proveedores de fondos no podrán demandar a los patrocinadores para que cumplan con el pago de la deuda. Sólo podrán ir contra la sociedad y ejecutar las garantías que ésta o los patrocinadores hubieran otorgado. Así, por ejemplo, es común que los patrocinadores graven las acciones o participaciones de su propiedad que representan el capital de la sociedad.

No obstante ello, dada su naturaleza sin recurso o con recurso limitado, adicionalmente a las garantías de la sociedad o los patrocinadores, es usual, y en algunas oportunidades necesario, que en un *project finance* se dé lo que se denomina un mejoramiento del crédito (*credit enhancement*), a

través de garantías otorgadas por terceros (por ejemplo, garantías de riesgo político de la Multilateral Investment Guarantee Agency (en adelante, "MIGA"), que veremos más adelante, pólizas de seguro del Export-Import Bank de los Estados Unidos de América, garantías de proveedores, etcétera) o contratos que cubren riesgos particulares (como es el caso de los contratos *take-or-pay*, que veremos más adelante).

F. Flujo de fondos

Como hemos señalado líneas arriba, la fuente principal de repago del préstamo, sino la única, está dada por el flujo de fondos (*cash flow*) que genere la explotación u operación del proyecto.

Para que el proyecto sea viable, el flujo de fondos proyectado a lo largo del plazo del proyecto debe alcanzar para el repago del financiamiento, para el pago de los costos operativos del proyecto y para dar a sus patrocinadores un rendimiento adecuado sobre el capital invertido. Al respecto, es importante tomar en cuenta que, tratándose de un proyecto nuevo, no existe historia financiera ni operativa del mismo, por lo que es indispensable hacer un análisis profundo de su viabilidad.

La buena administración del flujo de fondos es primordial para asegurar el repago a las instituciones financieras proveedoras del crédito. Por ello, dentro de una estructura de *project finance* la gerencia y los órganos de la sociedad de propósito exclusivo no tienen discrecionalidad sobre el flujo de fondos del proyecto⁷.

Los flujos pueden ser de diversos tipos, dependiendo del proyecto de que se trate. Podemos citar, a modo de ejemplo, los siguientes:

- (i) El producto de la venta de minerales, energía, gas, etcétera.
- (iii) La tarifa por el transporte de petróleo a través de un oleoducto.
- (ii) El producto del cobro del peaje en una concesión de una carretera o de la venta de tickets para un metro entregado en concesión.
- (iii) El cofinanciamiento otorgado por el Estado, que es el pago por el Estado Central, un

⁷ Ibid. p. 651.

Gobierno Regional o una Municipalidad, a favor de un concesionario, de sumas fijas pactadas en el respectivo contrato de concesión (dentro de un esquema de APP), para cubrir parcial o totalmente las inversiones, la operación o el mantenimiento de la obra o la prestación del servicio prestado por el concesionario⁸.

G. Control de la administración del proyecto

La restricción en el uso de fondos antes mencionada también alcanza a la administración de la parte operativa del proyecto. Si bien los patrocinadores se mantienen en el control de la sociedad de propósito exclusivo, ésta está sujeta a un estricto monitoreo por parte de las instituciones financieras que incluye el cumplimiento de determinadas obligaciones financieras, así como de la obligación de proporcionar información económica y financiera y del desarrollo del proyecto, en forma periódica (por ejemplo, balances trimestrales y anuales, reporte de avance de obra, reportes operativos, etcétera), y la obligación de obtener y mantener vigentes todas las licencias, permisos y autorizaciones necesarias para ejecutar y operar el proyecto.

El acceso a la información del proyecto es de vital importancia para las instituciones financieras, pues les sirve para monitorear y analizar principalmente la situación financiera y económica de la sociedad, así como los riesgos comerciales y operativos durante el avance del proyecto.

Asimismo, la sociedad está sujeta a limitaciones y restricciones respecto de los gastos e inversiones que puede efectuar, las garantías que puede otorgar a terceros, los pagos que puede realizar, las decisiones que pueden tomar sus órganos de gobierno respecto a cambios en el proyecto, reparto de dividendos, fusiones, adquisiciones, su liquidación o disolución, otorgamiento de nuevas garantías, la constitución de subsidiarias, la operación del negocio, etcétera.

En tal sentido, se establecen en el contrato de préstamo diversas obligaciones de hacer y de no hacer que tienen como misión controlar los actos de los patrocinadores y de la sociedad, a fin de

cautelar los intereses de las instituciones financieras.

H. Distribución de riesgos

Si bien hemos dejado casi para el final esta característica, no es menos importante. En realidad, es de las más relevantes en el *project finance*, pues sólo un cuidadoso análisis de los riesgos y una adecuada distribución de los mismos hacen viable el proyecto y su financiamiento. Lo hace, como se suele decir, “bancable”.

En inglés se habla de la *bankability* de un proyecto, que no es otra cosa que hacer que la estructura de un proyecto y la distribución de los riesgos del mismo sean aceptables a las instituciones financieras para poner en marcha su financiamiento. En este punto debemos resaltar la importancia de la participación de los abogados, pues ellos deben diseñar la estructura contractual y de garantías que blinde de la mejor manera posible al proyecto contra los riesgos que puedan presentarse.

Pero recordemos que se está financiando un proyecto nuevo, sin historia crediticia, siendo entonces esencial poder anticipar la rentabilidad del mismo y los riesgos a los que estará sometida dicha rentabilidad.

Teniendo en consideración todos los riesgos que pueden presentarse, no deja de ser cierto que hay una cuota de “apuesta”, más pequeña o más grande, por parte de las instituciones financieras que respaldan el proyecto. En efecto, hasta cierto punto no hay forma de saber si un riesgo se materializará o no en el futuro, o qué consecuencias específicas o cambios reales podrá generar. Por ello, es necesario recurrir a diversas herramientas para mitigar o limitar dichas consecuencias de producirse.

Ahora bien, los riesgos asociados a un proyecto pueden resultar de tan gran magnitud que no podrían ser asumidos por una sola parte, o no sería prudente que así sea. Dada la ausencia de recurso o el limitado recurso que existe contra los patrocinadores, el *project finance* permite que las diversas partes interesadas en el proyecto compartan los riesgos operativos y financieros, distribuyendo los riesgos entre ellas.

⁸ Al respecto, ver el inciso c) del artículo 14 del Texto Único Ordenado de las normas con rango de ley que regulan la entrega en concesión al sector privado de las obras públicas de infraestructura y de servicios públicos, aprobado por el Decreto Supremo 059-96-PCM.

Las instituciones financieras y cualquier inversionista que aporte capital al proyecto van a preocuparse, entonces, de saber:

- (i) Qué riesgos conlleva el proyecto.
- (ii) Quiénes van a asumir los riesgos y si los van a poder asumir apropiadamente. Los riesgos deben ser distribuidos a aquellas partes que están en mejor aptitud de controlarlos y minimizar sus efectos.
- (iii) Si el retorno que van a obtener de su inversión es adecuado para compensar los riesgos que van a asumir⁹. La correcta distribución de riesgos hace que los costos de cada parte disminuyan.

En consecuencia, se busca la forma económicamente más eficiente de distribuir los riesgos. Cualquier riesgo que no pueda ser imputado contractualmente a alguna de las partes será un riesgo residual que queda a cargo de los patrocinadores del proyecto y, por lo tanto, deberá estar cubierto por el capital aportado por éstos a la sociedad de propósito exclusivo¹⁰.

Las instituciones financieras detestan las sorpresas, lo impredecible. Ellas no querrán asumir riesgos sobre los que no sean capaces de realizar un cuidadoso análisis o cuyos efectos no puedan ser calculados o mitigados hasta cierto grado. Así, las instituciones financieras pueden asumir el riesgo de una demora razonable en la construcción de la infraestructura porque el contratista está preparado para asumir la responsabilidad de los daños que el retraso genera, pero obviamente no estarán dispuestos a asumir un retraso de tal extensión que ponga en peligro la viabilidad del proyecto¹¹.

A mayor riesgo, las instituciones financieras exigirán un mayor retorno (mayor tasa de interés),

un menor plazo para el repago del financiamiento o incluso podrán decidir no invertir. El riesgo encarece el costo del financiamiento (a mayor riesgo, más garantías, más contratos, más partes, más análisis; en conclusión, más gastos).

Entendida la importancia de la distribución de los riesgos, es claro que los riesgos deben ser plenamente identificados y analizados. Para ello se realizan **estudios de medición de riesgos** de diversa índole:

1. Técnicos

Las instituciones financieras que van a proveer de fondos al proyecto contratan ingenieros consultores independientes para que les informen, entre otras cosas, si: (a) la infraestructura puede ser construida en el plazo programado, (b) los costos de construcción son razonables y si pudieran requerirse pagos adicionales que generen sobrecostos manejables, (c) una vez terminada la construcción, la infraestructura va a servir para operar el proyecto conforme a la capacidad planeada, (d) algún aspecto técnico o avance tecnológico puede afectar el proyecto¹², y (e) si el estudio de impacto ambiental analiza correctamente los aspectos ambientales del proyecto, qué posibles impactos ambientales identifica y sus posibles consecuencias, y si ofrece medidas de mitigación y un monitoreo adecuados¹³.

Uno de los aspectos técnicos más importantes a analizar es la tecnología que va a utilizar el proyecto, si la tecnología es nueva o si ya ha sido utilizada con éxito en proyectos similares, qué vigencia probable tendrá y cuándo podría resultar obsoleta. También se analiza si el proyecto está preparado para futuras expansiones y el costo de las mismas.

Finalmente, cabe mencionar que la ubicación del sitio en el que se construirá la infraestructura es

⁹ FINNERTY, John. Op. cit. p. 34.

¹⁰ VILLEGAS, Carlos Marcelo y Carlos Gilberto VILLEGAS. Op. cit. p. 662.

¹¹ VINTER, Graham. "Project Finance. A legal guide". Londres: Sweet & Maxwell. 1998. pp. 85-86.

¹² VILLEGAS, Carlos Marcelo y Carlos Gilberto VILLEGAS. Op. cit. p. 670.

¹³ En este punto es importante señalar que cuando participan entidades financieras internacionales o multilaterales, éstas usualmente exigen que el proyecto cumpla determinados estándares medioambientales y sociales internacionales. Así, por ejemplo, la Internacional Finance Corporation (IFC), que forma parte del Banco Mundial, aplica sus propios estándares a todos los proyectos que financia y apoya a las empresas prestatarias a cumplir con dichos estándares (incluso otorga financiamientos favorables para dar solución a los problemas que se identifiquen), pero si el proyecto no cumple con sus estándares, el IFC simplemente no presta el dinero. Ya más de cuarenta instituciones financieras internacionales han adoptado los llamados Equator Principles, que constituyen un conjunto de políticas y pautas para el adecuado análisis, manejo y monitoreo de los riesgos medioambientales y sociales en los financiamientos de proyectos. Los Equator Principles fueron elaborados por un grupo de bancos internacionales, con la participación del IFC, siendo lanzados en el año 2003. Han sido revisados en el 2006 y vienen convirtiéndose en el estándar internacional aplicable a los aspectos medioambientales y sociales de los proyectos a ser financiados. Para mayor información sobre estos principios y las instituciones financieras que los han adoptado, visitar la siguiente página web: www.equator-principles.com.

primordial para el análisis técnico y económico, porque ello podrá determinar que deba construirse infraestructura adicional como caminos de acceso, extensión de la red eléctrica, campamentos para los trabajadores, etcétera.

En resumen, los ingenieros deben determinar si el proyecto será técnicamente viable.

2. Económico-financieros

Las instituciones financieras necesitan saber si el proyecto va a generar el flujo de fondos necesario para cubrir todos sus costos, incluidos los financieros referidos al repago de la deuda. Para ello, deben determinar si el valor presente¹⁴ proyectado del proyecto es positivo, es decir, si el valor presente del flujo futuro (luego de pagar los costos operativos del proyecto y el servicio de la deuda, lo que se conoce como *free cash flow*) excederá el valor presente proyectado del costo de la construcción del proyecto. En tal sentido, todos los factores que puedan afectar el flujo de fondos deben ser tomados en consideración¹⁵.

Así, los patrocinadores del proyecto elaboran un plan de negocios (*business plan*) para determinar el perfil del flujo de fondos y su comportamiento en los posibles escenarios futuros del mercado, así como un sumario de toda la información relevante del proyecto, incluyendo la experiencia de los patrocinadores.

El trabajo de los economistas y los financistas es analizar y establecer las posibles variaciones del precio del producto o servicio y su demanda, para lo cual realizan un estudio de mercado, así como de la incidencia del costo de los insumos y materias primas en el producto o servicio final a ser vendido o prestado.

Todos los costos del proyecto deben ser identificados y cuantificados, incluso los costos del capital invertido. Debe determinarse el valor de los activos que conformarán el proyecto, la rentabilidad del mismo, la situación crediticia de los patrocinadores, etcétera.

Luego de realizar el análisis crediticio, de acuerdo al perfil del flujo de fondos que se obtenga, los

financistas determinan el cronograma de repago de la deuda, tomando en cuenta las posibles variaciones en el tipo de cambio, la tasa de interés, los riesgos comerciales, el riesgo país, etcétera.

Las instituciones financieras analizan, además, la solidez económica y financiera de los proveedores de los equipos, insumos y materias primas, así como de los clientes de la sociedad de propósito exclusivo, es decir, de los compradores de los productos o los usuarios de los servicios. Para la viabilidad del proyecto se requieren contratos a largo plazo con los proveedores y los clientes, a fin de asegurar la fuente de los recursos para repagar el financiamiento.

3. Legales

Los abogados de las instituciones financieras deben estudiar el proyecto y la sociedad de propósito exclusivo, y analizar los requisitos legales que deben cumplir, incluyendo las licencias, autorizaciones y permisos que debe obtener (desde la licencia de construcción y la licencia de funcionamiento, hasta los permisos y licencias necesarias para almacenar combustibles, usar explosivos, etcétera), los derechos de los que gozará el proyecto, los títulos de las propiedades sobre las que se construirá y operará la infraestructura o se prestarán los servicios, las concesiones de las que sean titulares, según sean aplicables.

Asimismo, los abogados deben tener claro el marco aplicable y prestar atención a cualquier normatividad que pudiera dificultar el desarrollo del proyecto o generar un retraso. Se deben de tomar en cuenta incluso los plazos para obtener las licencias, autorizaciones y permisos, pues ello podría ocasionar retrasos en el cronograma del proyecto.

Los abogados realizan lo que se denomina una investigación de *due diligence* para verificar el cumplimiento de las leyes y las posibles contingencias legales (laborales, tributarias, regulatorias, medioambientales, de titulación de sus activos, etcétera). En este proceso de investigación participan abogados de diversas especialidades, pues deben cubrirse todos los

¹⁴ No es el objeto de este artículo explicar conceptos financieros como el "valor presente", pero para una mayor comprensión de estos temas pueden consultar el libro: BREALEY, Richard A. y Stewart C. MYERS. "Principles of Corporate Finance". Nueva York: McGraw-Hill. 1983.

¹⁵ FINNERTY, John. Op. cit. p. 36-37.

aspectos legales del proyecto y la sociedad de propósito exclusivo, incluyendo en muchos casos a los patrocinadores, cuando, por ejemplo, ellos también otorgan garantías.

En consecuencia, los abogados deben verificar que legalmente sea posible llevar a cabo el proyecto y que la sociedad de propósito exclusivo está cumpliendo con todos los requerimientos legales aplicables.

Si bien hemos mencionado ya varios de los riesgos que son estudiados para determinar la “bancabilidad” del proyecto, para mayor claridad pasaremos a enumerar los **tipos de riesgos** a ser tomados en cuenta para el financiamiento de un proyecto y las diversas formas de mitigarlos, sin pretender ser exhaustivos al listarlos:

3.1. Riesgo país

Crediticiamente, el riesgo país es comúnmente definido como la medida de la probabilidad que un país incumpla las obligaciones financieras correspondientes a su deuda externa. Si bien en su medición influyen factores económicos, financieros y políticos, se expresa como una prima de riesgo que se mide mediante la diferencia en la tasa exigida a los bonos soberanos del país *versus* un instrumento “libre de riesgo”, como podrían ser los títulos del tesoro de los Estados Unidos de América¹⁶.

El riesgo país es tomado en consideración por los analistas de las instituciones financieras, junto con la tasa de crecimiento del Producto Bruto Interno (PBI) y la tasa de inflación del país, entre otros, al analizar la viabilidad del proyecto.

El riesgo país es sobre todo importante a tomar en cuenta cuando, por ejemplo, el riesgo del pago de la retribución que recibe una concesionaria de servicios públicos (sociedad de propósito exclusivo), mediante el cobro de una tarifa, es cubierto por una garantía soberana del Estado¹⁷

o cuando el Estado otorga un cofinanciamiento a favor de la concesionaria. En ambos casos las instituciones financieras tienen o eventualmente pueden llegar a tener al Estado como deudor, constituyendo el riesgo país la medida del riesgo de que efectivamente el Estado cumpla con dichas obligaciones.

En este tipo de casos tener a una entidad multilateral como la Internacional Finance Corporation (en adelante, “IFC”) o la Corporación Andina de Fomento (en adelante, “CAF”) dentro del grupo de financiadores del proyecto puede resultar beneficioso, pues la experiencia nos dice que el Estado difícilmente les incumplirá, ya dichas entidades proveen de fondos a los Estados para sus inversiones públicas y ejercerían mucha presión sobre el Estado.

3.2. Riesgo político

El riesgo político está referido a los actos de las autoridades políticas del país que pudieran interferir con el desarrollo del proyecto o que pudieran afectar la viabilidad económica financiera del mismo. Entre los riesgos políticos podemos mencionar los siguientes:

- (i) Cambios en las leyes: así, por ejemplo, un cambio en una norma tributaria podría imponer un costo significativamente mayor al proyecto (por ejemplo, un aumento en la tasa del Impuesto a la Renta). Este riesgo puede ser mitigado mediante la celebración de contratos de estabilidad jurídica, al amparo de los Decretos Legislativos 662 y 757¹⁸, y, de tratarse de proyectos mineros, contratos de estabilidad tributaria, al amparo del Texto Único Ordenado de la Ley General de Minería, aprobado por el Decreto Supremo 014-92-EM¹⁹.
- (ii) Expropiación y nacionalización: para este tipo de riesgos se pueden tomar seguros de entidades multilaterales como la MIGA²⁰,

¹⁶ Se considera que los títulos del tesoro americanos no tienen probabilidad de incumplimiento.

¹⁷ La dación del Decreto Supremo por el cual se otorgue la garantía del Estado deberá ser condición precedente para la suscripción del respectivo contrato de concesión, conforme con lo establecido en el artículo 1357 del Código Civil y en el artículo 2 del Decreto Ley 25570, modificado por el artículo 6 de la Ley 26438.

¹⁸ Mediante dichos contratos se puede estabilizar por diez años el régimen tributario referido al Impuesto a la Renta vigente al momento de celebrarse el contrato, el régimen de libre disponibilidad de divisas, el derecho a la libre remesa de utilidades, dividendos, capitales y otros ingresos que se perciban; el derecho a utilizar el tipo de cambio más favorable que se encuentre en el mercado cambiario, el derecho a la no discriminación, los regímenes de contratación de trabajadores en cualquiera de sus modalidades, los regímenes de promoción de exportaciones y, en el caso de los contratos de arrendamiento financiero, el régimen tributario.

¹⁹ Mediante dichos contratos se obtiene la estabilidad tributaria y de otros derechos similares a los mencionados en la nota anterior, por un plazo de diez o quince años, dependiendo del monto de la inversión.

²⁰ Según el caso, la MIGA cubre también riesgos relativos a la remesa de divisas, guerra y disturbios políticos, e incumplimiento de contrato por parte del Estado.

agencias gubernamentales (Overseas Private Investment Corporation, OPIC, Nippon Export and Investment Insurance, NEXI) o compañías de seguros especializadas que cubren las pérdidas originadas por este tipo de riesgos.

- (iii) Guerra y disturbios políticos: estos riesgos también pueden cubrirse con seguros de las entidades mencionadas en el numeral anterior.
- (iv) No obtención de licencias, permisos y autorizaciones: en el caso de los contratos de concesión usualmente se estipula que el Estado se compromete a facilitar y colaborar en su tramitación. De esta manera el riesgo se pone en cabeza del Estado y esto puede originar extensiones en el plazo de la concesión.

3.3. Riesgos cambiarios

La inconvertibilidad de la moneda es un riesgo relevante, pues los flujos que recibe la sociedad de propósito exclusivo pueden estar denominados en Nuevos Soles y el servicio de la deuda se tiene que atender en moneda extranjera. Para cumplir con el pago de la deuda la sociedad requiere cambiar de moneda. Este riesgo puede cubrirse con seguros como los antes mencionados o mitigarse manteniendo cuentas de garantía en el exterior con depósitos en la moneda del servicio de deuda.

Para reducir el riesgo de las fluctuaciones en el tipo de cambio también pueden contratarse coberturas (futuros, *swaps*, etcétera).

3.4. Riesgos comerciales

Son los riesgos propios del proyecto. Podemos mencionar los siguientes:

- (i) Sobrecostos y retrasos en la construcción y puesta en funcionamiento: los sobrecostos son usualmente evitados pactándose en los contratos de construcción el precio de la obra a suma alzada (precio fijo).

Los retrasos en la entrega de la obra y en la puesta en marcha del proyecto generan demora en la generación de los flujos del proyecto, tema crucial para la viabilidad del proyecto. Por los retrasos se imponen

penalizaciones al contratista, cuyo pago es cubierto por garantías de fiel cumplimiento otorgadas por éste (cartas fianza, cartas de crédito *stand-by* o pólizas de caución emitidas por compañías de seguros). Aquí el riesgo se transfiere al contratista de la obra, por lo que éste debe ser una empresa de reconocida solidez y prestigio.

- (ii) Mercado de los productos o servicios: La demanda puede llegar a no ser suficiente para generar los fondos necesarios para cubrir los costos del proyecto y el repago del financiamiento. Este riesgo puede ser mitigado mediante la celebración con los clientes de contratos de venta o suministro a largo plazo con precios prefijados. Es el caso, entre otros, de los contratos "*take-or-pay*".

- (iii) *Performance*: podría suceder que la producción o la capacidad de la infraestructura para prestar el servicio sea insuficiente, es decir, menor a la proyectada, y, por lo tanto, la generación de fondos no sea la esperada. Para este tipo de casos se pueden otorgar determinadas garantías (*cash deficiency agreement*), o puede haberse pactado la obligación de los patrocinadores de realizar un aumento de capital para cubrir el costo de la solución al problema. Incluso pueden exigirse contractualmente que se mantengan cuentas de reserva (*escrow*) con fondos suficientes para cubrir un déficit temporal de flujos.

- (iv) Escasez de insumos o materias primas, o alza significativa de sus precios: este riesgo puede mitigarse mediante la celebración de contratos de cobertura o, también, de contratos con los proveedores a largo plazo, con precios prefijados y/o que contemplen mecanismos de compensación en el caso de escasez, de manera que el proveedor pague a la sociedad de propósito exclusivo una suma suficiente para cubrir sus costos operativos y el servicio de deuda durante el período que dure la escasez o la dificultad de proveer los insumos y las materias primas. Es el caso, entre otros, de los contratos "*supply-or-pay*".

- (v) Riesgo financiero: la subida de las tasas de interés podría poner en peligro la capacidad de repagar el financiamiento, teniendo en cuenta que en los *project finance* usualmente se pactan tasas de interés variables (Libor¹ más

¹ Nota del editor: London Interbank Offered Rate. Tasa de interés bancario de Londres, de frecuente aplicación internacional.

un *spread*, por ejemplo). Este riesgo es generalmente mitigado con el uso de *swaps* de tasas de interés.

- (vi) Eventos imprevisibles: es el caso de accidentes o eventos que causan daños o destruyen la infraestructura, o que causan perjuicios a la sociedad de propósito exclusivo, como podrían ser casos fortuitos o de fuerza mayor. Los daños y perjuicios que generan estos eventos son cubiertos por pólizas de seguro. Pero también es común que se pacte en los contratos de construcción que los eventos no imputables a la sociedad de propósito exclusivo sean de responsabilidad del contratista.

- (viii) Costos de transacción: debido a la complejidad de su estructuración, los costos de transacción de un *project financing* son muy elevados. Esta es una de las limitaciones reconocidas del *project finance*.

IV. DIFERENCIAS CON EL FINANCIAMIENTO DIRECTO

Bueno, luego de haber descrito en detalle las características del *project finance* podemos ver que existen varias diferencias importantes con el financiamiento directo que se otorga a cualquier empresa. Enumeramos las siguientes²¹:

Criterios	Financiamiento Directo	<i>Project Finance</i>
Organización	Sociedad con propósitos múltiples donde se entremezclan los flujos.	Sociedad de propósito exclusivo ("fuera de balance").
Control y monitoreo	Administración en manos de la gerencia, el directorio y los accionistas controladores. Monitoreo limitado.	Administración también en manos de la gerencia y el directorio, pero bajo monitoreo cercano y constante de los prestamistas, y sujeto a obligaciones de hacer y de no hacer que limitan su actuar.
Distribución de riesgos	Con recurso. Riesgo se distribuye entre la empresa y sus accionistas. Se exponen al riesgo todos los activos de las diferentes actividades de la empresa.	Sin recurso o recurso limitado. Riesgos son distribuidos entre las partes, según quién los pueda asumir más eficientemente. Se exponen al riesgo sólo los activos del proyecto.
Flexibilidad	Financiamiento puede lograrse rápidamente.	Financiamiento necesita de una estructuración compleja que requiere de mucho tiempo para desarrollarse.
Flujos	Flujos del negocio se utilizan para las diversas actividades de la empresa. Los accionistas tienen mayor libertad para decidir el destino del <i>free cash flow</i> .	Flujos se usan sólo para mantener operativo el proyecto, repagar el financiamiento y brindar retorno a los patrocinadores. Estos no tienen mucha libertad para decidir sobre el <i>free cash flow</i> , pues contractualmente se fija su destino.
Garantías	Servicio de deuda no está garantizado necesariamente con los activos de la empresa.	Servicio de deuda está garantizado con todos los activos del proyecto.

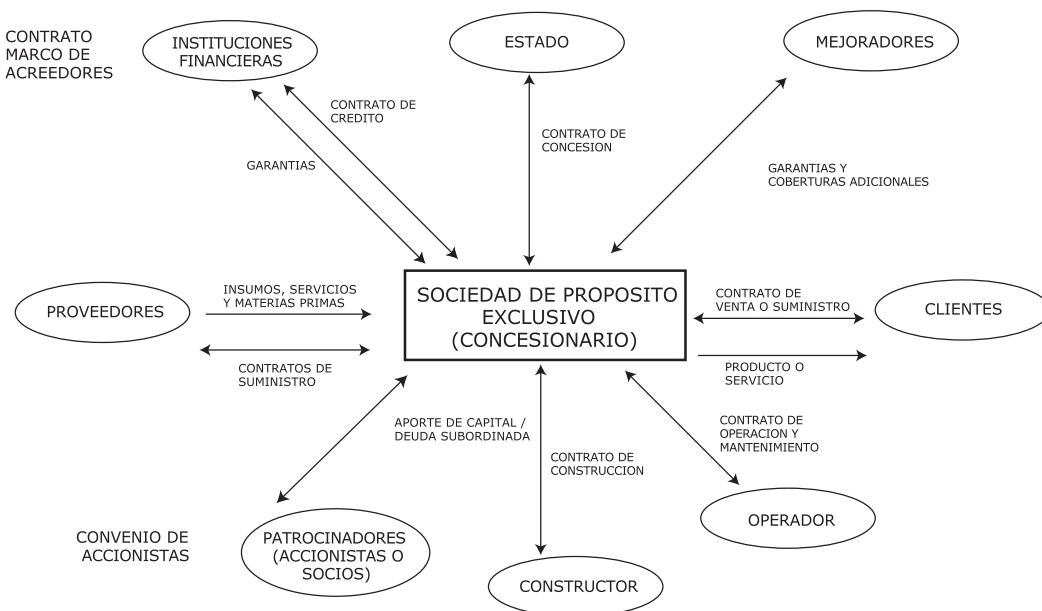
Ismael Noya
Juan Carlos de los Heros

²¹ FINNERTY, John. Op.cit. pp. 25-27.

V. ESTRUCTURA

Como hemos podido observar, aún sin haber entrado a detallar las partes que intervienen en el *project finance* y los documentos que son necesarios para establecer una sólida relación

contractual entre las partes, la estructura de un *project finance* es bastante compleja. Para facilitar su entendimiento, presentamos un esquema de las partes que intervienen y de los contratos que se celebran usualmente en una operación de este tipo:



VI. PARTES INVOLUCRADAS

Los principales actores de un *project finance* son los siguientes:

A. La sociedad de propósito exclusivo

Es el vehículo especial que mencionábamos anteriormente, quien asume la titularidad de los activos, derechos y contratos del proyecto.

B. Socios o accionistas

Son los patrocinadores o *sponsors* del proyecto, de los que hemos hablado a lo largo de este artículo. Cada uno tiene una experiencia o *know-how* que se complementan y que sirven al desarrollo del proyecto. No obstante, pueden también haber socios puramente capitalistas que esperan un retorno interesante para su inversión, pero que no participan de la construcción y/u operación del proyecto (pueden ser acreedores subordinados o accionistas titulares de acciones de una clase especial o sin derecho a voto).

C. Instituciones financieras

Son las que otorgan el financiamiento del proyecto y pueden ser bancos locales o extranjeros, entidades gubernamentales extranjeras (Overseas Private Investment Corporation, Netherlands Development Finance Company, Export-Import Bank of the United States, Banco de Cooperación Internacional de Japón) o entidades multilaterales (IFC, CAF), siendo generalmente una mezcla de ellos.

D. Estado

El Estado, en sus tres niveles de gobierno (central, regional y local), actúa como concedente cuando se trata de un proyecto público cuya construcción y operación se transfiere al sector privado a través de una concesión. En estos casos también interviene el regulador del servicio público de que se trate (OSITRAN, OSINERG, etcétera). Cuando se trata del gobierno central, éste actúa como concedente a través de un Ministerio, según el sector al que corresponda el proyecto.

E. Constructor

Es el contratista de la obra. Dependiendo de la envergadura de la misma, utiliza también subcontratistas.

F. Operador

Dado que la sociedad de propósito exclusivo es nueva y no tiene la experiencia para desarrollar el proyecto, contrata a una tercera empresa, que usualmente es uno de los patrocinadores del proyecto, para que opere y administre el proyecto en base a su experiencia, capacidad y *know-how*. Las instituciones financieras ponen todos los ojos sobre la elección del operador, por su trascendencia en el éxito del proyecto. La sociedad y el operador celebran el denominado “contrato de operación y mantenimiento”.

G. Proveedores

Los proveedores de insumos, servicios y materias primas, como podría ser la empresa de suministro de energía eléctrica.

H. Clientes

Los clientes o adquirentes de los productos, recursos o servicios que, dependiendo del tipo de proyecto, pueden ser locales o extranjeros, como es el caso de los usuarios de un aeropuerto, los clientes de una empresa de distribución eléctrica, los *brokers* internacionales de minerales o los importadores extranjeros de gas natural.

I. Compañías de seguros y demás proveedores de garantías

VII. CONTRATOS

Los contratos son piezas claves en un *project financing*. Son necesarios para establecer una sólida relación contractual entre las diversas partes. El *project finance* sólo puede funcionar para aquellos proyectos en los cuales se establecen relaciones estables y duraderas a un costo razonable. Tratándose de proyectos y financiamientos a largo plazo, se requieren

también contratos que establezcan relaciones a largo plazo.

Ahora bien, existen dos grandes grupos de contratos: los relacionados al proyecto en sí mismo y los relacionados al financiamiento. En el primer grupo podemos encontrar, entre otros, al contrato de concesión (de ser el caso), al contrato de construcción, a las pólizas de seguro, al contrato de operación y mantenimiento²², al convenio de accionistas, a los contratos de estabilidad²³, a los contratos con los proveedores²⁴ y a los contratos con los clientes²⁵. En el segundo grupo podemos encontrar, entre otros, al contrato de crédito, al contrato marco de acreedores, al contrato marco de garantías y a los diversos contratos de garantías.

A lo largo de este artículo hemos hecho referencia a varios de estos contratos, quizá sin nombrarlos. Pasemos a explicar los más relevantes:

A. Contrato de concesión

En las concesiones de obra pública de infraestructura, es el contrato entre la sociedad de propósito exclusivo (el “concesionario”) y el Estado, en cualquiera de sus tres niveles de gobierno, mediante el cual se le otorga a la primera la ejecución y explotación de una obra pública de infraestructura. Conforme a éste, la sociedad se obliga a construir, operar y mantener una obra pública de infraestructura. El contrato de concesión le otorga al concesionario el derecho a cobrar tarifas, precios, peajes o aplicar otro sistema de recuperación de la inversión²⁶.

Cuando el proyecto se encuentra enmarcado en una concesión, el contrato de concesión constituye el acto principal de la operación, bajo el cual se desarrollarán los demás contratos.

De acuerdo a ley, el plazo de vigencia de los contratos de concesión no podrá exceder los sesenta años, pero la experiencia hasta el momento es que se otorguen concesiones por veinticinco o treinta años, prorrogables por un período adicional. En el Perú las concesiones sobre obras públicas de infraestructura se han otorgado

²² Al respecto, consultar el apartado F de la sección VI del presente artículo.

²³ Al respecto, consultar el acápite III.H.(3).(3.2).(i) del presente artículo.

²⁴ Al respecto, consultar el acápite III.H.(3).(3.4).(iv) del presente artículo.

²⁵ Al respecto, consultar el acápite III.H.(3).(3.4)(ii) del presente artículo.

²⁶ Para mayor detalle, revisar los Decretos Supremos 059-96-PCM y 060-96-PCM, así como la Ley Marco de Promoción de la Inversión Descentralizada - Ley 28059 y su Reglamento, aprobado por el Decreto Supremo 015-2004-PCM, según ha sido modificado.

bajo esquemas BOT, es decir, que las obras son de dominio del Estado y, por lo tanto, el concesionario no puede gravarlas a favor de sus acreedores.

Los contratos de concesión definen a qué acreedores del concesionario se les permitirá calificar para solicitar el repago del financiamiento en el caso de la caducidad de la concesión ("acreedores permitidos") y qué garantías podrá otorgar el concesionario a dichos acreedores ("garantías permitidas"). La regulación contractual de estos dos temas es básica, por lo que los abogados de las instituciones financieras que provean de fondos al concesionario deben prestarle mucha atención y, de ser el caso, sugerir las modificaciones necesarias para que el proyecto sea "bancable"²⁷. La meta en este punto es hacer que dichas instituciones financieras califiquen como "acreedores permitidos" y puedan ser beneficiarios de las "garantías permitidas", obteniendo para ello, de ser aplicable, la autorización del Estado.

Entre las "garantías permitidas" podemos mencionar las siguientes:

- (i) Hipoteca sobre el derecho de concesión, conforme a lo previsto en la Ley 26885.
- (ii) Garantía mobiliaria o fideicomisos en garantía sobre los ingresos del concesionario bajo el contrato de concesión. Esta garantía es sin duda esencial en un *project financing*, pues permite tomar control sobre el flujo de fondos del proyecto.
- (iii) Garantía mobiliaria sobre las acciones o participaciones del concesionario.

B. Contrato de construcción

Es el contrato celebrado entre la sociedad de propósito exclusivo y la empresa constructora (el "contratista"), para la construcción de la infraestructura que conforma el proyecto. El contrato de construcción ocupa la primera etapa del proyecto que es la más vulnerable de todas, pues del cumplimiento correcto y oportuno de

este contrato depende el inicio de la operación del proyecto y, por lo tanto, de la generación de los tan deseados ingresos.

A fin de darle previsibilidad al proyecto y minimizar los riesgos²⁸, los contratos de construcción en proyectos financiados bajo la técnica del *project finance* tienen por lo general las siguientes características básicas:

- (i) Son contratos "llave en mano", es decir, que el contratista estará a cargo del diseño y la ingeniería integral de la obra, de la construcción, montaje y suministro de todo el equipamiento necesario, hasta la puesta en marcha de la obra, incluyendo la realización de las pruebas respectivas, la operación experimental y el período de garantía que se otorga para comprobar que la obra ha sido correctamente ejecutada y no presenta fallas. El contratista debe pues entregar la obra finalizada y totalmente operativa (como suele decirse, "que sólo falte darle vuelta a la llave"). Para ello se utilizan los contratos de construcción conocidos como "EPC" (*Engineering, Procurement and Construction Agreements*).
- (ii) Son contratos a "suma alzada", es decir, el precio integral de la obra es fijo y a todo costo, aunque por lo general los contratos prevén determinadas circunstancias en las que se pueden realizar ajustes al precio (por ejemplo, cambios en las leyes). El contratista asume el riesgo del alza de los precios de los materiales y equipos. Esto permite asignar un monto determinado a la obra en el presupuesto del proyecto, permitiendo que cuadre correctamente con el plan financiero elaborado bajo el financiamiento.
- (iii) Son contratos a "plazo fijo", es decir, tienen fechas fijas para la entrega de la obra y para su puesta en marcha. Esto es importante para el cumplimiento del cronograma fijado con las instituciones financieras.

En el caso de obras con contratistas extranjeros, es usual que se utilice un formato FIDIC²⁹ de

²⁷ Si bien los contratos de concesión suelen ser flexibles en cuanto al tipo de acreedores que pueden calificar, se ha dado en la práctica que algunos contratos presentaban limitaciones que afectaban negativamente la estructuración del financiamiento, lo cual generó que el concesionario solicite al Estado las modificaciones necesarias, siendo en su mayoría aceptadas por éste para viabilizar el desarrollo del proyecto.

²⁸ Al respecto, consultar los acápites III.H.(3).(3.4)(i) y III.H.(3).(3.4)(vi) del presente artículo.

²⁹ Es la Federación Internacional de Ingenieros Consultores, que agrupa actualmente a aproximadamente setenta y organizaciones nacionales de ingenieros y que tiene como miembros y afiliadas a reputadas empresas de construcción e ingeniería a nivel mundial. Para mayor información sobre la FIDIC, visitar la siguiente página web: www.fidic.org.

contratos de construcción (*Silver Book*), que es un formato estándar de contrato de construcción de uso internacional y conocido por las instituciones financieras internacionales en general. Por ello, su uso facilita la negociación y celebración del contrato, reduciendo sus costos de transacción.

C. Contrato de crédito

Es el contrato de préstamo celebrado por la sociedad de propósito exclusivo (el “prestatario”) y las instituciones financieras que van a proveer fondos para el desarrollo del proyecto.

Hablamos de un contrato de crédito y no de otras alternativas de financiamiento porque tradicionalmente los bancos comerciales, las entidades gubernamentales extranjeras y las entidades multilaterales han sido las principales fuentes de financiamiento de los proyectos a través del otorgamiento de préstamos. Resulta además difícil que otros proveedores de crédito asuman el riesgo de la etapa de construcción, que como hemos señalado anteriormente, es la de mayor riesgo, salvo que se obtengan garantías bancarias o de entidades internacionales que lo cubran. Pero esto último resulta generalmente muy costoso.

Así, la posibilidad de recurrir al mercado de capitales mediante, por ejemplo, la emisión de bonos, se ve limitada por la necesidad de que las obligaciones a emitirse reciban una calificación mínima de riesgo. Esta calificación mínima no puede asegurarse porque el emisor de las obligaciones sería una sociedad de propósito exclusivo constituida especialmente para el desarrollo del proyecto y que no tiene historia crediticia, pues como hemos mencionado anteriormente, el proyecto es nuevo y, por lo tanto, no existe historia financiera ni operativa del mismo. Sin embargo, una vez iniciada la operación del proyecto y existiendo ya un flujo de fondos puede accederse al mercado de capitales para refinanciar la deuda en condiciones más favorables³⁰.

No obstante, hoy en día hay una nueva tendencia al uso de la titulización (*securitisation*) de las

cuentas por cobrar de los proyectos para levantar fondos. Así, para el financiamiento de las concesiones cofinanciadas por el Estado peruano se han titulizado ciertos flujos futuros a ser provistos por el Gobierno mediante los documentos denominados Certificados de Reconocimientos de Derechos al Pago Anual de Obras (CRPAO)³¹.

Ahora bien, volviendo al contrato de crédito, dado que un proyecto implica el financiamiento de decenas o cientos de millones de dólares, lo usual es que participen en el mismo varias instituciones financieras, nacionales o extranjeras, privadas, estatales o internacionales. En vez de negociar con cada una de ellas por separado, lo cual resultaría muy complejo y costoso, el financiamiento se formaliza a través de lo que se denomina un “contrato de préstamo sindicado” (*syndicated loan agreement*).

Mediante un préstamo sindicado varias instituciones financieras ponen a disposición del prestatario un monto determinado de dinero (que es la suma de los montos que cada institución compromete) por un plazo determinado (un plazo largo, en el caso del *project finance*), y lo instrumentan en un contrato común a todas las partes. Es decir, se incluye en un solo documento varios créditos individuales otorgados por varias instituciones financieras, pero sujetos a los términos y las condiciones de un único contrato. A su vez, dicho contrato se encuentra bajo la administración de un banco agente (el “agente administrativo”) a través del cual todas las instituciones financieras participantes del crédito mantienen relación con el prestatario en forma colectiva. Al banco agente cada una de las demás instituciones financieras le otorga un mandato para que la represente frente al prestatario y administre el crédito.

Lo importante es que cada institución financiera mantiene derechos y obligaciones crediticias individuales frente al prestatario, es decir, que las instituciones financieras se obligan en forma mancomunada. Cada una se compromete a prestar una porción determinada del crédito y no asume

³⁰ Usualmente en el mercado de capitales se obtienen menores tasas de interés o tasas fijas.

³¹ En efecto, en el Perú se vienen utilizando con éxito para el financiamiento de los proyectos de las carreteras interoceánicas IIRSA Norte e IIRSA Sur (concesiones cofinanciadas por el Estado), los denominados Certificados de Reconocimiento de Derechos al Pago Anual por Obras (CRPAO). Estos instrumentos incorporan en un documento libremente transferible una promesa irrevocable e incondicional de pago por parte del Estado de un monto fijo establecido en el propio CRPAO, correspondiente al valor asignado a un determinado avance de la obra. Así, los múltiples CRPAO que son emitidos en un proyecto pueden ir siendo transferidos por el concesionario a un fideicomiso de titulización, para que con cargo al patrimonio fideicometido correspondiente se emitan bonos vía oferta pública o privada a favor de inversionistas institucionales, de manera que las obligaciones de pago de los bonos sean cumplidas con los fondos que pague el Estado periódicamente al fideicomiso conforme con lo establecido en cada CRPAO.

obligaciones solidarias con las demás instituciones financieras respecto de sus porciones. La sindicación de un préstamo no constituye un consorcio o una asociación en participación, ni ningún tipo de sociedad. La relación entre los bancos es una de colaboración y tiene únicamente una naturaleza contractual atípica, pues no está regulada expresamente por la ley³².

Así, los derechos crediticios de los miembros del sindicato (llamados usualmente “bancos sindicados”) no se encuentran subordinados entre sí, sino que mantienen un rango o prioridad idéntico ante un escenario de insolvencia del prestatario, y tampoco se encuentran subordinados respecto del resto de acreedores pues los bancos sindicados son beneficiarios de las garantías que gravan prácticamente todo el patrimonio del prestatario.

Las decisiones relevantes del crédito son tomadas por acuerdo de los bancos sindicados. Así, dependiendo de la trascendencia de cada decisión se establecen mayorías especiales. Las decisiones meramente administrativas y del día a día se dejan en manos del banco agente. La relación entre los bancos sindicados puede ser instrumentada en el propio contrato de préstamo sindicado, pero usualmente es instrumentado en el denominado “contrato marco de acreedores” en el que no participa el prestatario.

El agente administrativo tiene un rol central en el préstamo sindicado, que implica mucha responsabilidad, por lo que es usual que sus funciones y los límites a su responsabilidad frente a los demás bancos sindicados y frente al propio prestatario se establezcan con mucho detalle.

Asimismo, los bancos sindicados designan a un banco agente de garantías para que los represente en los contratos de garantía y, de ser el caso, ejecute las garantías. Esta designación y la relación que se crea puede ser instrumentada en el propio contrato de préstamo sindicado, pero usualmente es instrumentado en el denominado “contrato marco de garantías”, en el que además se establecen los términos y condiciones comunes a todas las garantías del préstamo.

Las garantías de un *project financing* comprenden, entre otros: (i) todos los activos del proyecto

(bienes muebles e inmuebles, tangibles e intangibles); (ii) el flujo de fondos que genera el proyecto, incluyendo las cuentas bancarias a través de las cuales se mueve dicho flujo y en las que se retienen montos de reserva para el servicio de deuda; (iii) el derecho de concesión, de ser el caso; (iv) la cesión de los demás contratos del proyecto y de los derechos relacionados al proyecto a favor del agente de garantías, incluyendo los respectivos permisos, autorizaciones y licencias, en la medida que ello sea posible legalmente, y la garantía de fiel cumplimiento del contrato de construcción, así como de los contratos con los proveedores y los clientes; (v) el endoso o cesión de las pólizas de seguro a favor del agente de garantías; y (vi) las acciones del prestatario (de propiedad de los patrocinadores).

Finalmente, es importante señalar que, siendo contratos en los que participan instituciones financieras de diversos países, que buscan la mayor seguridad jurídica posible y el menor grado de incertidumbre, los contratos de préstamo sindicado y los demás contratos del préstamo (excepto por las garantías constituidas sobre bienes y cuentas ubicados en el Perú) están usualmente sujetos en forma expresa a una ley extranjera y a la jurisdicción de los tribunales de un país extranjero, siendo muy común que se pacte la ley y los tribunales del Estado de Nueva York en los Estados Unidos de América, o la ley y los tribunales ingleses, por considerarse las plazas y tribunales con mayor experiencia, conocimiento y predictibilidad en materia de financiamientos.

VIII. FUTURO DEL *PROJECT FINANCE*

No obstante la existencia de otras alternativas que puedan ser desarrolladas en el futuro, no cabe duda de que el *project finance* es una técnica muy útil y que, por sus características y beneficios, seguirá siendo utilizada de manera general en todo el mundo para el financiamiento de proyectos de gran envergadura. Esto último es totalmente aplicable al Perú, pues el déficit de infraestructura que existe en el país augura la ejecución de muchos proyectos importantes en un futuro cercano utilizando el *project finance* como su esquema de financiamiento.

LA LEY FRANCESA SOBRE FIDUCIA Y SU RELACIÓN CON LA FIDUCIA EN COLOMBIA*

Sergio Rodríguez Azuero**

Para nadie es un secreto la gran influencia que ha tenido en nuestro ordenamiento el derecho francés. Muchas de las figuras del derecho romano han sido incorporadas a nuestra legislación a través de la interpretación francesa contenida en el Código de Napoleón de 1804. Dada esta conexidad, un estudio detenido de la evolución de aquel sistema puede ser de gran ayuda para explicar algunas de nuestras instituciones jurídicas y enfrentar sus problemas actuales.

En las siguientes páginas, el doctor Rodríguez Azuero nos traza cuidadosamente los vínculos existentes entre la novísima ley sobre la fiducia francesa y la existente en Colombia, profundamente emparentada con la del resto de nuestra región.

* El presente artículo resume la conferencia dictada por el autor el 7 de marzo de 2007 en la Universidad Panteón-Assas, Paris II, en el diplôme d'études approfondies en Derecho Privado que dirige el profesor Christian Larroumet; así como su disertación ofrecida en el marco del seminario realizado durante la tarde del mismo día, con el Senador Philippe Marini, autor de la ley bajo análisis, y los catedráticos de la referida universidad: Christian Larroumet y Pierre Crocq.

** Doctor en Jurisprudencia de la Universidad Colegio Mayor Nuestra Señora del Rosario, Bogotá. Director y profesor del posgrado en Derecho Financiero en la misma universidad. Árbitro de la Cámara de Comercio de Bogotá, de la London Court of Arbitration y del Centro Internacional de Arbitraje Comercial British Colombia. Socio del estudio Rodríguez Azuero Abogados.

1. INTRODUCCIÓN

1.1. La fiducia en el Derecho francés

Hasta el mes de febrero de 2007, la fiducia¹ –equivalente civil del *trust* anglosajón– no existía en el derecho positivo francés. De hecho, cuando el Código Civil fue redactado, la comisión nombrada por el Emperador trabajó sobre la compilación de Justiniano, la cual, lamentablemente, había sido tomada de los análisis y circunstancias históricas del período clásico del derecho romano, época en la cual la figura de la fiducia había prácticamente desaparecido. En consecuencia, y teniendo en cuenta además la natural repulsión que las llamadas sustituciones fideicomisarias y su utilización como base de los “mayorazgos” producían en el espíritu revolucionario, la expresión no aparece siquiera en el Código.

En los años recientes, en Francia, algunos proyectos que adoptaba dicha figura fracasaron. Los dos primeros en 1991 y 1992, presentados de seguro porque Francia fue suscriptora en 1985 de la Convención de la Haya sobre el *trust*. El último presentado al Senado como “Proposición de Ley” 178 de 2005¹. Luego de cumplir los trámites de rigor la proposición fue aprobada por la Asamblea Nacional el 8 de febrero de 2007, tomando en su integridad el texto que había sido aprobado por el Senado. Es así como Francia tiene hoy una ley de fiducia: la Ley 2007-211.

1.2. Noción

Recordemos simplemente que, en su esquema más simple, la fiducia implica una relación triangular entre el constituyente que transfiere los bienes o derechos; el fiduciario, que los recibe y debe administrarlos para un fin determinado por el primero, y el beneficiario de dicha gestión.

Por consiguiente, la estructura del contrato privilegia una concepción teleológica, porque busca, primordialmente, la consecución de la finalidad señalada por el constituyente.

1.3. Contenido de la ley aprobada incluyendo referencias a la proposición 178 y a las modificaciones que se le introdujeron

La Proposición de Ley comprendía originalmente cinco capítulos que se conservaron, pero que sufrieron pequeñas modificaciones en el debate del Senado. Ellos se intitulan en la ley como sigue: Primer Capítulo: “Disposiciones Generales”; Segundo Capítulo: “Disposiciones relativas a la lucha contra el lavado de capitales”; Tercer Capítulo: “Disposiciones fiscales”; Cuarto Capítulo: “Disposiciones contables” y Quinto Capítulo: “Disposiciones comunes”. Cabe destacar desde ya, la forma integral y prácticamente exhaustiva bajo la cual el legislador francés acomete la consagración de la figura.

Nosotros nos limitaremos a hacer un paralelo, de una parte, entre el Primer Capítulo consagrado a las “Disposiciones Generales” (Libro Tercero del Código Civil intitulado “De las diferentes maneras de adquirir la propiedad”, en el cual el Título XIV se ha restablecido, en vez de haber agregado un Título XVI *bis*², como se había previsto inicialmente en la Proposición de Ley), de una parte y la ley colombiana, es decir, los artículos 1226 a 1244 del Código de Comercio colombiano.

2. HISTORIA

2.1. La fiducia en el derecho romano

La fiducia encuentra sus raíces en el antiguo Derecho romano, probablemente dos siglos antes de Cristo, cuando las formas clásicas de la hipoteca y la prenda no existían todavía. Ello implicó dos posibilidades: la que nosotros llamaríamos hoy en día contractual, es decir, a partir de un acuerdo entre dos partes al menos, y la llamada testamentaria, que resulta, por definición, de una decisión unilateral.

2.1.1. El *pactum fiduciae*

Utilizando la *mancipatio* o la *in jure cesio*, el *pactum fiduciae* ha conocido, a su turno, dos manifestaciones:

¹ Nota del editor: En el Perú, la fiducia es denominada fideicomiso.

² En Francia se diferencian los “Proyectos de Ley”, presentados por el Gobierno, de las “Proposiciones de Ley” que son presentadas mediante iniciativa parlamentaria.

³ Nota del editor: Según el sistema legislativo de ciertos países, los artículos que se añaden a un cuerpo normativo, y que no modifican ni derogan otro, se añaden consignando el número más la palabra bis (ejemplo: artículo 303 bis), así como en la sistema legislativo peruano se utiliza el número junto a las primeras letras del alfabeto (ejemplo: artículo 303-A).

- a) El *pactum fiduciae cum amico*, de conformidad con el cual un constituyente transfería todo o parte de sus bienes a un amigo, solicitándole adquirirlos y administrarlos como señor y dueño pero en beneficio del mismo constituyente o de un tercero, como podía ocurrir, por ejemplo, cuando alguien salía para un largo viaje o se alistaba en las legiones para ir a la guerra. Era muy probable que le encomendase velar no sólo por sus bienes sino por el mantenimiento de su familia.
- b) El *pactum fiduciae cum creditore*, en virtud del cual un constituyente transfería todo o parte de sus bienes a un acreedor, para que los administrara como señor y dueño, y pudiera disponer de los mismos ante el eventual incumplimiento por parte del deudor en el pago de sus deudas.

En los dos casos, la transmisión de los bienes constituía al adquirente en pleno propietario de los mismos y suponía, por consiguiente, un alto grado de confianza de parte del constituyente, generándose una situación donde no es difícil entender que pudiera conducir a abusos por parte del amigo o del acreedor.

Conforme pasó el tiempo, diferentes medios fueron apareciendo para impedir los abusos o sancionarlos, en virtud de senados-consultos dictados en ese sentido o como consecuencia de decisiones tomadas por el *Pretor*.

2.1.2. El *fideicommissum*

Consistía, en realidad, en una disposición testamentaria en virtud de la cual el testador solicitaba al heredero administrar y explotar los bienes en beneficio de un tercero. Esta figura implicaba la utilización de un instrumento ingenioso para afrontar las numerosas hipótesis de inhabilidad o incapacidad consagradas en el derecho de sucesiones, que impedía que ciertas personas fueran legatarios, como podía ocurrir en el caso de no ciudadanos o de esclavos, aun si habían sido manumitidos.

2.2. El *trust* anglosajón²

2.2.1. Sus orígenes

Éstos se remontan al siglo XV, alrededor de los *uses*, encargos de confianza en virtud de los cuales

el constituyente transfería bienes a otra persona (nuestro fiduciario) solicitándole administrarlos en beneficio de un tercero. Según los historiadores, su utilización se incrementó, por diferentes razones, como la existencia de numerosas cargas impositivas establecidas por la Corona sobre la propiedad de la tierra. El instrumento de los *uses* fue igualmente utilizado cuando la “Ley de manos muertas” prohibió a las comunidades religiosas convertirse en propietarias de bienes inmuebles.

Para impedir su utilización, la Corona hizo aprobar el “Estatuto del *trust*”. Pero, en vez de hacer desaparecer su utilización, dicha norma estimuló a los juristas y practicantes para estructurar diferentes figuras que, alejándose de las prohibiciones introducidas, condujeron a desarrollar la estructura del *trust*, tal como lo conocemos desde entonces y que ha adquirido durante ese lapso un vigor indiscutible.

Como en Roma, los abusos surgieron con el tiempo y los jueces encontraron muy difícil resolver los conflictos porque, según el *Common Law*, el *trustee* (equivalente al fiduciario) era considerado como el único y verdadero propietario, por lo que los terceros reclamantes se encontraban con decisiones de los jueces comunes que favorecían las decisiones de dicho *trustee* como propietario, por considerarlas parte de sus derechos dominicales. Para evitar el resultado inaceptable del abuso, el Canciller intervino para que el beneficiario (*cestui que trust*) fuese reconocido como una especie de propietario “en equidad”. Eso condujo a reconocer un fenómeno extraño para los juristas de formación continental europea: la existencia de dos propietarios sobre un mismo bien: el *trustee*, propietario formal reconocido por el *Common Law* y un propietario beneficiario, reconocido por la *equity law* (los principios de equidad).

2.2.2. Sus diferentes formas y características

Ellas son numerosas. Se podrían clasificar según diferentes criterios, a saber: (i) según su origen, el *trust* puede ser voluntario o nacer en virtud de la ley; (ii) según el papel del fiduciario, puede ser simple o especial; (iii) según el interés implícito, puede ser público o privado; y (iv) según el interés económico implícito, puede ser a título gratuito u oneroso.

² Consultar con ventaja: BERAUDO, Jean-Paul. “Le trust anglo-saxon et le droit français”. LGDJ: Paris. 1992.

La estructura del *trust* supone la existencia de un constituyente (*settlor*) que transfiere uno o más bienes a un *trustee*, en beneficio de un tercero (*cestui que trust*) o para conseguir una determinada finalidad. Los bienes entran a conformar un patrimonio independiente del que posee el *trustee* y no pueden ser perseguidos por sus acreedores ni por aquellos que tenga quien constituyó el *trust*.

2.3. Su influencia contemporánea en América Latina

Las tendencias legales de Inglaterra y Estados Unidos han influenciado naturalmente en las legislaciones de América Latina, región en la que se ha adoptado progresivamente la institución a partir de la ley mejicana de 1926.

La importancia de las inversiones norteamericanas en América Latina y el importante volumen de intercambios comerciales —todo en un contexto cada vez más globalizado— hacen que nuestros contratos en general, y no solamente los de fiducia, estén muy influenciados por la estructura y las técnicas anglosajonas. Pero, siendo que nuestros países han construido su Derecho privado sobre los principios del Derecho francés, es decir, que hacen parte del bloque de países llamados del Derecho Civil, estamos obligados a actuar en una especie de laboratorio de síntesis y ensayar diferentes soluciones que, a veces, conducen a fórmulas eclécticas pero muy eficaces.

Desde el punto de vista jurídico, habría que agregar que, en los diferentes países y en el contexto de los debates realizados por especialistas así como por todos aquellos que están relacionados, todos los grandes problemas del Derecho Civil han sido objeto de debates, tales como el reconocimiento de patrimonios autónomos o de afectación o, al menos, patrimonios especiales; el *numerus clausus* de los derechos reales; la protección de los acreedores; el régimen de bienes en caso de quiebra del fiduciario; los derechos de los herederos forzosos que han sido resueltos de diferentes maneras, pero, en todo caso, en forma clara respecto a la consagración de soluciones en las leyes respectivas.

Y, sobre la base de las definiciones jurídicas adoptadas, las actividades han sido desarrolladas con gran creatividad y en forma muy elástica.

3. LA FIDUCIA EN COLOMBIA

3.1. La propiedad fiduciaria del Código Civil

El Código Civil colombiano está tomado del Código Civil francés, preparado a través de los

trabajos del más grande jurista latinoamericano de su historia, el señor Andrés Bello, tutor del Libertador Simón Bolívar durante su infancia y un verdadero sabio que conocía igualmente bien tanto el Derecho romano cuanto el anglosajón, por haber vivido muchos años en Inglaterra.

Aunque la fiducia no figuraba en el Código Napoleón, como lo vimos, nuestro código ha introducido, en el Libro II llamado “De los bienes y de su dominio, posesión, uso y goce”, un Título VIII llamado “De las limitaciones del dominio y primeramente de la propiedad fiduciaria”.

A partir de su definición, la propiedad se llama así porque supone la carga de transferir el bien a otra persona, al cumplirse una condición (artículo 794 del Código Civil). Por consiguiente, y contrariamente a la fiducia que podríamos llamar comercial, el propietario fiduciario puede convertirse en pleno propietario si, por ejemplo, la condición no se realiza o se vuelve imposible.

Pero esta figura, recordémoslo, jamás se introdujo en el Código francés.

3.2. Los encargos de confianza

Bajo la influencia directa de la Ley de Bancos del Estado de Nueva York, nuestra legislación ha dado facultades a los bancos comerciales para que puedan actuar como agentes de confianza de sus clientes y realizar un gran número de actividades, que podríamos llamar de apoyo a los jueces y tribunales (ser depositarios de bienes, ser registradores de títulos, tutores, etcétera) y administradores de fortunas.

El desarrollo de estas facultades ha sido relativamente modesto, pero las “secciones fiduciarias” o “de confianza” en otros países, que también recibieron la misma influencia (Chile, Bolivia, Ecuador y Perú) implicaron durante las décadas del veinte y del treinta del siglo pasado, una aproximación evidente a las instituciones anglosajonas.

3.3. La fiducia comercial del Código de Comercio

La fiducia fue introducida como un contrato en el Código de Comercio de Colombia en 1971 y, a partir de ese momento, ha conocido un éxito extraordinario. Nosotros se lo hemos atribuido a las circunstancias siguientes:

- a) El legislador logró consagrar una noción precisa al tipificar un contrato cuyos

elementos esenciales y su manera de funcionar permiten aportar numerosas respuestas satisfactorias a las necesidades de los comerciantes.

- b) La figura introdujo la noción de “patrimonio autónomo” o especial, es decir, reconoce un patrimonio de afectación cuyo titular jurídico o vocero es el fiduciario y que se conserva por fuera de su propio patrimonio. Éste escapa, como consecuencia, a los ataques de los acreedores del fiduciario y se encuentra excluido de la masa del concurso, la liquidación o la quiebra de este último, de ser el caso. Se convierte así en una excepción destacada frente al principio de la indivisibilidad y la unidad del patrimonio, tan cara a la tradición francesa.
- c) Su consagración se ha hecho como un contrato comercial y no civil. Aun si las diferencias pueden parecer poco importantes en la actualidad, los contratos comerciales son naturalmente remunerados y exigen a quienes prestan sus servicios de una manera masiva, condiciones de profesionalismo que los contratantes civiles no tienen que cumplir.
- d) El contrato ha restringido la posibilidad de actuar como fiduciario a bancos o a sociedades de fiducia, de objeto especial y colocadas bajo el control y la vigilancia del Estado, a través de la Superintendencia Financiera.
- e) Todo ello condujo a desarrollar “productos” para los hombres de negocios que requieren estructuras creativas y elásticas para sus compromisos.

4. PARALELO ENTRE LA LEY FRANCESA Y EL CONTRATO COMERCIAL COLOMBIANO³

4.1. Noción

- 4.1.1. Se trata en ambos países de un nuevo tipo de contrato especial (artículo 2011). En

Colombia, la fiducia testamentaria es posible, mientras ello no puede concebirse en Francia, dado que sólo las personas sujetas al impuesto de sociedades pueden actuar como constituyentes.

- 4.1.2. La transferencia (de bienes, derechos y garantías) se hace a un patrimonio separado del patrimonio personal del fiduciario. Es entonces un patrimonio que podría calificarse de “afectación”⁴.
- 4.1.3. No se trata de la creación ni el reconocimiento de un nuevo derecho real. La doctrina, aceptada en general en América Latina, es que el beneficiario no tiene sino derechos personales contra el fiduciario.
- 4.1.4. La estructura del contrato está ligada a la obtención de la finalidad legítima consagrada en él.

4.2. Participantes

- 4.2.1. El contrato se celebra entre el constituyente y el fiduciario. Los beneficiarios no tienen que ser parte del acuerdo. El derecho común de la estipulación por otro sería aplicable para entender su posición. Es lo que estaba previsto expresamente en la proposición de ley y, aunque desapareció del texto final, puede deducirse con facilidad del texto de la ley pues, por lo demás, no hubo ninguna modificación sobre el particular.
- 4.2.2. Como consecuencia de lo dicho, el constituyente puede revocar la fiducia antes de que el beneficiario acepte los derechos consagrados a su favor⁵.
- 4.2.3. Según la proposición de ley, el constituyente podía ser un persona física o una moral. La ley solo permitió que actuaran como constituyentes las personas morales sujetas al impuesto sobre las sociedades⁶. Esta solución limita, aparentemente por

³ Los textos tomados de la ley francesa constituyen traducción libre del autor.

⁴ “Artículo 2011. La fiducia es la operación por la cual uno o más constituyentes transfieren bienes, derechos o seguridades, presentes o futuros, a uno o más fiduciarios que, teniéndolos separados de su patrimonio propio, actúan en una finalidad determinada en provecho de uno o más beneficiarios”.

⁵ “Artículo 2028. El contrato de fiducia puede ser revocado por el constituyente mientras no haya sido aceptado por el beneficiario”.

⁶ “Artículo 2014. Solo pueden ser constituyentes las personas morales sujetas de pleno derecho o bajo opción al impuesto sobre sociedades. Los derechos del constituyente a título de la fiducia no son transmisibles a título gratuito, ni cedibles a título oneroso a personas diferentes a las personas morales sujetas al impuesto sobre las sociedades”.

razones tributarias, una posibilidad ampliamente extendida en el mundo.

patrimonio fiduciario en sí mismo considerado

- 4.2.4. En la proposición original el fiduciario podía ser una persona física o moral. Pero la versión final aprobada establece que sólo podrán tener la calidad de fiduciarios los establecimientos de crédito, las instituciones de servicios financieros, las empresas de inversión y las empresas de seguros⁷. Nosotros nos complacemos de esta modificación porque previamente habíamos tenido la oportunidad de recomendar con entusiasmo al Senador Marini, con motivo de la visita que le hicimos con el profesor Christian Larroumet en el 2006, las ventajas de “profesionalizar” la gestión del fiduciario, asignándole su tarea a entidades de naturaleza bancaria, vigiladas por el Estado. En efecto, en Colombia sólo ciertas personas jurídicas sometidas al control de la Superintendencia Financiera pueden tener la calidad de fiduciarios. Esta solución adoptada por Luxemburgo es la más extendida en América Latina.
- 4.2.5. Aun si la ley no ha reproducido integralmente el texto de la proposición, pensamos que esta ley, en su espíritu, obliga al fiduciario a realizar por sí mismo las tareas necesarias para la obtención de la finalidad buscada, salvo ciertos actos de delegación por los cuales y en principio él resultará responsable. En nuestra opinión, en esta hipótesis se trataría de una forma de delegación acumulativa pasiva, que agregaría a la responsabilidad del fiduciario la del delegado.
- 4.2.6. Las tareas que se le encomienden deben ser realizadas con lealtad y diligencia, como lo exigen la doctrina y la jurisprudencia cuando se trata de un profesional. El fiduciario debe evitar todo conflicto de interés entre su posición personal y los intereses de los beneficiarios o del
- 4.2.7. El constituyente y el fiduciario pueden ser beneficiarios del negocio o uno de los beneficiarios del mismo, lo que podría generar conflictos de interés⁸. Esta posibilidad, definida como aparece en el texto reproducido a pie de página, reemplaza el texto más restringido de la “Proposición de Ley” según la cual, cuando la fiducia se celebraba con fines de garantía, el fiduciario podía ser el beneficiario o uno de ellos.
- 4.2.8. La solución no es extraña en el derecho comparado. Ella está prevista en la Convención de la Haya sobre el *trust*, ha sido adoptada en la práctica en Alemania y hace parte de la ley mejicana, por dar unos ejemplos. Pero para la fiducia de garantía, cuando el banquero la comparte con otros acreedores, existe un riesgo muy elevado de entrar en conflicto, porque va a figurar, a la vez, como administrador de intereses de terceros y de sus propios intereses.
- 4.2.9. El constituyente puede designar a un tercero para que vele por la conservación de sus intereses⁹. Esta solución, del *protector*, es muy conocida en el derecho norteamericano. Sin embargo, no parece ser tan necesaria cuando las personas físicas no pueden actuar como constituyentes. En efecto, se supone que las personas morales no tienen necesidad de la ayuda de un tercero, o al menos no con la misma intensidad, teniendo en cuenta que disponen de sus propios órganos e instrumentos para actuar.
- 4.2.10. Nadie puede ser fiduciario si no es honesto, como se estipulaba en la proposición (artículo 2067). La ley ha eliminado la fórmula, pero ello es evidente.

⁷ “Artículo 2015. Solo pueden tener la calidad de fiduciarios los establecimientos de crédito mencionados en el artículo L. 511-1 del Código Monetario y Financiero, las instituciones de servicios enumeradas en el artículo L. 518-1 del mismo código, las empresas de inversión mencionadas en el artículo L. 531-4 del mismo código así como las empresas de seguros regidas por el artículo L. 310-1 del código de seguros”.

⁸ “Artículo 2016. El constituyente o el fiduciario puede ser el beneficiario o uno de los beneficiarios del contrato de fiducia”.

⁹ “Artículo 2017. Salvo estipulación en contrario del contrato de fiducia, el constituyente puede, en cualquier momento, designar un tercero encargado de asegurar la preservación de sus intereses en el marco de la ejecución del contrato y que puede disponer de los poderes que la ley le otorga al constituyente”.

4.3. Obligación de información

El fiduciario debe rendir cuenta del cumplimiento de sus tareas en el plazo previsto en el contrato¹⁰. En la proposición de ley el tema se regulaba de manera diferente. En Colombia, el fiduciario debe rendir cuenta cada seis meses, salvo estipulación diferente en el contrato (artículo 1234, inciso 8 del Código de Comercio)

4.4. A título gratuito u oneroso

En Francia, la ley prohíbe la transmisión de derechos a título gratuito por medio de la fiducia. El contrato de fiducia es nulo si proviene de una intención de liberalidad¹¹. En Colombia, la hipótesis no es considerada por la ley, pero la doctrina se inclina por sostener que uno puede transferir los bienes bajo ambos títulos. La transferencia a título gratuito es muy utilizada en el derecho anglosajón, por lo que es una lástima que Francia haya adoptado esa posición, pues los denominados *trusts charitables* (de beneficencia o caridad) ofrecen la posibilidad de asignar sumas importantes a numerosos fines de evidente interés colectivo, como la investigación, el apoyo a la educación, la protección de incapaces y otros similares.

4.5. Solemnidades

4.5.1 La fiducia debe nacer de la ley o del contrato y ha de ser expresa¹². Ello excluye, entonces, frente al derecho anglosajón, la fiducia implícita, así como el *constructive trust*, que es declarado igualmente por los tribunales en ciertas circunstancias para evitar abusos y sancionar civilmente ciertas conductas reprobables.

4.5.2 La ley ha modificado sustancialmente el texto de la proposición, en materia de menciones obligatorias del contrato¹³.

- i. La indicación de los bienes objeto del contrato, cualquiera sea su naturaleza. Ellos deben ser devueltos al constituyente a la finalización del contrato salvo que, de conformidad con las instrucciones recibidas, se haya dispuesto de ellos¹⁴.
- ii. La duración. Ésta no podrá exceder de treinta y tres años. La “proposición” preveía noventa y nueve años. En Colombia, como en otros países de la región, periodos de corta duración, por ejemplo veinte años, muestran inconvenientes, en especial para proyectos de infraestructura. Si no existen límites de esa naturaleza para las sociedades, ¿para qué limitar en el tiempo una figura que acaba de nacer? ¿Con qué criterio se basa el legislador para fijar treinta y tres años? Ello parece, sin duda, totalmente arbitrario.
- iii. La identidad del constituyente.
- iv. La identidad del fiduciario.
- v. La identidad de los beneficiarios o las reglas que permitan su designación. La proposición de ley consideraba la posibilidad de que el fiduciario distribuyera a su discreción los bienes entre los beneficiarios. Esta facultad, aparentemente próxima de las aplicaciones anglosajonas, parece muy difícil de administrar en un país de Derecho Civil. Tanto más cuanto que la fiducia a título gratuito ha sido prohibida totalmente.
- vi. La misión del fiduciario determinando el alcance de sus poderes y sus prerrogativas de administración y de disposición. Nosotros sostenemos que el fiduciario dispone de todos los poderes necesarios para cumplir sus tareas, como, por lo demás, lo ha hecho la ley en cualquier caso frente a terceros.

¹⁰ “Artículo 2022. El contrato de fiducia define las condiciones en las cuales el fiduciario rinde cuenta de su misión al constituyente. El fiduciario rinde cuenta de su misión al beneficiario y al tercero designado en aplicación del artículo 2017, a su demanda, según la periodicidad fijada por el contrato”.

¹¹ “Artículo 2013. El contrato de fiducia es nulo si procede de una intención de liberalidad en provecho del beneficiario. Esta nulidad es de orden público”.

¹² “Artículo 2012. La fiducia se establece por la ley o el contrato. Ella debe ser expresa”.

¹³ “Artículo 2018. El contrato de fiducia determina, so pena de nulidad:

Los bienes, derechos o seguridades transferidos. Si son futuros, deben ser determinables;

La duración de la transferencia, que no puede exceder de treinta y tres años contados a partir de la firma del contrato;

La identidad del o de los constituyentes;

La identidad del o de los fiduciarios;

La identidad del o de los beneficiarios o, en su defecto, las reglas que permitan hacer su designación;

La misión del o de los fiduciarios y el alcance de sus poderes de disposición”.

¹⁴ “Artículo 2030. Cuando el contrato de fiducia termina sin que exista un beneficiario, los derechos, bienes o seguridades existentes en el patrimonio fiduciario regresan al fiduciario por ministerio de la ley”.

4.5.3. So pena de nulidad, el contrato y sus modificaciones deben ser registrados ante las autoridades de impuestos. De la misma forma debe hacerse con la transferencia de los bienes y la designación de los beneficiarios. Está previsto, además, la creación de un sistema de registro para todas las fiducias¹⁵.

4.5.4. Forma solemne. Se requiere la redacción de un texto con el fin de asegurar su validez. Esto era, al menos, lo que preveía la proposición de ley. La exigencia de la forma escrita ha desaparecido de la ley, pero uno no puede imaginar fácilmente una forma diferente para satisfacer las condiciones exigidas por la ley. En Colombia, la solución es muy complicada porque la fiducia puede ser consensual, real o solemne, según la naturaleza de los bienes transferidos.

4.6. Objeto del contrato

4.6.1. La transferencia de “bienes, derechos o de seguridades, o un conjunto de bienes, derechos o seguridades, presentes o futuros” (artículo 2011).

4.6.2. El contrato podrá prever que derechos o bienes suplementarios podrán ser transferidos al fiduciario luego de la entrada en vigor de la fiducia, bajo la condición de que sean determinables.

4.7. Patrimonio separado o de afectación

No tenemos duda de que él existe, como lo subrayaba la proposición de ley, así el texto de la ley haya eliminado la mención. Eso significa:

4.7.1. Distinción frente al patrimonio personal del fiduciario.

4.7.2. Los bienes no podrán ser embargados por los acreedores del constituyente ni por los personales del fiduciario¹⁶.

4.7.3. Los bienes no harán parte del proceso de quiebra del fiduciario¹⁷.

4.7.4. La proposición de ley preveía que los acreedores de uno de los patrimonios no tendrían como derecho de prenda sino un solo patrimonio y no el conjunto, y que la transferencia no implicaba la de los riesgos al fiduciario. Aunque esas referencias expresas hayan desaparecido, la doctrina debería llegar a las mismas conclusiones.

4.7.5. Si los bienes del patrimonio resultan insuficientes para responderle a los acreedores, el constituyente deberá responder con su propio patrimonio, es decir, que éste se convertirá “en la garantía general de los acreedores”¹⁸.

En nuestra opinión, este es el punto más criticable de la ley. Desconoce el sentido de un patrimonio autónomo o especial. Los efectos deberían ser similares a los del régimen de capital de una sociedad anónima, que responde frente a terceros con su propio patrimonio y no con el de los asociados. Resulta contrario a los usos imaginar a un fiduciario asumiendo la responsabilidad eventual por insuficiencia del patrimonio, cuando se trata de un gestor que desempeña en forma idónea y profesional su encargo. Entre otras cosas, porque una de las reglas fundamentales del contrato es que la gestión se cumple por cuenta, en interés y bajo el riesgo del constituyente.

Si una gran empresa se propone crear una fiducia para desarrollar, por ejemplo, un *joint venture*, ¿qué interés podría tener en responder más tarde con su patrimonio, si precisamente quiere

¹⁵ “Bajo pena de nulidad, el contrato y sus modificaciones son registrados dentro del plazo de un mes contado desde su fecha en el servicio de impuestos de la sede del fiduciario o el servicio de impuestos de no residentes si el beneficiario no está domiciliado en Francia.

Cuando versan sobre inmuebles o derechos reales inmobiliarios, ellos están, bajo la misma sanción, publicados en las condiciones previstas en los artículos 647 a 657 del Código General de Impuestos.

La transmisión de los derechos resultantes del contrato de fiducia y, si el beneficiario no está designado en el contrato de fiducia, su designación ulterior debe, so pena de nulidad, dar lugar a un acto escrito registrado en las mismas condiciones”.

¹⁶ “Artículo 2025. Sin perjuicio de los derechos de los acreedores del constituyente titulares de un derecho de persecución vinculado a una seguridad publicada antes del contrato de fiducia y fuera del caso de fraude a los derechos de los acreedores del constituyente, el patrimonio fiduciario no puede ser embargado sino por titulares de acreencias nacidas de la conservación o la administración de ese patrimonio (...)”.

¹⁷ “Artículo 2024. La apertura de un proceso de salvamento, de indemnización por daños o de liquidación judicial en beneficio del fiduciario no afecta el patrimonio fiduciario”.

¹⁸ “En caso de insuficiencia del patrimonio fiduciario, el patrimonio del constituyente constituye la garantía común de los acreedores, salvo estipulación contraria del contrato poniendo todo o parte del pasivo a cargo del fiduciario. El contrato de fiducia puede limitar igualmente la obligación del pasivo fiduciario solo al patrimonio fiduciario. Una cláusula de este tipo sólo puede oponerse a los acreedores que la hayan aceptado expresamente”.

separarse de la gestión mediante la constitución de un patrimonio independiente? En ese caso, parecería preferible crear una filial.

4.8. Facultades del fiduciario

Éste dispone, frente a terceros, de los más amplios poderes¹⁹. Hemos afirmado al respecto que el fiduciario tiene todos los poderes necesarios para realizar su misión, esto es, cumplir la finalidad señalada y ni una más.

La ley prevé, sin embargo, que el principio se aplica “a menos que se demuestre que los terceros tenían conocimiento de la limitación de sus poderes”.

Si uno se refiere a la publicidad ya mencionada, no puede fácilmente imaginar cómo y en qué circunstancias, un tercero podría ignorar de buena fe la limitación de los poderes del fiduciario, pues si aquella es pública, a partir del registro previsto para los negocios de fiducia, se presumiría conocida y estaría disponible para cualquier interesado.

4.9. Obligaciones del fiduciario

4.9.1. Deberá revelar su condición de fiduciario cuando actúe en nombre del patrimonio²⁰.

4.9.2. Deberá rendir cuenta de su misión al constituyente, a los beneficiarios y a terceros bajo ciertas condiciones²¹.

4.9.3. La proposición de ley preveía: (i) la obligación de preservar la separación de los patrimonios con el fin de evitar la confusión de los derechos transferidos (artículo 2068); (ii) la apertura es *qualité*, esto es, en su condición de fiduciario, de una cuenta en un establecimiento bancario, dedicada a las operaciones vinculadas con cada contrato de fiducia; (iii) la realización personal del objeto de la fiducia; (iv) el ejercicio de sus facultades y

prerrogativas con diligencia y lealtad; y (v) la necesidad de evitar todo conflicto de interés personal.

Estas cinco previsiones desaparecieron al expedirse la ley, pero podría llegarse a conclusiones idénticas sobre la bondad de las mismas, a partir de una análisis cuidadoso de las obligaciones profesionales de los fiduciarios y de las mejores prácticas en el derecho comparado.

4.10. Derechos y prerrogativas del fiduciario

4.10.1. Frente a terceros de buena fe, se presume que el fiduciario dispone de los poderes más amplios en relación con los bienes que le han sido transferidos.

4.10.2. Respecto a la proposición de ley, la ley misma ha eliminado la referencia al derecho de recibir la remuneración pactada. De no existir, sería gratuita, como ocurre con el mandato.

A pesar de este cambio, la solución a la que se llegue en la práctica debe ser la misma, sobre todo si se recuerda que los fiduciarios, por disposición de la ley, serán profesionales del sector financiero. Por lo tanto, debemos suponer que los contratos serán en principio remunerados, como ocurre en todos los contratos comerciales.

4.11. Responsabilidad del fiduciario

Ella se asimila a la de un mandatario. Siguiendo la clasificación de Demogue, podría decirse, en principio, que sus obligaciones son de medio y no de resultado, si bien la experiencia en Colombia ha mostrado que no son pocos los negocios fiduciarios en los cuales se asumen obligaciones de resultado, como ocurre en la modalidad que conocemos como de “administración y pago”, vinculada normalmente con el desarrollo de proyectos de infraestructura²².

¹⁹ “Artículo 2023. En sus relaciones con los terceros, el fiduciario se reputa tener los poderes más amplios sobre el patrimonio fiduciario, a menos que se demuestre que los terceros tenían conocimiento de la limitación de sus poderes”.

²⁰ “Artículo 2021. Cuando el fiduciario actúe por cuenta de la fiducia, el debe mencionarlo expresamente. Igualmente, cuando el patrimonio fiduciario comprenda bienes o derechos cuya mutación esté sometida a publicidad, ella debe mencionar el nombre del fiduciario es *qualités*”.

²¹ “Artículo 2022. El contrato de fiducia define las condiciones en las cuales el fiduciario rinde cuenta de su misión al constituyente. El fiduciario rinde cuenta de su misión al beneficiario y al tercero designado en aplicación del artículo 2017, a su demanda y según una periodicidad fijada en el contrato”.

²² RODRÍGUEZ AZUERO, Sergio. “Negocios Fiduciarios: su significación en América Latina”. Bogotá: LEGIS. 2005. p. 384.

El fiduciario responde con su propio patrimonio si causa un perjuicio por su culpa, siguiendo principios generales de responsabilidad civil²³.

4.12. Modalidades

La ley se separa de lo que contemplaba la proposición y elimina la referencia manifiesta que aquella hacía. Pero la doctrina, los antecedentes y la exposición de motivos las reconoce, así:

4.12.1. Con fines de gestión o administración

4.12.2. Con fines de garantía

- a) La fiducia permitirá una forma novedosa de utilizar la propiedad como garantía.
- b) Según la proposición, no debería considerarse accesoria al crédito garantizado, por lo que no se extinguiría automáticamente con la extinción de la obligación inicialmente caucionada.

Si el crédito se cede, el beneficio de la garantía fiduciaria no se transmitiría por ministerio de la ley, aunque las partes podrían convenir cosa distinta. El contrato debía prever la manera de valorar los bienes para poder venderlos, lo que constituye uno de los principales problemas que afrontan los fiduciarios cuando deben proceder a ejecutar su encargo. Si no podía hacerse la venta por un precio acordado, sería preciso entonces acudir a un experto para su fijación. Estas propuestas desaparecieron en la ley, pero ellas no podrán ser ignoradas por la doctrina.

4.12.3. La fiducia a título gratuito quedó prohibida, como lo advertimos en otro aparte²⁴.

4.13. La protección de los acreedores

La proposición de ley era más precisa respecto a la protección. Ella preveía:

4.13.1. Para los bienes cuya mutación estaba sometida a publicidad, ella debía ser realizada según el derecho común a

nombre del fiduciario es *qualités*, es decir, expresando que actuaba en su condición de titular del patrimonio (esta regla se aplicaba a los derechos transferidos por el constituyente, a los nuevos derechos adquiridos por el fiduciario, a las garantías tomadas por el fiduciario o a los derechos constituidos por el mismo fiduciario).

4.13.2. Los acreedores del constituyente que se sintieran afectados por la transferencia, podrían recurrir a la acción pauliana (artículo 1167 del Código Civil colombiano), sin que tuviera que exigírseles la prueba de la mala fe de su deudor.

4.13.3. Los acreedores, igualmente, podrían solicitar la anulación de un contrato realizado durante el período denominado “sospechoso” en un proceso concursal.

Ellas desaparecieron, repitámoslo, pero no hay duda de que sería posible llegar a las mismas conclusiones por aplicación de disposiciones generales de derecho.

4.14. Control jurisdiccional

Los intereses concurrentes pueden conducir, en caso de conflicto, a la necesidad de aplicar un control jurisdiccional. El fiduciario deberá rendir cuenta del ejercicio de las facultades que le han sido otorgadas. El juez podría modificar el contrato cuando su ejecución resultare difícil o imposible como consecuencia de un cambio de las circunstancias. Lamentablemente, esta previsión, de enorme importancia en el derecho anglosajón, no se conservó en el texto de la ley.

En Colombia, el Código de Comercio le ha asignado a la Superintendencia Financiera, facultades cuasi jurisdiccionales para permitir que se pronuncie en un evento similar.

4.15. Fin del contrato²⁵

4.15.1. Por la expiración del plazo.

²³ “Artículo 2026. El fiduciario es responsable, con su propio patrimonio, de las faltas que cometa en el ejercicio de su misión”.

²⁴ “Artículo 2013. El contrato de fiducia es nulo si procede de una liberalidad provecho del beneficiario. Esta nulidad es de orden público”.

²⁵ “Artículo 2029. El contrato de fiducia termina por la llegada del plazo, por la realización de la finalidad buscada cuando ella se produce antes del vencimiento del término o en caso de la revocación por parte del constituyente de la opción para el impuesto sobre las sociedades. Termina igualmente por ministerio de la ley o por una decisión judicial, si en ausencia de estipulaciones que prevean las condiciones en las cuales el contrato se continúa, la totalidad de los beneficiarios renuncian a la fiducia. Igual sucede si el fiduciario es objeto de una liquidación judicial o se disuelve o desaparece como consecuencia de una cesión o de una absorción”.

- 4.15.2. Por la realización de la finalidad.
- 4.15.3. Por la revocación del constituyente. En Colombia el constituyente debe haberse reservado tal facultad en el contrato. La revocación no puede hacerse, en todo caso, sin el acuerdo de los beneficiarios.
- 4.15.4. Porque causa estipulada en el contrato.
- 4.15.5. Por la renuncia de todos los beneficiarios a sus derechos como tales.
- 4.15.6. Por la desaparición del fiduciario.
- 4.15.7. Por la desaparición del constituyente. En este caso sus causahabientes tienen que ser personas sujetas al impuesto sobre las sociedades.

5. CONCLUSIONES

- 5.1. Simbólicamente es una revolución si se recuerda que Francia había renunciado hace doscientos años a la fiducia, palabra que fue borrada del Código de Napoleón.
- 5.2. Constituye una ley plena de sentido como respuesta útil a las necesidades de contar con instrumentos eficaces para la gestión de intereses de terceros de una manera segura e independiente. La ley se esperaba ansiosamente por los especialistas, especialmente porque Francia fue signataria de la Convención de la Haya sobre el *trust* de 1985, la cual entró a regir en 1992, cuando fue ratificada por el número de países previstos en ella. Habría que agregar que Italia dictó el año pasado normas sobre fiducia y que Suiza ratificó recientemente la Convención de la Haya.
- 5.3. Aun si se han hecho progresos notables, nos parece que la ley no es tan buena como lo fue el proyecto de 1992 ni la proposición del Senador Marini, a quien se considera el padre de la nueva ley, la que seguramente se conocerá por su nombre, por las razones que hemos señalado en distintos puntos del presente artículo.
- 5.4. La Ley se nutre, sin duda, de las mejores experiencias del derecho comparado y se traduce en una ley sumamente completa, de la cual sólo hemos estudiado y nos hemos referido a la primera de sus cinco partes, ligada directamente a la estructura del contrato. Por su estructura, por su función y por el papel que juegan las partes invo-

lucradas, constituye la versión del *trust* en el sistema del derecho civil, como sucede en los países de América Latina. Ello aunque, simultáneamente, la ley tome distancia del *trust* anglosajón en algunos aspectos. Por ejemplo no se prevé el *trust* implícito (*implied trust*), ni el de caridad (*charitable trust*), ni el *trust* declarado por el juez como sanción (*constructive trust*), ni su constitución por vía testamentaria.

- 5.5. Como toda obra humana, ella tiene imperfecciones y consagra soluciones discutibles, entre las cuales hemos destacado las siguientes:

- a) Las personas físicas no podrán ser constituyentes, lo que reducirá lamentablemente la utilización de la figura.
- b) Haber previsto la responsabilidad del constituyente con su propio patrimonio para responder por las obligaciones contraídas en el cumplimiento del encargo.
- c) Aportar una solución un tanto confusa, en nuestra opinión, respecto a la extensión de las facultades del fiduciario y su oposición frente a terceros quienes no parecerían poder ignorar sus limitaciones, si las tuviera.
- d) Eliminar ciertas disposiciones que figuraban en la proposición de ley, como se ha indicado en los aparte respectivos.

- 5.6. El importante desarrollo de la fiducia mercantil en Colombia o del fideicomiso, como se le llama en algunos de nuestros países, muestra al menos tres aspectos que tuvimos ocasión de expresarle al Senador Philippe Marini, con ocasión de la visita que le hicimos en 2006 en compañía del Profesor Christian Larroumet, algunos de los cuales fueron recogidos en la ley:

- a) La importancia en nuestros países de haberlo definido como un contrato comercial. Esto significa que, sin haber abandonado la utilización tradicional en Inglaterra, alrededor de la panificación de fortunas (*estate planning*) y el apoyo a los tribunales, se ha generado el desarrollo a un alto nivel de nuevos productos o manifestaciones contractuales de las cuales se puede subrayar: (i) las contribuciones muy importantes en el diseño de mecanismos de inversión de dinero, a título individual o a través de fondos de inversión, de fondos

en divisas y de fondos pensionales o de retiro; (ii) su utilización en el sector inmobiliario; (iii) su empleo frecuente a título de garantía, reemplazando, en la práctica, la prenda y la hipoteca; (iv) su empleo para asegurar los pagos en grandes proyectos de obras públicas; (v) su empleo como complemento para planes de seguros; y (vi) su dinámica utilización para estructurar procesos de titularización (titulización en el Perú) y para apoyar el mercado de capitales, con eficacia y elasticidad.

- b) La utilidad de profesionalizar la función de fiduciario. Sólo las personas jurídicas con ciertas calidades pueden actuar como fiduciarios. Este papel no puede ser desempeñado por personas físicas, salvo excepciones en algunos países. Esta recomendación se ha incorporado en la ley y tendrá una importancia definitiva para el desarrollo de la actividad.
- c) La ventaja de ligar el contrato al sector financiero colocado bajo la vigilancia del Estado. El fiduciario debe ser una persona moral, pero no cualquier persona. Debe estar provista de una autorización previa para actuar otorgada por el Estado, en nuestro

caso por la Superintendencia Financiera. Esta estructura reafirma la noción fundamental de la confianza como soporte necesario de la fiducia. Los constituyentes van a colocar sus bienes en manos de sociedades especializadas vigiladas por el Estado. Esta solución también se adoptó en la ley francesa.

De otra parte, esta circunstancia permite obtener una forma indirecta de publicidad o, en todo caso, de prueba satisfactoria sobre la circunstancias de celebración de los contratos, porque los registros contables hechos por los fiduciarios son una evidencia de las transferencias realizadas. Ellos constituyen, sin duda, una ayuda apreciable para luchar contra el fraude fiscal.

La ley francesa fue mucho más allá que la nuestra al exigir dos tipos de registros: uno en las oficinas o servicios de impuestos y el otro en un registro nacional que está por reglamentarse.

Pero volviendo a la experiencia latinoamericana hay que decir que todo lo expuesto ha conducido a desarrollar soluciones creativas, altamente demandadas por los empresarios, por lo que no tengo duda que Francia obtendrá muy pronto los mismos resultados positivos.

CONTRATO DE SINDICACIÓN DE CRÉDITO

Diego Peschiera Mifflin*

En un mundo que exige cada día más desarrollo y crecimiento, los préstamos bancarios son herramientas cruciales del mercado para financiar todo tipo de proyectos y programas. En ese sentido, es de suma importancia establecer mecanismos que incentiven a los bancos y otras entidades a ofrecer grandes préstamos, a pesar de los riesgos inherentes a la intermediación financiera indirecta.

En el siguiente artículo, el autor nos introduce en el mundo de los créditos sindicados, explicando sus características y particularidades, y mostrando cómo contribuyen a la existencia de préstamos de gran envergadura.

* Abogado por la Universidad de Lima y Master en Derecho por la Universidad de Nueva York. Socio del Estudio Rodrigo, Elías & Medrano, Abogados.

1. NOCIÓN DE CONTRATO SINDICADO

La contratación sindicada surge principalmente como una herramienta financiera que permite a bancos y a otras entidades financieras o prestadoras de crédito (i) prestar dinero y proveer financiamiento por encima de los límites individuales de cada prestamista establecidos por la legislación local de cada uno de ellos y (ii) diversificar y compartir el riesgo crediticio de un mismo deudor entre más de un banco al mismo tiempo.

Debido, principalmente, a esas dos razones es que la contratación sindicada surge como una herramienta financiera muy usada tanto en el mercado local como en el internacional.

En consecuencia, no sólo los créditos sindicados son frecuentes y necesarios para los grandes financiamientos que hacen inevitable que los bancos excedan sus límites individuales para prestar dinero, sino que, muy frecuentemente, se recurre a esta modalidad de contratación para financiar proyectos o simplemente prestar dinero en la medida en que el prestamista no desee mantener un riesgo de crédito alto con un mismo deudor y por eso decida sindicarlo de tal manera que participen otros sujetos que estén en disposición de participar del mismo riesgo.

2. OBJETO DEL CONTRATO SINDICADO

El principal objetivo de la contratación sindicada tiene que ver con el establecimiento de un conjunto de normas comunes a todos los prestamistas, tratándose como si fuera un solo crédito, lo que en realidad es. Todos los términos y condiciones del contrato son idénticos para todos los bancos participantes, ya sean estos dos o más bancos tratándose de operaciones consideradas como “mega proyectos”.

Como se tratan de reglas y condiciones comunes para el deudor, no hay prácticamente diferencia –salvo los costos que se tratarán más adelante– entre suscribir un crédito con un solo prestamista o con una diversidad de prestamistas, pues su contraparte siempre será una sola persona denominada “agente” (función que se explicará más adelante).

Otro de los objetivos fundamentales de este tipo de contratación es que ante un mismo proyecto se logra negociar con diversos prestamistas al mismo tiempo y bajo el mismo esquema de términos y condiciones. Incluso la contratación sindicada otorga la ventaja de poder establecer, en los casos que así se negocien, términos financieros diversos y distintos para determinados prestamistas.

Como veremos más adelante, se pueden estructurar operaciones con diversos tramos de deuda (*tranches*) con vencimientos y condiciones financieras distintas, pero siempre estructuradas bajo un solo contrato y administrado por un mismo agente. Por esa razón, el grado de *expertise* del estructurador resulta vital para poder “crear” un documento coherente y que satisfaga las necesidades del cliente y del proyecto.

3. PARTES INTERVINIENTES EN EL CONTRATO SINDICADO

Los créditos sindicados se caracterizan no sólo porque constituyen contratación compleja debido a los proyectos o los montos involucrados, sino porque en condiciones normales intervienen muchas partes en el contrato, ya sea en la estructuración, como partes obligadas en el contrato, o en su administración.

3.1. Estructurador

Normalmente, el estructurador, también denominado *arranger*, es un banco local o internacional con experiencia en estos procesos complejos.

A su vez, el banco estructurador puede asociarse con uno u otros bancos y participar en un determinado crédito como co-estructurador o *co-arranger*, compartiendo obligaciones y funciones, y también, sin duda, las comisiones que se cobran por este tipo de trabajo.

Las funciones y responsabilidades básicas del estructurador pueden resumirse, entre otras, en las siguientes:

- (i) Propone una estructura legal y financiera especialmente diseñada para el cliente en función a sus necesidades financieras y/o el desarrollo, implementación o inicio de un determinado proyecto.
- (ii) Consigue y trabaja para que otros bancos participen en el crédito como prestamistas, es decir, lidera el proceso de sindicación propiamente dicho.
- (iii) Brinda asesoría financiera y legal al cliente en los temas relacionados con el desarrollo del proyecto.
- (iv) Evalúa la viabilidad del proyecto que se financia y propone alternativas de mejoras a fin de que eventuales prestamistas se interesen en invertir y participar en el crédito.

- (v) Contrata a los abogados que se encargarán de hacer el *due diligence* del cliente y del proyecto a financiar, así como la redacción del contrato de crédito y del paquete de garantías comunes para todos los prestamistas.
- (vi) Se encarga de la negociación de todos los términos y condiciones financieras y legales con el cliente y es el vínculo entre los prestamistas y el cliente en caso la negociación se haga en forma simultánea con todos ellos.

3.2. Prestamista

Es el banco local o internacional (incluso puede ser el propio estructurador), entidades y agencias multilaterales que financian y realizan los desembolsos requeridos y comprometidos a favor del prestatario en el contrato de crédito sindicado.

3.3. Prestatario

Es el cliente que requiere del financiamiento y a favor de quien los prestamistas se han obligado a hacer determinados desembolsos en virtud del contrato de crédito sindicado.

El prestatario puede ser, por cierto, una persona natural o jurídica, pero atendiendo al monto de la operación lo más probable es que sea una persona jurídica o quizá un fondo de inversión o un patrimonio fideicometido; eso dependerá de la estructura de la operación y del proyecto de que se trate.

3.4. Agente administrativo

Como en los créditos sindicados participa más de un banco simultáneamente, la administración del crédito durante su vigencia necesita de una persona especializada en dicha función, pues, de lo contrario, el prestatario estaría forzado a enviar toda la información a que se encuentra obligado a cuantos bancos participen del crédito sindicado, haciendo muy ineficiente y costosa la administración del crédito.

Además, en el caso del reembolso del crédito y/o de sus prepagos, el principio general de los créditos sindicados es que estos pagos se distribuyen a prorrata y en la misma proporción que cada prestamista tenga en el crédito, de tal manera que ninguno se vea favorecido (o perjudicado) con un pago distinto al que le corresponda recibir.

Igualmente, se evita que un prestamista reciba el pago que le corresponde y otro no. En virtud de ello es que surge la figura necesaria del agente administrativo.

El agente administrativo siempre es un banco (incluso puede ser el propio estructurador o un determinado prestamista) que tiene como principal función la de administrar y hacer el seguimiento al cumplimiento de las obligaciones y compromisos establecidos en el contrato de crédito sindicado por parte del prestatario.

Así, por ejemplo, el agente administrativo debe centralizar y recolectar los pagos que correspondan al reembolso del crédito sindicado para, luego, distribuirlos a cada prestamista en función a su participación en el crédito.

El seguimiento del cumplimiento de todas las obligaciones del contrato es responsabilidad del agente administrativo. El prestatario debe enviar los estados financieros, las comunicaciones a que se encuentre obligado conforme al contrato, informes, tasaciones, entre otras al agente administrativo, quien, a su vez, comunicará lo que sea relevante a los prestamistas para que estén debidamente informados.

Otra función no menos importante del agente administrativo es la de llevar el registro de los prestamistas del crédito sindicado. Se encarga, por ende, de ser el *book runner* del crédito sindicado y por tanto debe registrar cualquier cesión de derechos o posición contractual que eventualmente lleven a cabo los prestamistas durante la toda vida del crédito sindicado.

3.5. Agente de las garantías

Al igual que el agente administrativo, el agente de las garantías es un banco (incluso puede ser el propio estructurador o un banco prestamista) y tiene como principales funciones:

- (i) Administrar los contratos de garantías que el prestatario haya otorgado en respaldo del crédito.
- (ii) Ejecutar las garantías por orden y cuenta de los prestamistas.
- (iii) Recuperar los montos provenientes de la ejecución para ser distribuidos entre los prestamistas en forma proporcional a su participación en el crédito sindicado.

El prestatario otorga y constituye las garantías a nombre del agente de las garantías pero en beneficio de los prestamistas.

Esta es una característica muy importante de los créditos sindicados, pues de otra forma sería muy impráctico y además costoso tener que registrar y constituir las garantías a favor y a nombre de cada uno de los prestamistas, ya que en determinados créditos dichos prestamistas pueden ser decenas de bancos locales o internacionales.

4. TIPOS DE CRÉDITOS SINDICADOS

Los créditos sindicados pueden clasificarse en función al objetivo perseguido con el financiamiento y el uso y destino de los fondos.

En tal sentido, los créditos sindicados pueden clasificarse en los siguientes, sin que esta lista sea por cierto excluyente:

- (i) Créditos para financiamiento de proyectos (*project finance*).
- (ii) Créditos para la adquisición de bienes muebles o inmuebles (incluyendo acciones o participaciones sociales de sociedades).
- (iii) Créditos para refinanciación de pasivos.
- (iv) Créditos para fines corporativos diversos.
- (v) Créditos puente (*bridge loans*).

En función al tipo de financiación de que se trate, los contratos de crédito deberán tener cláusulas adecuadas y estructuradas para ese tipo de financiación.

Así por ejemplo, si se trata de financiar un proyecto (*project finance*), entonces necesariamente deben incorporarse cláusulas y pactos especiales que le den solidez a la estructura y mitiguen o reduzcan los posibles riesgos del proyecto, como por ejemplo, el riesgo de completar o culminar el proyecto o también denominado en el lenguaje especializado como *completion risk*.

Mitigar este riesgo a través de la implementación de una garantía especial es vital dentro de la estructura del financiamiento. Este tipo de garantías especiales se denominan *completion guarantees*.

Igualmente, si se trata de un financiamiento puente o crédito puente, entonces el estructurador debe prever que dicho crédito será

totalmente prepagado con un financiamiento de mediano plazo, dado que por su naturaleza, el crédito puente es de corto plazo y temporal y se estructura y desembolsa mientras se termina de negociar el financiamiento definitivo. Por esa razón se denomina “puente”, principalmente, porque une o enlaza dos operaciones de financiamiento distintas, pero sólo uno permanece vigente en el tiempo, es decir, uno se prepa con el otro.

Es importante señalar que en el caso de un financiamiento “puente”, el desembolso del crédito normalmente sólo se instrumenta a través de un pagaré, a diferencia de un contrato complejo y estructurado que suele caracterizar a los créditos sindicados en general.

La ventaja para el prestatario que emite dicho título valor es que el desembolso del “puente” es rápido y no tiene que invertir tiempo y dinero en asesores o abogados negociando cláusulas, obligaciones y *covenants* propias de un contrato de crédito.

Dicha negociación será inevitable cuando llegue el momento de la suscripción del respectivo crédito sindicado. Asimismo, lo más probable es que existan tantos créditos “puente” como participantes en el futuro crédito sindicado, pues cada banco participante deberá desembolsar su compromiso en forma independiente para luego consolidar todos los “puentes” en un único crédito.

Si bien no es el objetivo principal del presente trabajo tratar en detalle sobre cada uno de los tipos de financiamiento antes indicados, considero de suma importancia que por lo menos tratemos algunos alcances generales sobre lo que se entiende por financiamiento de proyectos.

4.1. Financiamiento de proyectos

4.1.1 Noción general

El crecimiento del financiamiento de proyectos en el mundo en los últimos treinta años se debe, básicamente, al proceso de desregulación estatal y a los procesos de privatizaciones de activos y derechos del Estado sobre sus propiedades, así como el otorgamiento de concesiones de infraestructura y explotación de servicios en los países en vías de desarrollo.

La ola privatizadora de los años noventa hasta la fecha, en el mundo, ha originado que proyectos que requerían de grandes cantidades de dinero

para desarrollarse pudieran finalmente hacerse realidad a través del otorgamiento de concesiones o procesos de privatización llevados a cabo por los gobiernos de estos Estados. Gracias a ello se ha permitido que el sector privado ponga en marcha estos proyectos con el consiguiente crecimiento económico que ello supone para los países.

El financiamiento de proyectos se ha convertido entonces en un mecanismo que permite el desarrollo de proyectos medianos y de envergadura, y para cuya estructuración resulta de vital importancia la contratación sindicada.

4.1.2 Características básicas de los financiamientos de proyectos

El financiamiento de proyectos tiene, normalmente, los siguientes principales caracteres:

- (i) El proyecto se desarrolla y ejecuta a partir de la constitución de una sociedad de propósito especial (en adelante, "SPE") a la que, técnicamente hablando, se le denomina el *project company*. Esta SPE será el sujeto de crédito del eventual financiamiento.
- (ii) Los principales activos de esta SPE son los contratos de concesión, licencia u otros del mismo tipo. Como se trata de una sociedad recién constituida, no existen pasivos o contingencias de tipo laboral o tributario, y por tanto el *due diligence* que se lleve a cabo debe centrarse en los contratos que aportarán los flujos de dinero al proyecto y los contratos de concesión y construcción respectivos (estos últimos denominados contratos EPC por sus siglas en inglés *engineering, procurement and construction contract*).
- (iii) Los prestamistas basan su financiamiento en el flujo de caja proyectado de la SPE en lugar del valor de sus activos o los resultados económicos históricos.
- (iv) Las principales garantías para los prestamistas son los contratos de concesión, licencias o propiedad sobre ciertos derechos de la SPE y las acciones de las SPE. Dichos contratos se denominan *project agreements*.

(v) Los patrocinadores o sponsors del proyecto prestan su garantía en forma limitada a través de garantías corporativas. Éstas normalmente cubren el eventual *completion risk* o riesgo de falta de cumplimiento del proyecto.

(vi) Altos niveles de deuda para financiar el proyecto.

Como para los prestamistas la garantía de su préstamo esta basada en la generación del flujo de caja y en los *project agreements*, resulta importante que se sepan cuales son los contratos que normalmente se otorgan en garantía y que la SPE suscribe con el Estado, o la agencia promotora de la inversión privada respectiva, en los casos que se trate de una concesión gubernamental.

En tal sentido, los dos tipos de contratos de concesión más utilizados y que pueden ser hipotecados son:

- (i) Contratos BOOT (por sus siglas en inglés: *build-own-operate-transfer*). A través de este contrato la SPE construye el proyecto, es de su propiedad, lo opera y al cabo de unos años (normalmente plazos muy largos, 30 años o más) transfiere el proyecto y su propiedad al Estado.
- (ii) Contratos BOT (por sus siglas en inglés: *build-operate-transfer*). A diferencia del caso anterior, la SPE nunca es propietaria de lo activos que construye, sólo se limita a recibir alguna renta en función a la operación del proyecto por parte del Estado.

En el Perú existen varias experiencias en relación con financiamiento de proyectos con el respaldo de una hipoteca sobre un contrato BOOT¹. Estas hipotecas se inscriben incluso en un registro especial en los Registros Públicos respectivos.

5. CLÁUSULAS TIPO EN LOS CONTRATOS SINDICADOS

Un contrato de crédito sindicado típico tiene diversas cláusulas cuya redacción es típica en el mercado.

¹ A modo de ejemplo, se pueden citar, entre otros:

- (i) El proyecto del gas de Camisea.
- (ii) El proyecto de distribución del gas en Lima y Callao.
- (iii) El contrato de concesión BOOT para la línea de transmisión Mantaro – Socabaya (Transmantaro).

Es importante que el estructurador del crédito utilice cláusulas estándares cuya redacción sea conocida en el mercado, porque la estandarización ayuda de manera importante para que en el futuro esa posición crediticia pueda ser cedida o vendida con mayor facilidad a terceras entidades o bancos participantes.

La redacción de cláusulas hechas a la medida del prestatario o de la operación pueden evitar o disminuir las posibilidades de cesión o venta de un prestamista original en favor de otro, perjudicando la circulación del crédito, que es justamente una de las finalidades de la contratación sindicada.

Muchos prestamistas de créditos sindicados participan inicialmente con la intención de poder vender su participación a otros bancos o terceros interesados en el futuro. Para ello, resulta importante que los contratos permitan no sólo su fácil cesión, sino que las cláusulas del contrato sean en la medida de lo posible estándares, de tal manera que los bancos interesados puedan identificarlas rápidamente y no sean conflictivas para sus intereses.

5.1. Cesión de derechos en los créditos sindicados

En los créditos sindicados grandes, es decir aquellos que financian proyectos de infraestructura o mega proyectos y en los que, en consecuencia, participan muchos bancos al mismo tiempo prestando el dinero; la cláusula de cesión del crédito tiene especial relevancia pues es bien analizada por los abogados de los bancos interesados en comprar una participación del crédito.

Lo que se pacta, normalmente, en una cláusula como esa es que el banco prestamista puede ceder libremente su participación del crédito a cualquier otro banco participante o a un tercer banco, siempre que dicha cesión no incremente los costos tributarios del deudor, es decir, que sea inocuo para el deudor.

El consentimiento del deudor no es necesario, salvo que los costos tributarios originados por el cambio de acreedor se incrementen o suceda algún otro caso expresamente establecido en el contrato.

Si por ejemplo, se cede una parte de la colocación a un banco del exterior (cuando el banco cedente es peruano) ello va a originar necesariamente mayores costos tributarios para el prestatario pues

existe Impuesto a la Renta del banco o persona no domiciliada en el Perú y ese mayor costo debe ser retenido (*withholding tax*) sobre los intereses pagados al beneficiario del exterior con una tasa de 4.99% o 30% dependiendo de los casos de que se trate.

Como es de suponer, si se quiere que ese mayor costo lo asuma el prestatario, entonces esto debe estar expresamente pactado y acordado en los documentos del crédito sindicado o, de no estarlo, el prestatario debe dar su consentimiento expreso, pues, de lo contrario, será un costo del banco cesionario, lo cual puede limitar la posibilidad de ceder participaciones o posiciones acreedoras en créditos sindicados.

Asimismo, entre otros requisitos que normalmente se contempla en una cláusula típica como la de cesión de derechos es importante señalar que:

- (i) El banco cesionario tenga un patrimonio mínimo determinado.
- (ii) Se encuentre registrado en el banco central del país de origen del deudor, esto es básicamente para fines de la rebaja de la tasa de retención del Impuesto a la Renta que le correspondería pagar al deudor por los intereses que se paguen a dicho banco extranjero.
- (iii) Se sustituyan los pagarés emitidos por el deudor a favor del banco cedente por otro similar emitido a nombre del banco cesionario.
- (iv) La cesión sea comunicada y registrada por el agente administrativo del contrato sindicado. Esto último es un detalle importante pues mientras no se registre el nuevo acreedor, el agente administrativo no podrá hacerle los pagos a prorrata o enviarle las comunicaciones a que esté obligado por el contrato de crédito sindicado. Normalmente, por esta labor de registro, el agente administrativo cobra un honorario previamente acordado y establecido en el contrato de crédito sindicado.

El registro del prestamista en el banco central del país de nacionalidad del prestatario o en la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (como en el caso de México) es importante pues sin él la tasa de retención (*withholding tax*) sería mayor.

No todos los países exigen este registro, pero se exige en algunas plazas importantes en

financiamientos internacionales o en aquellas en donde existen controles de cambio, como, por ejemplo, se puede citar a México y la mayoría de países de Centro América. Los países de Sudamérica que tienen control de cambios y que exigen algún tipo de registro en el banco central o entidades gubernamentales son, principalmente, Brasil, Colombia y Venezuela, aunque recientemente Brasil ha flexibilizado su régimen cambiario.

Por otro lado, para facilitar y además estandarizar el proceso de cesión de las acreencias en los créditos sindicados, el paquete de documentos de la operación normalmente incluye un formato de *assignment agreement*, es decir, un formato estandarizado de contrato de cesión de derechos que se deberá seguir y utilizar a fin de poder llevar a cabo una cesión del crédito sindicado.

Vale la pena mencionar que en los créditos sindicados internacionales o aquellos regidos por la ley del Estado de Nueva York (que son la gran mayoría), existe la posibilidad de que un determinado acreedor no desee ceder su derecho, sino más bien quiera “participar” el riesgo con un segundo banco. Para ello, el segundo banco debe suscribir un *participation agreement* en donde se establece las condiciones de la participación.

Una de las condiciones que se pacta, y por eso es una “participación” y no una “cesión”, es que el deudor no tiene conocimiento que esto ha ocurrido, es decir, para todos los efectos del contrato de crédito sindicado, el banco original sigue siendo el acreedor frente al deudor, no obstante ha “participado” su crédito.

En tal sentido, el agente administrativo sabe que ha habido una participación del crédito pero los pagos debe hacérselos al banco original, quien luego transferirá el flujo que corresponda al *participating bank* conforme a los términos que se hayan pactado y acordado en el *participation agreement*.

En muchos casos, esta modalidad de contratación muy sofisticada es conocida también como *silent participation* o *risk participation*, pero en la práctica tienen un significado muy parecido.

5.2. Pagarés y promissory notes

Los desembolsos de un crédito sindicado se instrumentan a través de la emisión de pagarés o *promissory notes* dependiendo de si se elige la ley peruana o la ley del Estado de Nueva York, respectivamente. Estos títulos valores se emiten a

favor de cada banco o prestamista participante hasta por el monto total de su desembolso. Normalmente, esos instrumentos son títulos valores causados, es decir, están vinculados directamente al contrato de crédito, pero no siempre esa es la regla.

Resulta importante resaltar en este acápite que pueden darse casos en los que, por ejemplo, el crédito sindicado se encuentre regido por la ley de Nueva York y el desembolso del dinero prestado se instrumente a través de la emisión por parte del prestatario o deudor peruano de un pagaré regido por la ley peruana.

Entonces, en el caso planteado en el párrafo anterior, tendremos, por un lado, un contrato sindicado regido con ley extranjera y, por el otro, un pagaré peruano. Cosa curiosa pero válida y perfectamente legal. Es más, esa es la práctica internacional. Lo que ocurre es que si se trata de un incumplimiento exclusivamente de pago, lo más probable es que el banco acreedor ejecute el título valor en el Perú, de acuerdo a las leyes peruanas; mientras que si se trata de cualquier otro incumplimiento lo hará en el foro extranjero y aplicando dicha ley extranjera.

5.3. Toma de decisiones en los créditos sindicados

Una de las reglas más importantes de la filosofía de los créditos sindicados es la toma de decisiones. En efecto, como se trata de un contrato colectivo en el que participan varios acreedores simultáneamente, las diversas decisiones que se deben tomar al interior del grupo acreedor se toman por mayoría simple teniendo en cuenta el saldo vigente de la porción de acreencia que le corresponde a cada uno. En algunos casos especiales, se puede pactar mayoría calificada del 66% o más del saldo de la deuda vigente.

En tal sentido, un dólar, un sol o la unidad de cualquier otra moneda, equivale siempre a un voto. Por ningún motivo se debe pactar que el voto será por cada acreedor o prestamista, pues cada acreedor tendrá una exposición crediticia distinta y, como es obvio, no vale lo mismo el voto de un acreedor que tiene como saldo acreedor un dólar frente a uno que tiene cien; lo lógico es que se vote en función a su participación en la deuda total del cliente en determinado crédito. Por tanto, esta es una regla de sindicación muy importante.

Pero, ¿cuándo se requiere el voto de los acreedores sindicados? La respuesta no es otra

que: en la oportunidad que se haya pactado en los documentos del crédito sindicado.

Ahora bien, normalmente se pacta la necesidad del voto cuando, por ejemplo, se deben tomar decisiones colectivas y que puedan afectar los derechos acreedores de los prestamistas. Así, por ejemplo, se necesita votar para ampliar un determinado plazo o periodo de cura, para eximir la entrega de alguna información que el cliente no ha podido enviar, para liberar del cumplimiento de obligaciones o *ratios* financieros, obligaciones de hacer o no hacer, para decidir sobre la ejecución de las garantías, modificar las cláusulas del contrato, entre otras.

Sin embargo, hay casos en los que el voto de todos los prestamistas es necesario, es decir, se requiere de unanimidad para tomar alguna decisión importante. Entre las decisiones que requieren del voto unánime en los créditos sindicados, tradicionalmente se encuentran las siguientes:

- (i) Ampliación del plazo máximo del crédito.
- (ii) El incremento o disminución de la tasa de interés.
- (iii) Cambios en el cronograma de pagos.
- (iv) Modificar los porcentajes de votación.
- (v) Otros que se negocien en forma especial en cada operación de financiamiento.

Las reglas sobre las convocatorias y demás temas operativos sobre las votaciones se establecen en un capítulo especial dentro de los créditos sindicados.

5.4. Pagos a prorrata

Otra de las reglas de oro de la contratación sindicada es que todos los pagos que el prestatario realice por el servicio de su deuda a lo largo de la vida del crédito deben ser distribuidos por el agente administrativo del crédito a prorrata entre todos los bancos acreedores que participan del crédito, es decir, entre todos los prestamistas por igual. Por tanto, la distribución del ingreso se hace en función a su participación en el crédito sindicado.

Debe tenerse presente que esta regla es válida y debe seguirse aún en los casos de ejecución de las garantías, pues en ese escenario, igualmente, los prestamistas tienen derecho a cobrar en función a su participación y a prorrata.

Lo que se busca en todo momento es impedir que algún banco acreedor participante del crédito se vea favorecido o perjudicado con un mayor o menor pago que aquel que le corresponde a su participación en el crédito. La regla es simple, pero se convierte en elemental al momento de la estructuración de los créditos de esta naturaleza.

5.5. Garantías de los créditos sindicados

Como cualquier otro crédito, los créditos sindicados son estructurados sobre la base de garantías comunes para todos los acreedores. Como no es práctico que éstas se constituyan a nombre de cada prestamista, es común que se nombre a alguno de estos bancos para que actúe como agente de las garantías en nombre y representación de los demás prestamistas, como ya se ha indicado.

De esta forma, las garantías se inscriben en el registro público que corresponda a nombre del agente de las garantías, quien lo hace en representación de los otros Prestamistas (los miembros del sindicato). Este es el principio básico al momento de estructurar el paquete de garantías que respaldarán el crédito sindicado.

Entre las garantías que usualmente se solicitan y otorgan están las clásicas garantías reales (prendas, hipotecas) y las garantías personales (fianzas solidarias).

Un principio importante es que los contratos de garantía se deben regir por la ley y el foro del país en donde se encuentran ubicados los bienes que la integran.

5.5.1 Garantías reales

Dentro de las garantías reales que se suelen otorgar y constituir, en realidad dependiendo del tipo de financiamiento de que se trate, suele estar la prenda industrial, prenda global y flotante, prenda de dinero, prenda minera, prenda mercantil, prenda de acciones, etcétera.

Por el lado de las hipotecas, éstas pueden ser hipotecas civiles simples, hipotecas sobre concesiones (eléctricas, transmisión, transporte, etcétera), hipotecas sobre concesiones de contratos BOOT e hipotecas sobre derechos (usufructo, superficie, etcétera).

La estructuración y negociación de estos contratos de garantía normalmente no es muy compleja, pero no siempre es así. En efecto, cuando se estructura contratos de hipoteca sobre

concesiones de contratos BOOT por ejemplo, se requiere de técnica y conocimiento especial sobre concesiones, pero sobre todo conocimiento del contrato BOOT.

Otro de los contratos sensibles durante el proceso de negociación normalmente es el contrato de prenda de acciones, y más si se trata de las acciones de una sociedad importante o con activos importantes. En este contrato, los abogados de cada accionista tienen un rol importante tratando de limitar al máximo posible el impacto de la prenda de las acciones en relación con el normal desarrollo de los derechos del accionista al interior de la sociedad. Así, por ejemplo, seguramente se discutirán y negociarán temas como el derecho de voto sobre las acciones prendadas (si este derecho se mantiene en el titular de las acciones o no), los derechos económicos (si estos se prendan o se les permite distribuir dividendos), la emisión de nuevas acciones por aumentos de capital (si estas nuevas acciones se entienden también prendadas), y en general otras decisiones que pudieran afectar eventualmente a los acreedores garantizados con la prenda.

5.5.2 Garantías personales

La garantía personal más común en los créditos sindicados es la fianza solidaria. Esta garantía normalmente es otorgada por algún accionista del prestatario o de un tercero con solvencia económica suficiente.

La negociación de una fianza solidaria no debería traer complicaciones al momento de la estructuración del crédito, no obstante, en operaciones más complejas (como en los financiamientos de proyectos), se suele solicitar lo que se denomina un *corporate guarantee* que no es otra cosa que la fianza solidaria de la sociedad controladora del mayor accionista del prestatario o de la casa matriz en relación con su subsidiaria que viene siendo facilitada con el crédito sindicado.

El otorgamiento de este tipo de garantía corporativa trae consigo algunas complicaciones de orden legal y normalmente incrementa los costos de la operación, pues se deben contratar abogados en el exterior para que:

- (i) Redacten la garantía, investiguen y realicen una revisión o auditoría de la sociedad fiadora (*due diligence*).
- (ii) Revisen los documentos constitutivos de la empresa fiadora y la vigencia de los poderes de los representantes legales.

- (iii) Verifiquen la debida existencia de la sociedad.
- (iv) Verifiquen si se necesita o no algún tipo de registro gubernamental (como ante el banco central).

- (v) Emitan una opinión legal formal en donde certifiquen todos los puntos anteriores.

Es importante hacer notar que la ley aplicable a esta garantía debe ser la misma del país de la constitución de la sociedad fiadora, por lo menos eso es lo recomendable, salvo que se trate de la ley del Estado de Nueva York, que en muchas ocasiones resulta conveniente para este tipo de garantías.

Otro tema importante en relación con las garantías corporativas es analizar, como ya lo hemos anticipado, si en el país donde eventualmente se ejecutaría existe o no control de cambios. Este tema es particularmente importante pues puede darse el caso de que la fianza se haya otorgado en dólares americanos (y sobre esa base se haya otorgado el crédito sindicado), pero que al momento de su ejecución y posterior cobro, el fiador o garante no pueda honrarla en dicha misma moneda (dólares americanos), sino que debe hacerlo en moneda local, lo que origina que el acreedor deba asumir el riesgo de convertibilidad y devaluación, hecho que, evidentemente, no será de su agrado.

Por esa razón, es importante que los abogados que se contraten para la redacción y revisión de los documentos constitutivos de la sociedad fiadora o garante, puedan pronunciarse también sobre si existe en el determinado país control de cambios o no y, de haberlo, qué alternativas de solución se puedan dar para lograr el objetivo, es decir, cobrar en la misma moneda de la garantía.

Normalmente se puede garantizar el “conducto cambiario” con el registro y autorización previa por parte del banco central o el órgano gubernamental que tenga esa función. Con este registro se logra que llegado el caso de ejecución, el fiador obligado a honrar su garantía pueda adquirir los dólares americanos necesarios para pagar su obligación, pues de lo contrario tendría que pagarla en moneda local y eso, como es evidente, perjudica al acreedor bancario, quien termina asumiendo un riesgo no deseado.

5.5.3 Fideicomisos

No se puede dejar de mencionar al fideicomiso como uno de los instrumentos que poco a poco

ha tenido mayor presencia en los procesos de estructuración de los créditos sindicados.

Cada vez es más común ver al fideicomiso dentro de los documentos que forman parte de la estructura de un determinado crédito sindicado. Considero que la razón principal para ello es que resulta un instrumento confiable y predecible para el acreedor. El acreedor sabe bien cual es su ventaja y desventaja.

Como este no es lugar para mencionar en detalle sobre lo que es el fideicomiso, sus múltiples usos y variantes, creo importante mencionar simplemente que los fideicomisos más utilizados son el de administración de flujos y fondos y el de garantía sobre bienes muebles o inmuebles.

Así, por ejemplo –a mi parecer– un fideicomiso de garantía sobre un inmueble resulta más ventajoso desde el punto de vista del acreedor que una hipoteca o prenda clásica. La principal razón es la extrajudicialización del contrato y su ejecución, lo que representa enormes beneficios para ambas partes en la relación contractual sindicada. Por el lado del banco, una recuperación más segura, confiable y predecible a menor costo y tiempo, y por el lado del prestatario, seguramente mejores condiciones financieras en el crédito, pero a un costo administrativo del fiduciario generalmente pequeño.

5.6. Cesión de derechos

En función a cómo se estructure, una cesión de derechos puede considerarse también como garantía, aunque en el fondo este tema pueda ser discutido en el plano teórico. En efecto, una cesión de derechos puede servir como garantía o como medio de pago de un determinado crédito sindicado en la medida en que así se haya estructurado y redactado.

Lo que usualmente se pacta en ese sentido es que si bien la cesión de los derechos sobre determinados flujos ocurre desde el inicio, éstos son devueltos al cedente sólo mientras no ocurra un evento de incumplimiento del contrato de crédito sindicado o del contrato garantizado con dicho flujo de dinero.

Si durante el plazo del crédito se evidencia u ocurre algún evento de incumplimiento, entonces el flujo cedido queda en beneficio del prestamista o del respectivo agente administrativo, quien lo imputará a su crédito en función a las reglas que se hayan pactado expresamente en el contrato.

En la cesión de derechos como medio de pago ocurre algo parecido, sólo que no se espera, necesariamente, a que haya un evento de incumplimiento para poder aplicar el flujo cedido a la deuda, sino que este flujo es imputado directamente a la deuda como parte de su servicio. Es decir, el flujo se acumula en una determinada cuenta hasta la fecha de pago respectiva y así sucesivamente siguiendo los mecanismos de cascada y asignación de orden de prioridad que se hayan negociado caso por caso.

5.7. Ley y foro aplicable a los contratos sindicados y a otros documentos del financiamiento

En relación con este tema existen varias posibilidades dependiendo de cómo se estructure el financiamiento, las posibilidades de su venta posterior y de la envergadura de proyecto o fines que se persiguen con el financiamiento.

La regla o principio general es que la ley y el foro aplicable al contrato de crédito sindicado y a los contratos de garantías debe ser la del país y domicilio del cliente o la del país en donde tenga su patrimonio o la mayoría de sus activos. Esta regla resulta válida y debe aplicarse siempre en los contratos que rigen las garantías otorgadas por el cliente como parte del paquete de respaldo de los contratos de crédito sindicados locales o internacionales.

No obstante, en la mayoría de los contratos de crédito sindicados internacionales no se sigue esta regla, pues normalmente se opta por aplicar la ley del Estado de Nueva York y los jueces y tribunales de la ciudad de Nueva York.

Las razones para ello son normalmente las siguientes:

- (i) La ley del Estado de Nueva York es conocida por cualquier institución financiera o bancaria internacional y por ello es preferida a la ley natural del cliente, aun cuando por ello se pueda perjudicar el derecho acreedor en razón de que el resultado de dicho fallo judicial extranjero tenga que igualmente ejecutarse en el país de origen del cliente, en donde se encuentra constituido y en donde posiblemente mantiene sus actividades, negocios y activos, con la consiguiente pérdida de tiempo en dicho proceso.
- (ii) Como los créditos sindicados internacionales normalmente son diseñados para circular, es decir, para que los acreedores iniciales o

fundadores cedan y transfieran sus respectivas acreencias y participaciones a lo largo de la vida del crédito sindicado, entonces la ley de Nueva York resulta apropiada para que rija el contrato, pues raramente un acreedor internacional aceptará participar en un contrato que se encuentra regido por una ley que no conoce.

En cuanto a la elección del foro o la jurisdicción aplicable, lo normal es que ésta esté en concordancia con la ley aplicable, es decir, si la ley aplicable es la del Perú, lo normal es que la jurisdicción y los tribunales aplicables también sean los peruanos. No obstante, no siempre ese es el caso. Hay algunas situaciones muy especiales en las que se estructura que la ley aplicable es la extranjera y el foro es el local, o viceversa. Lo cual, aunque parezca no muy apropiado, es perfectamente legal.

En cuanto a la ley y foro aplicable a los contratos de garantías, habíamos anticipado líneas arriba que la regla normal es que estos contratos se rijan por la ley y foro del cliente, pues no tiene sentido legal que frente a una hipoteca peruana; por ejemplo, se aplique ley extranjera para poder ejecutarla.

Sin embargo, aunque no influyen directamente en el proceso de ejecución local, para lo cual se debe seguir la ley local, en determinadas operaciones sindicadas internacionales existe el denominado *master collateral agreement*, que es un contrato marco de garantías internacional en donde se pacta y enmarcan todas las garantías que respaldan un crédito sindicado. Este documento es regido por la ley extranjera y contiene ciertas normas generales en relación al orden y manera de ejecutar las garantías locales (pero siempre respetando lo establecido por la ley local). Aun en esos casos, siempre se aplica para la ejecución en sí de la garantía, la ley del país en la cual se constituye e inscribe, de ser el caso.

En general, el debate por la elección de la ley y el foro aplicable durante la etapa de estructuración es largo y técnico, y la participación de los abogados, tanto de la parte financiera como del cliente, es de suma importancia.

Finalmente, quisiéramos comentar sobre si se pacta arbitraje en los créditos sindicados internacionales. La respuesta directa es negativa, pues como se trata de contratos regidos por ley del Estado de Nueva York no es necesario pactar arbitraje, ya que dicha ley y foro es igual, o aun

mejor, que el pacto arbitral en términos de eficiencia y predictibilidad.

En cambio, en algunos casos puntuales es válido someterse a arbitraje en contratos sindicados locales, pero dejando claramente establecido que dicho sometimiento es aplicable cuando se trata sólo de temas de interpretación de los contratos.

En ningún caso se debe pactar arbitraje para la ejecución del crédito sindicado, para la ejecución de sus garantías o del pagaré mediante el cual se instrumenta el desembolso del financiamiento.

6. SINDICACIÓN LOCAL E INTERNACIONAL

6.1. Mandato y sindicación local

Digamos, en primer lugar, que el proceso de sindicación se inicia con la carta mandato que el cliente suscribe con el banco estructurador. Esta carta conocida en los medios financieros como *mandate letter*, contiene los términos generales de contratación del banco estructurador, descripción y detalle del trabajo a realizar, cláusula de confidencialidad, indemnización, retribución y compensación económica, exclusividad en el servicio en caso se haya negociado y plazo de vigencia para la realización de los servicios que se contratan.

Igualmente, la carta mandato contiene normalmente un anexo en donde se detallan los términos y condiciones generales sobre la operación que se proyecta desarrollar.

El resumen de estos términos y condiciones se denomina *term sheet* y es el punto de partida para la futura sindicación y la posterior redacción de los documentos y contratos de la operación en particular.

Aun cuando este *term sheet* no es un contrato en sí mismo, si contiene, en algunos casos con mucho detalle, cuáles serían los términos y condiciones de los documentos contractuales.

Por ejemplo, se incluyen, además de todas las condiciones financieras aprobadas por los comités de crédito y riesgo de los prestamistas, algunas definiciones relevantes para el desarrollo del proyecto, así como los eventos de incumplimiento mínimos, las obligaciones de hacer mínimas, las de no hacer, las condiciones precedentes para el cierre de la documentación o para la realización de los desembolsos, entre otras que el estructurador considera necesario negociar desde el inicio con el prestatario.

Si durante el proceso de negociación del *term sheet* no se incluyen definiciones o condiciones que el estructurador considera vitales para el crédito sindicado o para el proyecto de que se trate, será muy difícil que luego durante la etapa de negociación y redacción de los documentos del crédito sindicado, el prestatario esté dispuesto a considerarlas porque le parecerá extemporáneo.

El proceso de sindicación, es decir, el proceso mediante el cual se sondea el apetito del mercado en relación con un determinado proyecto, cliente o estructura legal, está siempre a cargo del estructurador. Esta función esencial del estructurador resulta de suma importancia, pues depende de su esfuerzo y dedicación que el cliente consiga el monto total requerido de financiamiento.

Es importante mencionar, igualmente, que el estructurador no asume la obligación de conseguir o lograr el financiamiento requerido ni proveerlo directamente (salvo algunos casos así negociados), sino que su obligación es de medios –y no de resultados–. El estructurador se compromete simplemente a hacer sus mejores esfuerzos para lograr el objetivo trazado con el cliente.

6.2. Sindicación internacional

Como puede anticiparse, el proceso de sindicación internacional es más complejo y requiere de muy buenas relaciones con otros organismos, bancos y entidades internacionales que se dedican a prestar y participar en procesos de sindicación internacional.

Entre las entidades que normalmente participan en procesos de sindicación de créditos y

financiamientos internacionales están, además de todos los bancos comerciales y de inversión más importantes del mundo, las entidades multilaterales del continente americano, el Banco Mundial, la Corporación Andina de Fomento (CAF), el International Finance Corporation (IFC) y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

Asimismo, también existen entidades o agencias europeas que se dedican a participar en estos procesos, tales como el European Investment Bank, el German Investment and Development Company (DEG) y el Netherlands Investment Bank for Developing Countries (FMO).

En términos generales, se acude a la sindicación internacional cuando la necesidad de recursos para el financiamiento es muy grande y el mercado local no tiene la suficiente liquidez para apoyar un determinado proyecto.

Como en todo, estos procesos de sindicación internacional tienen ventajas y desventajas. Entre las ventajas se puede destacar que la participación de entidades internacionales como las antes indicadas le da prestancia y reconocimiento al proyecto.

Sin embargo, la mayor desventaja tiene que ver con los considerablemente mayores costos de estructuración y costos de asesoría legal de otras jurisdicciones y sobre todo la mayor demora en lograr el cierre de la documentación y el cumplimiento de las condiciones precedentes para el desembolso del financiamiento, que normalmente son muy complejas y cuya consecución suele tomar tiempo para lograr dicho desembolso. No obstante ello, la balanza se inclina siempre por el lado positivo y ventajoso de estos financiamientos internacionales.

DEL NETTING A LAS GARANTÍAS FINANCIERAS

Fernando Zunzunegui*

Cada día se crean nuevos instrumentos para promover los créditos bancarios, limitando los riesgos propios de este tipo de operación, y buscando tornarlos más eficientes. En este contexto, encontramos el llamado netting, un tipo de garantía financiera que basándose en un proceso de compensación pretende proteger los derechos del acreedor.

Este interesante y actual concepto es lo que da origen al siguiente artículo, en el cual el autor explora todos los aspectos y posibles efectos del netting, con el fin de ilustrar su importancia y aplicación en el mercado español.

* Doctor en Derecho y licenciado en Derecho y Ciencias Económicas por la Universidad Autónoma de Madrid. Asesor de la Unión Europea en materia financiera. Profesor de Derecho bancario y bursátil en la Universidad Carlos III de Madrid.

1. ANTECEDENTES Y DERECHO APLICABLE

El mecanismo de *netting* no es otra cosa que un proceso de compensación convencional de obligaciones recíprocas entre dos o más partes, generalmente bancos, que permite calcular el importe neto a pagar de una parte a otra, el denominado saldo neto, cuando se dan las circunstancias establecidas en el propio acuerdo de compensación¹. Son los denominados mecanismos de compensación interbancaria que desde hace décadas, sino siglos, se practican en las relaciones interbancarias.

El acuerdo de *netting* se caracteriza, por un lado, en la indivisibilidad de las operaciones cubiertas por el acuerdo, y, de otro, por la existencia de condiciones resolutorias expresas con virtualidad para provocar la resolución anticipada de los contratos celebrados al amparo del acuerdo cuando sobreviene el supuesto de insolvencia u otro tipo de incumplimiento pactado en la convención (*event of default/termination event*). De la misma manera, además de reducir los flujos de pagos, permite reducir el riesgo de crédito y de liquidez de los operadores, dado que estos riesgos se reducen, a saber, de los importes brutos comprometidos a los importes netos que resulten de aplicar los acuerdos de compensación.

Estos acuerdos pasan a estar de actualidad cuando las asociaciones de banqueros, particularmente la International Swaps and Derivatives Association (en adelante, ISDA), asociación que agrupa a las principales entidades financieras que operan en los mercados internacionales, recomiendan y consiguen a través de diversos medios una armonización internacional de este tipo de acuerdos. En primer lugar, a través de contratos marco locales cuya adecuación a los estándares de la ISDA era verificada mediante dictámenes de firmas internacionales; después, con intervención

legislativa cuando ésta resultaba necesaria para asegurar la efectividad de los acuerdos de *netting*².

Hay que reconocer que en el tráfico financiero entre profesionales es frecuente utilizar contratos marco elaborados por asociaciones internacionales de participantes en el mercado. Precisamente, los más conocidos son los elaborados por la ISDA, que cuentan con adaptaciones a diversos ordenamientos nacionales. Si bien la disciplina contenida en los modelos ISDA, los denominados *master agreements*, está elaborada para operar en sistemas jurídicos distintos a los del *civil law*, ya que responde a las categorías propias de los ordenamientos anglosajones del *common law*, no se excluye la posibilidad de adaptar el contenido del contrato marco a la legislación nacional de quienes los utilizan.

Este desarrollo profesional, que responde al dinamismo que en la actualidad mantiene la *lex mercatoria*, permite contratar garantías mobiliarias con seguridad y rapidez a través de las reglas elaboradas por los propios empresarios, y, por otro lado, también permite resolver los conflictos que puedan plantearse en su aplicación mediante recurso al arbitraje.

Precisamente, en este movimiento de armonización, surgen como nueva categoría de garantías mobiliarias, las garantías financieras comprensivas de los acuerdos de *netting*.

La conveniencia de las garantías financieras para reforzar la eficiencia y la estabilidad del mercado financiero fueron puestas de relieve por la ISDA. Sus propuestas recibieron pronto el respaldo del Comité de Basilea, y están en el origen de la Directiva 2002/47/CE, de 6 de julio, sobre acuerdos de garantías financieras. Dicha Directiva crea un régimen simplificado y uniforme en la

¹ Ver sobre la noción de la figura, SIMONART, Valérie. "Le clearing et le netting, notions fondamentales". Revista de Derecho Bancario. 1994. pp. 121-133; DEVOS, Diego. "Le Netting en Droit Belge". Revista de Derecho Bancario. 1994. pp. 162-173.

² IGLESIAS, Juan Luis y José MASSAGUER "Acerca de determinados efectos de los acuerdos de compensación contractual o acuerdos de netting". En: Revista de Derecho Mercantil 231. 1999. pp. 127-166.

³ La doctrina civilista observa con prudente distancia el desarrollo de las garantías financieras (con "atento silencio" en nuestro vecino Portugal, según LEITE BORGES, Sofia. "A transposição em Portugal da diretiva dos acordos de garantia financeira". Actualidad Jurídica Uría Menéndez. 13. 2006. p. 83). De larga tradición en la vida bancaria, se las ha calificado de meros instrumentos financieros que cumplen en el tráfico una función de garantía, pero sin tener la naturaleza jurídica de garantías, lo cual justificaría la falta de tratamiento en los manuales sobre garantías. Véase en este sentido: CABRILLAC, Michel y Christian MOULY. "Droit des sûretés". Séptima edición. París. 2004; quienes afirman que mecanismos bancarios como la compensación, "ils produisent un effet de sûreté, mais cet effet n'est pas de leur essence". Pero con la tipificación legal de las garantías financieras como nueva categoría de garantías reales que se añade a las enumeradas en el Código Civil, ya no hay excusa para marginar su tratamiento doctrinal. No es "promiscuo", sino una necesidad, tratar las garantías financieras de forma sistemática como principal garantía real de la economía financiera (véanse las disculpas de Ángel Carrasco, en el prólogo a la obra: CARRASCO Ángel; CORDERO, Encarna y Manuel Jesús MARÍN. "Tratado de derechos de garantía". Navarra: Cizur Menor. 2002. p. 60-61; donde manifiesta no querer abundar en las particularidades de fenómenos propios del mercado financiero).

Unión Europea para la constitución, validez y eficacia de las garantías financieras, sin afectar a la certeza de las relaciones jurídicas.

Las garantías financieras son un nuevo tipo de garantías reales sobre instrumentos financieros o efectivo en cuenta destinadas a garantizar el cumplimiento de obligaciones financieras. No son un mero mecanismo con funciones de garantía³.

Este tipo de garantías suministra a las entidades financieras acreedoras una cobertura segura y eficiente, sometida al simple acuerdo de voluntades. Pero también tiene ventajas para los deudores, pues les facilita el acceso al crédito en mejores condiciones. De ahí la tendencia hacia su uso generalizado más allá de las previsiones iniciales de limitar su aplicación a las relaciones interbancarias.

En España se regulan en el capítulo segundo del Real Decreto Ley 5/2005, de reformas urgentes para el impulso de la productividad y para la mejora de la contratación pública, que además de transponer la Directiva 2002/47/CE, ha pretendido ordenar y sistematizar las dispersas garantías bancarias y financieras⁴. De este modo se reagrupan en una misma norma el conjunto de las garantías financieras, derogando las disposiciones adicionales sexta (prendas de valores anotados), décima (sobre acuerdos de compensación contractual *-netting-*) y duodécima (sobre operaciones dobles y con pacto de recompra) de la Ley 37/1998, de Reforma del Mercado de Valores, y el artículo 68 de la Ley 14/2000 (relativo a las garantías constituidas para asegurar el cumplimiento de las obligaciones derivadas del proceso de distribución de monedas y billetes en euros). Las garantías financieras son, por lo tanto, garantías nominadas y típicas, de conformidad con el régimen legal contenido en el Real Decreto Ley 5/2005. Esta norma regula las

garantías financieras desde el momento de su constitución al de su ejecución, incluyendo la regulación de sus efectos ante la apertura de procedimientos concursales.

Desde el punto de vista del Derecho Internacional, y de conformidad con lo dispuesto en la Directiva 2002/47/CE, la norma de transposición recoge una importante norma de conflicto. Las garantías financieras sobre valores anotados se regirán por la ley del Estado en que se sitúe la cuenta en la que se inscriba la garantía a favor del beneficiario. Por ejemplo, a las garantías sobre valores anotados a través del sistema de registro de Iberclear¹ les resultará aplicable la ley material española. Será, por tanto, la ley española la que se aplique en estos casos para determinar todo lo relacionado con la naturaleza y efectos de la garantía como, por ejemplo, los relativos a la propiedad de los valores dados en garantía, los requisitos necesarios para formalizar la garantía, el rango o preferencias de derechos sobre los valores dados en garantía y el procedimiento para la ejecución de la garantía. Hay que advertir que las garantías financieras que constituyan inversores españoles sobre valores anotados a través de sistemas situados en otros Estados miembros se regirán por la ley de dicho Estado.

A través de esta norma de conflicto se viene a aplicar el Derecho del país de origen del sistema de registro de los valores, solución mantenida de forma consistente hasta la fecha en Derecho comunitario como la más apropiada para consolidar un mercado financiero único, eficiente y seguro⁵.

2. NATURALEZA JURÍDICA Y CARACTERES DE LAS GARANTÍAS FINANCIERAS

Las garantías financieras son garantías mobiliarias de carácter real que surgen ante la insuficiencia

⁴ Estos objetivos, de ordenación y sistematización de las garantías financieras, quedan oscurecidos por la defectuosa técnica utilizada. Más que transponer la directiva al Derecho Interno, lo que se ha hecho a través del Real Decreto Ley 5/2005 es transcribir la Directiva, superponiéndola al régimen existente. Carece el Real Decreto Ley de precisión terminológica, utilizando indistintamente los términos "acuerdos de garantías financieras", "operaciones de garantía financiera" o "garantías financieras", entrecruzando estos conceptos con el de "acuerdos de compensación contractual financieros". Este escaso rigor terminológico se justifica por la dificultad de transponer al derecho español una directiva inspirada en los contratos ISDA. Estos contratos recogen prácticas bancarias internacionales acogidas por los ordenamientos anglosajones, de muy difícil importación a los ordenamientos europeos continentales. Estas dificultades no son sólo del Derecho español, también han surgido en la incorporación de la Directiva en otros ordenamientos nacionales (Véase, en Derecho portugués, el Decreto Ley 105/2004, del 8 de mayo, comentado por LEITE BORGES, Sofia. Op.cit. pp. 83-86.). El Real Decreto Ley 5/2005, ha sido convalidado por Acuerdo del Congreso de los Diputados del 7 de abril de 2005.

¹ Nota del editor: Iberclear es el Depositario central de valores español.

⁵ Según el artículo 4, relativo a la conexión principal, de la Convención de la Haya sobre la ley aplicable a ciertos derechos sobre valores depositados en un intermediario, del 5 de julio de 2006, la ley aplicable "será la ley en vigor en el Estado expresamente designado en el contrato de cuenta como aquel Estado cuya ley rige el contrato de cuenta", en lugar de la ley del Estado en que se sitúe la cuenta establecido como criterio general en las directivas comunitarias. Además, hay que señalar que la Comisión Europea en declaración, también del 5 de julio de 2006, ha recomendado a la Comunidad Europea y a sus Estados Miembros firmar la convención, con la consiguiente modificación de las directivas que se apartan del criterio de que la ley aplicable sea la ley del Estado designado en el contrato de cuenta. Véase: ROGERS, James. "Conflict of Laws for Transactions in Securities Held through Intermediaries". Boston College Law School Research Paper 80. Cornell International Law Journal. 2006.

de las garantías tradicionales tipificadas en el Código Civil para atender a las necesidades de cobertura del mercado financiero. Son garantías especiales de naturaleza real que permiten a los acreedores, habitualmente las entidades financieras beneficiarias, a través del contrato de garantía, disfrutar de una posición privilegiada frente a los demás acreedores de Derecho común.

Son garantías fiduciarias en las que, mediante la transmisión temporal de la propiedad del bien dado en garantía o con su entrega en prenda, con los derechos de uso y disposición que hayan podido pactar las partes, se constituye como una garantía eficaz a favor de la entidad financiera. La cobertura se realiza a través de un patrimonio de afectación.

Con independencia de sus modalidades, lo que da unidad a la figura es la función a la que se destina, a saber, la cobertura de los derechos de crédito de las entidades financieras. Precisamente, el apelativo de “financieras” se refiere a esta función de cobertura de obligaciones financieras por parte de los deudores de las mismas, en favor de las entidades financieras acreedoras⁶.

Como contratos financieros, deben interpretarse atendiendo a los principios de eficiencia, estabilidad y transparencia propios del Derecho del Mercado Financiero. En aras a la eficiencia, simplifican las formalidades de constitución y ejecución de las garantías tradicionales. A su vez, la estabilidad de las entidades financieras y de los sistemas de pagos y liquidación se refuerzan a través de las mismas, al ofrecer una cobertura segura que reposa en la alienación fiduciaria de los bienes dados en garantía. Por lo demás, su funcionamiento se hace depender de los acuerdos de garantía suscritos entre las partes, en los que se debe precisar con claridad el alcance de la garantía.

3. OBLIGACIONES GARANTIZADAS

Pueden ser objeto de cobertura por una garantía financiera “obligaciones financieras principales”, entendiendo por tales aquellas que dan derecho a un pago en efectivo (obligaciones pecuniarias) o a la entrega de instrumentos financieros (obligaciones mobiliarias).

Se pueden garantizar todo tipo de obligaciones presentes y futuras con el fin de comprender la diversidad de obligaciones que genera la ingeniería financiera. Así, se pueden garantizar obligaciones presentes en sus diversas modalidades, ya sean puras o condicionales, de ejecución instantánea o de duración, y dentro de estas últimas, con independencia del carácter continuado o periódico de la prestación. También se pueden garantizar obligaciones futuras, cuyo importe no sea aún conocido (véase, para la fianza, artículo 1825 del Código Civil). En estos casos, la efectividad de la garantía requerirá que la obligación garantizada llegue a existir.

4. MODALIDADES

Las garantías financieras pueden constituirse mediante prenda o mediante la transmisión de la propiedad en función de garantía.

El acuerdo de garantía pignoratícia consiste, según dice la ley especial, en la aportación de la garantía de conformidad con el régimen para la prenda en los artículos 1857 y siguientes del Código Civil, con las particularidades recogidas en la ley especial. Esta remisión puede resultar engañosa, pues las modificaciones introducidas por la ley especial son de tal alcance que no puede hablarse sino de un subtipo de prenda con fisonomía propia que converge, como habremos de ver, con la modalidad de transmisión de la propiedad en función de garantía.

A su vez, en el acuerdo de garantía financiera con cambio de titularidad, el garante transmite la plena propiedad del bien objeto de la garantía a un beneficiario a los efectos de garantizar o dar otro tipo de cobertura a las obligaciones financieras principales. Es una alienación fiduciaria en función de garantía. Tienen esta consideración las operaciones dobles o con pacto de recompra. Se reconoce así, a través de esta modalidad de garantía financiera, una figura típica de alienación fiduciaria en garantía. Es un supuesto de fiducia *cum creditote* en la que se transmite la propiedad al acreedor con carácter temporal. El contrato de garantía financiera, con la consiguiente entrega de los instrumentos financieros al acreedor, habitualmente mediante transferencia contable,

⁶ Como pone de relieve la exposición de motivos del Decreto Ley 105/2004, de transposición de la Directiva al ordenamiento portugués, son garantías “financieras” por tener como prestador o beneficiario de la garantía a grosso modo una entidad financiera, por la naturaleza del bien susceptible de ser objeto de la garantía (instrumentos financieros o dinero en cuenta) y por la naturaleza de las obligaciones que pueden ser garantizadas, obligaciones cuya prestación debe consistir en un pago dinerario o en la entrega de instrumentos financieros.

constituyen un título y modo hábil para la citada transmisión de la propiedad⁷.

5. SUJETOS

Son partes del contrato el garante, dador de la garantía, y el acreedor, que podrá ser beneficiario de la garantía o haber designado en el contrato a un tercero como beneficiario.

En las garantías financieras debe intervenir siempre una entidad financiera, entidad pública, incluidos los bancos centrales y determinados organismos internacionales, u organismo rector del mercado o sociedades que gestionen sistemas de pago y liquidación de valores. Si bien no se exige explícitamente que el acreedor deba ser siempre una de estas entidades, lo habitual es que se constituyan en garantía de obligaciones de entidades financieras⁸.

Aunque no lo mencione expresamente la ley, el régimen de las garantías financieras es un régimen privilegiado, nacido para proteger a las entidades financieras acreedoras frente al concurso del deudor, en perjuicio de los acreedores de Derecho común. Las garantías financieras son garantías que simplifican el régimen legal de la prenda a favor de la entidad financiera acreedora (o de los sistemas de pago y liquidación de valores u otras infraestructuras del mercado financiero). Las razones que justifican el “pacto de liquidez” bien pueden servir para justificar la constitucionalidad de las garantías financieras. Aplicando esta doctrina, las garantías financieras no vulnerarían el principio de igualdad del artículo 14 de la Constitución por la imperiosa necesidad de mantener la solvencia de las entidades financieras,

en las que “los incumplimientos de los deudores típicos tienen mucha mayor importancia que para otro tipo de empresas”⁹.

Respecto a la contraparte, aunque fueron pensadas para dar cobertura a las operaciones interbancarias, la Directiva permite extender su ámbito a las operaciones con empresas no financieras¹⁰. En algunos Estados miembros, como Bélgica, la transposición de la Directiva se ha aprovechado para ofrecer una regulación general de las garantías financieras, aplicable a todo tipo de garantes, incluidas las personas físicas. El Banco Central Europeo se ha mostrado partidario de la extensión del ámbito subjetivo de las garantías financieras a las personas físicas (véase Aparte 4 CON/2004/27). Se ha considerado que discriminar entre determinados sujetos puede suponer una restricción del acceso al crédito. Por ejemplo, la no inclusión de las pequeñas y medianas empresas en el ámbito de aplicación de las garantías financieras, podría encarecer el crédito a estas empresas y discriminarlas frente a las condiciones más favorables que podrían obtener las entidades que pudieran recurrir a este tipo de coberturas.

La ley española, en una posición intermedia, extiende la aplicación a cualquier persona jurídica, quedando excluidas las personas físicas, salvo que se trate de acuerdos de compensación contractual o acuerdos de garantías a favor de organismos rectores del mercado o sociedades que gestionen sistemas de pago y liquidación de valores. De tal modo, las normas de ordenación de los mercados secundarios pueden prever acuerdos de garantía en los que la contraparte sea una persona física. Además, siempre que un acuerdo de garantía financiera se realice en el marco de un acuerdo de

⁷ Esta tipificación legal de las garantías financieras con cambio de titularidad, exige una revisión de la doctrina sobre la transmisión de propiedad en garantía en el Derecho español. Para un estado de la cuestión véase el capítulo 32, sobre la transmisión de propiedad en garantía, de CARRASCO, Ángel; CORDERO, Encarna y Manuel Jesús MARÍN. Op. cit. pp. 1057-1071.

⁸ Luego, aunque pensadas en la práctica para garantizar los créditos de las entidades financieras por parte de terceros deudores de las mismas, bien podrían, en teoría, ser suscritas por entidades financieras para garantizar sus obligaciones frente a otros empresarios acreedores de las mismas.

⁹ A la banca no le basta con probar la existencia del crédito, está también interesada en la ejecución inmediata del patrimonio del cliente incumplidor. Por esta razón, suele incluir en sus contratos de crédito el denominado “pacto de liquidez”, que abre la vía al procedimiento ejecutivo conforme a lo dispuesto en la legislación procesal, procedimiento que da un valor jurídico especial a la contabilidad de las entidades de crédito. El artículo 572.2 de la Ley de Enjuiciamiento Civil regula la “ejecución por saldo de operaciones”, siendo el artículo 573 el que indica los documentos que han de acompañarse a la “demanda ejecutiva por saldo de cuenta”. Para el Tribunal Constitucional el pacto de liquidez supone una desigualdad razonable y proporcionada, en relación con los demás empresarios que no gozan de este privilegio para cobrar sus créditos, que no resulta contraria al artículo 14 de la Constitución (SSTC 14/1992 y 141/1995). Se justifica por la imperiosa necesidad de que las entidades de crédito mantengan la confianza del público y una solvencia acreditada que es esencial en la intermediación financiera, en la que los incumplimientos de los deudores típicos tienen mucha mayor importancia que para otro tipo de empresas. Véase por todos: DIAZ BARCO, Fernando y María de los Ángeles VELAZQUEZ. “El juicio ejecutivo derivado de operaciones bancaria”. Segunda edición. Navarra: Cizur Menor, 2002; GÓMEZ DE LIANZO DIEGO, Rosa. “Ejecución de créditos derivados de contratos bancarios”. Oviedo. 1998; MOXICA ROMÁN, José y Gloria MOXICA PRUNEDA. “Las pólizas Bancarias. Ejecución, oposición y prelación (Análisis de doctrina y jurisprudencia. Formularios)”. Pamplona. 1997.

¹⁰ El artículo 1.3 de la Directiva contiene una cláusula de opting out, según la cual los Estados miembros pueden excluir del ámbito de aplicación de la Directiva a las personas jurídicas distintas de las entidades financieras enumeradas, facultad que no se ha utilizado en la norma de transposición al Derecho interno español.

compensación contractual, cabe que una de las partes –hay que suponer que habitualmente será el deudor– pueda ser una persona física. Es un sistema abierto que mediante el uso de acuerdos de compensación contractual puede extender el uso de las garantías financieras a todo tipo de clientes e inversores, incluidas las personas físicas.

6. OBJETO

El objeto natural de las garantías financieras son los activos financieros anotados en cuenta, ya sea efectivo abonado en cuenta o instrumentos financieros representados por medio de anotaciones¹¹. Aunque la redacción del artículo 7 de la norma reguladora permita considerar que también pueden ser objeto de las garantías financieras los valores representados mediante títulos en papel, su importancia práctica será residual por las ventajas que ofrecen para los acreedores los instrumentos cotizados, forzosamente representados por anotaciones en cuenta. De tal modo que lo que se dan habitualmente en garantía son saldos de activos escriturales, dinero bancario o instrumentos anotados. Respecto al “efectivo”, queda comprendido el dinero abonado en cuenta en cualquier divisa, quedando excluido el dinero fiduciario de curso legal, es decir, las monedas y billetes en euros. Respecto a los instrumentos financieros que pueden ser objeto de las garantías, quedan comprendidos los valores negociables y los demás instrumentos definidos en el artículo 2 de la Ley de Mercado de Valores, y todo derecho directo o indirecto sobre ellos. Con esta fórmula abierta se quiere extender el objeto de las garantías a todo activo financiero que constituya un derecho sobre instrumentos financieros.

7. FORMA

7.1. Contratos marco

Las garantías financieras habitualmente se integran en acuerdos de garantía financiera en el marco de los cuales se formalizan las concretas garantías sobre determinados bienes. El régimen especial se aplica tanto a las garantías como a los contratos marcos en que se integran. Como una modalidad más del acuerdo marco de garantía

financiera, la ley incluye a los acuerdos de compensación contractual, a los que también les resulta de aplicación el régimen especial.

Los acuerdos de garantía financiera pueden resultar de la autonomía de la voluntad, pero también venir impuestos por las normas de ordenación y disciplina de los mercados secundarios, como ocurre con las que regulan los sistemas de liquidación de valores (véase artículo 44 *bis*. 8 de la Ley de Mercado de Valores, en relación con Iberclear, cuya aplicación se extiende a las entidades de contrapartida central según dice el artículo 44 *ter*. 4 de la Ley de Mercado de Valores, y el artículo 59.9 para Mercado Oficial Español de Opciones y Futuros Financieros (MEFF)).

La Disposición Adicional décima, de la Ley 37/1998, del 16 de noviembre, estableció un régimen especial para las operaciones financieras relativas a instrumentos derivados realizadas en el marco de un acuerdo de compensación contractual, es decir, a los acuerdos de *netting*. El Real Decreto Ley 5/2005 deroga dicha disposición, dando nueva redacción a los requisitos que deben reunir los acuerdos de compensación contractual para resultarles de aplicación el régimen de las garantías financieras. El acuerdo debe prever la creación de una única obligación jurídica que abarque todas las operaciones financieras incluidas en el mismo y, en virtud de la cual, en caso de vencimiento anticipado, las partes sólo tengan derecho a exigirse el saldo neto del producto de la liquidación de dichas operaciones, calculado conforme a lo establecido en el acuerdo. A estos efectos, se consideran operaciones financieras los propios acuerdos de garantía financiera y las cesiones en garantía vinculadas al acuerdo; los préstamos de valores, las operaciones sobre instrumentos financieros y las operaciones dobles y con pacto de recompra.

7.2. Constitución de las garantías

La adopción de los acuerdos de garantía financiera tan sólo requiere que consten por escrito, incluido el soporte electrónico, “sin que pueda exigirse ninguna otra formalidad para su constitución, validez, eficacia frente a terceros, ejecutabilidad

¹¹ El legislador español ha optado por no hacer uso de la facultad, incluida en el artículo 1.4.b) de la Directiva 2002/47/CE, de excluir del ámbito de aplicación las garantías financieras consistentes en acciones propias del garante, en los términos establecidos en el citado precepto.

o admisibilidad como prueba". Se incluye esta manifestación para dar seguridad y facilitar el abandono de la cultura de acudir al notario para constituir garantías mobiliarias. Se quiere ayudar a superar la perplejidad que en los juristas tradicionales surge ante este nuevo régimen de garantías.

La constitución de la garantía que se realice de conformidad con el acuerdo marco también debe constar por escrito, además de venir acompañada de la aportación del bien que se da en garantía, de modo que éste quede bajo el control del beneficiario. Tratándose de instrumentos anotados, la entrega tendrá lugar mediante inscripción de la garantía en el registro contable. Dependiendo de la modalidad del sistema contable se inscribirá al nuevo titular del instrumento o la pignoración del mismo.

A su vez, la entrega de fondos anotados en cuenta tendrá lugar mediante transferencia a la cuenta designada al efecto o mediante simple inscripción de la garantía en la cuenta del garante.

Cuando se trate de garantías a favor de organismos rectores de mercados secundarios o sistemas de pago o liquidación de valores, la constitución de la garantía podrá realizarse mediante manifestación unilateral del titular del bien objeto de la garantía.

7.3. Régimen de Iberclear

La Sociedad de Sistemas Iberclear, en desarrollo del mandato recogido en la disposición adicional quinta del Real Decreto Ley 5/2005, ha desarrollado, por circular del 24 de mayo de 2005, el régimen aplicable a la constitución de garantías financieras cuando el objeto de la garantía sean valores incorporados a sus sistemas de registro. Distingue Iberclear, en su circular, entre la constitución de garantías con transmisión de la propiedad y la constitución de garantías pignoratias.

La constitución de garantías con transmisión de la propiedad conlleva "la inscripción en el registro contable de las transferencias contables necesarias para que los valores objeto de la garantía queden anotados bajo la titularidad que corresponda". La constitución debe ser comunicada a Iberclear.

A su vez, la inscripción de las garantías pignoratias corresponde a Iberclear cuando afecten a valores propios de las entidades participantes y a las entidades participantes respecto de valores que, por ser de terceros,

consten inscritos en los registros de detalle de dichas entidades.

La inscripción de la garantía pignoratia por parte de Iberclear tendrá lugar a petición de la entidad participante titular de los valores que se pignoran. Una vez inscrita la garantía, Iberclear debe expedir un certificado acreditativo de la inscripción de la constitución de la garantía para su entrega, a través de la entidad participante, al beneficiario.

La cancelación de la garantía pignoratia por parte de Iberclear procederá a solicitud de la entidad participante titular de los valores pignorados, en la que conste el consentimiento del beneficiario.

7.4. Garantías de operaciones de política monetaria

Hay un régimen especial aplicable a la constitución y el ejercicio de las garantías constituidas a favor del Banco de España con ocasión de operaciones de política monetaria (véase disposición adicional 6.a de la Ley de Autonomía del Banco de España, incorporada por la Ley 44/2002, y modificada por el Real Decreto Ley 5/2005). Utiliza un concepto amplio de garantía, que incluye cualquier negocio jurídico que recaiga sobre cualquier activo realizable y que tenga por finalidad asegurar los derechos y obligaciones derivados de cualquier operación presente o futura concluida con el Banco de España, el Banco Central Europeo u otro banco central nacional de la Unión Europea. Incluye la afectación como garantía de préstamos no hipotecarios. Su constitución no requerirá para su plena validez y eficacia frente a terceros la intervención de notario ni ningún otro requisito formal, salvo que dicha constitución deberá constar por escrito y ser inscrita en el registro correspondiente por la entidad encargada del mismo. Para su ejecución bastará con la certificación expedida por el Banco de España o del banco central que corresponda, acreditativa de la cuantía de los importes vencidos, líquidos y exigibles que se ejecutan, junto con la copia del documento de constitución de la garantía.

8. CONTENIDO

La garantía financiera, una vez constituida, garantiza el cumplimiento de las obligaciones financieras objeto de cobertura en los términos pactados en el acuerdo inicial.

Desde la constitución de la garantía hasta que tenga lugar el presupuesto de ejecución o se cancele aquélla, los activos dados en garantía quedan bajo el control del acreedor o del tercero

designado como beneficiario. La naturaleza de dicho control depende de la modalidad de la garantía. En las garantías con entrega de la propiedad, el beneficiario tiene el dominio como propietario del bien dado en garantía. A su vez, en las garantías pignoratias, de conformidad con el régimen de la prenda del Código Civil, el beneficiario tendrá derecho a poseer la cosa pignorada, aun cuando el garante continúe siendo dueño de la misma, si bien no podrá hacer uso de ésta.

Pero la especificidad de las garantías financieras pignoratias surge de la previsión de un derecho de disposición, que puede ser incluido en el acuerdo de garantía. La existencia de este derecho y su efectividad hace converger la garantía pignoraticia con la garantía con transmisión de la propiedad. El acreedor pignoraticio que bajo el nuevo régimen puede disponer de los instrumentos dados en garantía pasa a ocupar una posición muy cercana a la del propietario. Es un sistema flexible, en el que también se puede pactar un derecho de sustitución del bien pignorado por parte del deudor.

8.1. Derecho de disposición

En las garantías financieras pignoratias puede pactarse que el beneficiario tenga un derecho de disposición sobre los instrumentos pignorados. Este derecho de disposición se circunscribe a las garantías financieras que adopten la forma de prenda. En las garantías que se realicen mediante la transmisión de la propiedad del bien que se da en garantía, el derecho de utilización es algo natural, al quedar comprendido en las facultades de quien adquiere la propiedad del bien.

La Directiva justifica la atribución del derecho de utilización por aumentar la liquidez de los mercados gracias a la reutilización de los valores pignorados. En el Derecho estadounidense, que ha servido de inspiración a la nueva normativa, el derecho de uso está codificado¹².

Según lo pactado, el beneficiario podrá hacer uso o disponer de los instrumentos dados en garantía, con la obligación de restitución de un objeto equivalente en la fecha de vencimiento de la obligación garantizada. Se considera que un instrumento tiene un valor equivalente al dado en garantía cuando sean instrumentos del mismo emisor, naturaleza, valor nominal y divisa.

Según el régimen bursátil general, los valores pignorados deben ser objeto de desglose en la cuenta por parte de la entidad encargada de la llevanza, y los valores afectados por desgloses no podrán ser objeto de negociación (véanse artículos 31 y 39 Real Decreto 116/1992). Con el régimen especial, cuando así se haya previsto en el acuerdo de garantía financiera pignoraticia, el beneficiario podrá hacer uso y disponer como si fuera titular de los valores. El beneficiario de la garantía financiera pignoraticia puede disponer de los valores sin sujeción a los presupuestos y al procedimiento previsto para la ejecución de préstamos con garantía de valores en el artículo 322 del Código de Comercio.

Asimismo, podrá pactarse la compensación del valor del objeto equivalente con las obligaciones que mantenga el garante frente al beneficiario o que el beneficiario aplique su importe al cumplimiento de las obligaciones garantizadas. Las garantías financieras se contemplan como universalidad, de tal modo que se considera que el instrumento aportado como equivalente ha sido aportado en el momento inicial de constitución de la garantía.

8.2. Derecho de sustitución

Frente a la prenda tradicional, en los acuerdos de garantía financiera podrá pactarse que el garante tenga un derecho de sustitución del bien dado en garantía, que consiste en poder hacer uso del bien, con obligación de aportar "objeto de valor equivalente" que sustituya al inicial.

8.3. Garantías complementarias

En las garantías financieras podrá pactarse que el valor de los instrumentos dados en garantía mantenga una proporción en relación con el valor de la obligación garantizada. Por ejemplo, que el valor de las acciones dadas en garantía sea superior al 125% del valor del préstamo garantizado, de tal modo que cuando se supere el margen previsto, en nuestro ejemplo, las acciones se deprecien hasta dejar de representar un valor superior al 125% del valor del préstamo, quede obligado el garante a aportar activos hasta alcanzar el equilibrio pactado. Es un supuesto de "llamada al margen" muy habitual en las garantías financieras, también presente en los préstamos con garantía de valores.

¹² Según § 9-207(c)(3) del Uniform Commercial Code: "a secured party having possession of collateral or control of collateral (...) may create a security interest in the collateral".

También en estos casos rige el principio de universalidad de las garantías financieras, de tal modo que los activos dados como garantías complementarias para cubrir el margen pactado serán tratados como si hubieran sido aportados en el momento en el que se aportaron los activos iniciales.

9. EJECUCIÓN

9.1. Presupuesto y modalidades

La ley especial otorga un poder al acreedor, o tercero designado como beneficiario, para que cuando considere que se ha producido un supuesto de ejecución, pueda vender o traspasar a su cuenta los valores o disponer del efectivo mediante traspaso a su cuenta. El presupuesto de ejecución de la garantía financiera es el incumplimiento del deudor o la producción del supuesto equivalente al incumplimiento pactado en el acuerdo de garantía. Pueden, por lo tanto, pactarse hechos concretos que en caso de producirse permitan al acreedor ejecutar la garantía o liquidar por compensación anticipada.

Con arreglo a la cláusula de compensación por liquidación anticipada, el vencimiento de las obligaciones de las partes se anticipa produciendo el efecto de hacer surgir una obligación de pago idéntica al saldo resultante de la compensación, que la ley califica de “suma neta global”.

La ejecución de la garantía financiera no se condiciona a un procedimiento judicial, ni se condiciona a otras formalidades que las previstas en el contrato de garantía. No requiere, salvo pacto en contrario, notificación previa al deudor, ni aprobación judicial, ni subasta pública, ni período de espera adicional que pudieran ser exigidos de conformidad con el régimen tradicional de la prenda.

La modalidad de ejecución dependerá de la naturaleza de los activos dados en garantía. Si se trata de instrumentos financieros, el beneficiario podrá ejecutar la garantía ordenando la venta o mediante simple apropiación. Si bien en protección del deudor y de los terceros acreedores del deudor la apropiación de los instrumentos dados en garantía exige haber previsto en el contrato las modalidades de valoración que, en cualquier caso, deberán respetar los principios generales del buena fe y equidad, no resulta de aplicación la prohibición del pacto comisorio que, para las prendas tradicionales, establece el artículo 1859 del Código Civil.

Si el activo dado en garantía es efectivo en cuenta, el acreedor podrá compensar su importe o transferirlo a su cuenta en pago de las obligaciones principales.

9.2. Procedimiento de ejecución de las garantías pignoraticias

Cuando se produzca el supuesto de incumplimiento pactado en el acuerdo de garantía, el acreedor podrá proceder a realizar las operaciones de liquidación de las obligaciones principales y las de ejecución de la garantía.

Una vez dado el supuesto de incumplimiento, el acreedor queda facultado para ordenar el traspaso de los instrumentos pignorados desde la cuenta del garante a la suya propia o para ordenar su enajenación. La orden de traspaso o de enajenación debe adoptar la forma de requerimiento a la entidad encargada de la llevanza de la cuenta. En dicho requerimiento se debe recoger la manifestación del acreedor de haberse producido el hecho determinante del incumplimiento y que, de conformidad con el acuerdo de garantía, se ha procedido al vencimiento de las obligaciones principales y a la liquidación del acuerdo según lo pactado. La entidad encargada de la llevanza de los instrumentos pignorados, tras recibir el requerimiento y comprobar la identidad del acreedor y su capacidad para efectuar el requerimiento, procederá a transferir los valores o, en caso de requerirse la venta de instrumentos cotizados, adoptará las medidas necesarias para enajenar los instrumentos a través de un miembro del correspondiente mercado, en el mismo día o, de no ser posible, al día siguiente.

El requerimiento del acreedor relativo a la ejecución de la garantía debe hacer referencia al acuerdo de garantía y a su fecha, identificando a las partes, a la entidad encargada de la llevanza de la cuenta en que hayan quedado inscrita la garantía, con manifestación de haberse producido un supuesto de incumplimiento y orden de traspaso o enajenación de los instrumentos.

La transferencia de los instrumentos deberá realizarse de conformidad con las normas que regulen el sistema de registro al que estén incorporados los valores.

Para los valores cotizados en bolsa o en el mercado de la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (AIAF), Iberclear ha regulado en su Circular del 24 de junio de 2005, el procedimiento

de ejecución de las garantías pignoraticias. Corresponde a Iberclear atender el requerimiento del beneficiario cuando la garantía conste inscrita en la cuenta propia de la entidad participante y a las entidades participantes cuando la garantía conste inscrita en los registros de detalle.

9.3. Salvaguarda de los intereses del deudor y de terceros

La liquidación por compensación de las garantías debe llevarse a cabo valorando los instrumentos dados en garantía y las obligaciones garantizadas de una “manera comercialmente correcta”, estándar de valoración que la jurisprudencia irá llenando de contenido, como concepto jurídico indeterminado. Esta fórmula de valoración también se aplica al ejercicio de los derechos de sustitución o disposición y a la aportación de garantías complementarias.

Las valoraciones habrán de ajustarse, en su caso, al valor de mercado de los instrumentos dados en garantía en el momento que se ejecute ésta. Todo ello, sin perjuicio de lo pactado en el contrato de garantía.

10. EFECTOS DE LAS MEDIDAS DE SANEAMIENTO Y LIQUIDACIÓN

Las garantías financieras gozan de un régimen privilegiado en relación con las medidas de saneamiento y liquidación. A estos efectos, se considera “medida de saneamiento” la apertura del concurso en los términos previstos en la Ley Concursal, y “medida de liquidación” la apertura de la fase de liquidación de conformidad con lo establecido en la citada Ley Concursal. También se consideran medidas de saneamiento y liquidación las de carácter administrativo, como las de intervención previstas para las entidades financieras en la legislación sectorial, entre las que destacan para las entidades de crédito las del Título III de la Ley de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito y del artículo 57 de la LOB, para las empresas de servicios de inversión las de los artículos 74.5 y 107 de la Ley de Mercado de Valores; y para las sociedades gestoras y de inversión colectiva, las del Capítulo III del Título sexto de la Ley reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva.

En las garantías financieras rige el principio de inmunidad de las garantías financieras frente a los efectos de las medidas de saneamiento y liquidación. En este sentido, no se verán afectadas por la adopción de medidas de saneamiento y liquidación, y podrán, por lo tanto, ejecutarse de

forma separada, de acuerdo con lo pactado. Por ejemplo, la adopción de una medida de saneamiento y liquidación, como puede ser la apertura del concurso del garante, carece de efectos para declarar nula la garantía financiera formalizada con anterioridad a la adopción de la medida. Tampoco podrá pretenderse su nulidad por haber sido constituida en el período inmediatamente anterior a la adopción de la medida de saneamiento o liquidación. Incluso hay un plazo en el que se protege la garantía financiera frente a los efectos de las medidas de saneamiento y liquidación, aunque la garantía se haya formalizado con posterioridad a la adopción de la medida. Esto ocurre si en el mismo día de la adopción de la medida, pero con posterioridad a su adopción, se procediera a la formalización de la garantía. En estos casos la garantía también queda protegida, manteniendo su carácter ejecutable y vinculante frente a terceros, pero condicionado a que el beneficiario pueda probar que no tenía conocimiento, o no debía tenerlo, de la adopción de la medida.

11. CONCLUSIÓN

Tradicionalmente, en las relaciones interbancarias se han utilizado acuerdos de compensación contractual (*netting*) con el fin de proteger a la entidad acreedora en caso de insolvencia de la entidad deudora. Este mecanismo de garantía evoluciona dando lugar a las modernas garantías financieras, en las que los acuerdos de compensación contractual quedan configurados como una más de sus modalidades.

Las garantías financieras nacidas para proteger al deudor en las relaciones interbancarias, se generalizan para proteger al crédito bancario ante cualquier deudor, al tiempo que se favorece de este modo el acceso al crédito en mejores condiciones. Por su simplicidad, están llamadas a constituir la principal forma de garantía mobiliaria.

BIBLIOGRAFÍA

DEVOS, Diego. “Le netting en droit belge”. Revista de Derecho Bancario. 1994. pp. 162-173.

DÍAZ RUIZ, Emilio, y Salvador RUIZ BACHS. “Reformas urgentes para el impulso a la productividad: importantes reformas y algunas lagunas”. En: La Ley. 6240. 2005.

DÍAZ BARCO, Fernando, y, María de los Ángeles VELÁZQUEZ MARTÍN. “El juicio ejecutivo derivado de operaciones bancarias”. Segunda edición. Cizur Menor, Navarra, 2002.

CABRILLAC, Michel y Christian MOULY. "Droit des sûretés". Sétima edición. París. 2004.

CARRASCO, Ángel, Encarna CORDERO, y Manuel Jesús MARÍN. "Tratado de derechos de garantía". Cizur Menor, Navarra. 2002.

FÍNEZ RATÓN, José Manuel. "Garantías sobre cuentas y depósitos bancarios. La prenda de créditos". Barcelona. 1994.

GÓMEZ DE LIAÑÓ DIEGO, Rosa. "Ejecución de créditos derivados de contratos bancarios". Oviedo. 1998.

IGLESIAS, Juan Luis, y José MASSAGUER. "Acerca de determinados efectos de los acuerdos de compensación contractual o acuerdos de netting". En: Revista de Derecho Mercantil. 231. 1999. pp. 127-166.

LEITE BORGES, Sofia. "A transposição em Portugal da directiva dos acordos de garantia financeira". En: Actualidad Jurídica Uría Menéndez 13. 2006. pp. 83-86.

MOXICA ROMÁN, José, y Gloria MOXICA PRUNEDA. "Las pólizas bancarias. Ejecución, oposición y prelación (Análisis de doctrina y jurisprudencia. Formularios)". Pamplona. 1997.

RIVES-LANGE, Jean Louis., y Mónica CONTAMINE-RAYNAUD. "Droit bancaire". Sexta edición. Paris. 1995. pp. 410-426.

ROGERS, James. "Conflict of Laws for Transactions in Securities Held through Intermediaries". En: Boston College Law School Research Paper 80. Cornell International Law Journal. 2006.

SIMONART, Valérie. "Le clearing et le netting, notions fondamentales". Revista de Derecho Bancario. 1994. pp. 121-133.

VEIGA COPO, Abel. "Prenda ómnibus, prenda rotativa de acciones y garantía flotante". En: Revista de Derecho Bancario y bursátil. 82. 2001. pp. 33-72.

ZAPATA CIRUGEDA, Francisco Javier. "La prenda de valores". En: Instituciones del Mercado Financiero VIII. pp. 5067-5111.

LA LEY DE LA GARANTÍA MOBILIARIA MATÓ A LA GARANTÍA FLOTANTE EN EL PERÚ: LA EXPERIENCIA INGLESA NOS PUEDE AYUDAR A RESUCITARLA

Luis Pizarro Aranguren*

Luis E. Vargas Loayza**

La Ley de Garantía Mobiliaria es el más grande impulso de la legislación peruana para facilitar el acceso al crédito. Sin embargo, cabe preguntarse si esta nueva regulación satisface de manera efectiva los requerimientos del actual mercado o si más bien ha creado incentivos perversos en los constituyentes de garantías que, con el tiempo, harán que la referida ley quede tan sólo en el papel.

En el presente artículo, el autor resalta algunos de los problemas más importantes de la Ley de Garantía Mobiliaria, tales como la admisión de un gravamen sobre el total de bienes muebles cuando ello incluye el inventario de un negocio, la permanencia de tales cargas en dichos bienes cuando se pretendan transferir a un tercero y las incompatibilidades con el sistema concursal peruano. Así, tomando como referencia la experiencia inglesa, analiza las posibles secuelas de los defectos en la Ley de Garantía Mobiliaria, presentando respuestas prácticas para solucionar tales problemas.

* Profesor Asociado de Derecho Bancario de la Pontificia Universidad Católica del Perú y de la Facultad de Derecho de la Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas. Director la Asociación de Bancos del Perú y de la Escuela de Comunicación Estratégica (ECOE). Socio del estudio Pizarro, Botto & Escobar Abogados.

** Profesor de Transacciones de Propiedad de la Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas. Socio del estudio Pizarro, Botto & Escobar Abogados.

I. INTRODUCCIÓN Y CONTEXTO: LAS LECCIONES DE LA HISTORIA

Vamos un rato a la historia para que nos ayude. En 1856, el parlamento inglés promulgó la primera Ley de Compañías Modernas¹, y en ella estableció que las compañías dedicadas al comercio podrían obtener financiamiento contra la totalidad de sus activos, sean estos presentes o futuros. Dentro del gran avance que esta regulación significaba para mediados del siglo XIX, la nueva norma estableció que los activos gravados se mantendrían afectos a la garantía hasta que la obligación garantizada deje de existir. No se previó que las compañías necesitarían disponer de los activos gravados –especialmente el inventario– para desarrollar su actividad comercial. Este problema trajo consigo amplia discusión en las cortes inglesas y tuvo como resultado la modificación de la norma según se discutirá más adelante. Esta norma constituye un hito fundamental en la historia de la regulación contractual-financiera.

Casi 150 años después de la experiencia inglesa, en el Perú, luego de sufrir por décadas una pésima regulación en esta materia, el esfuerzo de algunos académicos destacados con mente moderna liderados por Jorge Avendaño Valdez ha logrado acercarnos un poco más a un sistema moderno y ordenado de garantías a través de la denominada Ley de la Garantía Mobiliaria (en adelante, “LGM”) –Ley 28677–, probablemente una de las normas más emblemáticas e importantes de la historia de la regulación patrimonial peruana.

Sin embargo, resulta curioso observar que nuestra LGM ha nacido con problemas muy similares a los que tuvo originalmente la norma inglesa en 1856.

En efecto, la LGM contiene como innovación en su artículo 4 la posibilidad de que el deudor o tercero constituyente de la Garantía Mobiliaria (en adelante, “GM”) a través de un solo acto establezca un gravamen sobre la totalidad de sus bienes muebles, incluyendo bienes futuros, corporales o no². Sin embargo, la LGM establece también en su artículo 13 que la enajenación de los bienes

afectos a la GM no afecta la plena vigencia de ésta, vale decir, el adquirente recibe un bien gravado y se encuentra sujeto a los remedios que tiene el acreedor para recuperar el bien.

Adicionalmente, la sexta disposición final de la LGM ha dispuesto la derogación del artículo 231 de la Ley 26702, Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros que regulaba en Perú a la prenda global y flotante (en adelante, “PGF”) y de todas las demás normas que se opongan a la LGM, con lo cual debe asumirse que quedó también derogada la Resolución SBS 430-97 que contenía el Reglamento del Contrato de PGF.

Dadas las características de la regulación de la LGM y las derogatorias que ella ha traído consigo, es pertinente iniciar este artículo preguntándose cuál era la intención del legislador y de los académicos que tuvieron la iniciativa de impulsar esta norma. Decimos que es pertinente hacerse esta pregunta porque si bien concordamos conceptualmente con gran parte de las importantes innovaciones brindadas, preocupa que este gran esfuerzo no logre los efectos buscados al haber nacido con vacíos similares a un sistema de garantías que nos lleva varias décadas de ventaja.

Entendamos el origen de la LGM. Ya nos advertían en el año 2000 Heywood W. Fleisig, Nuria de la Peña y Fernando Cantuarias³ que eran básicamente dos los problemas que enfrentaba el sistema de garantías peruano: el primero, que la regulación de entonces no brindaba las herramientas suficientes para otorgar garantías eficaces con bienes muebles (inventario, maquinaria, cuentas por cobrar, etcétera) dado que en su mayoría el sistema de oponibilidad de dichas garantías se basaba en un sistema de registros de bienes y, el segundo, que existía caos en la regulación de las diversas garantías (más de veinte tipos de garantía cada una con su propia regulación) y en el sistema registral (diecisiete registros distintos, los cuales en muchos casos permitían la superposición de garantías sobre los mismos bienes)⁴.

¹ La Joint Stock Companies Act de 1856 vino a reformar leyes anteriores que regulaban a las sociedades comerciales en el Reino Unido y estableció las bases para el sistema de sociedades que hasta hoy se mantiene en la recientemente promulgada Companies Act de 2006.

² Artículo 4.- Bienes muebles comprendidos en esta Ley

“La garantía mobiliaria a que se refiere la presente Ley puede constituirse sobre uno o varios bienes muebles específicos, sobre categorías genéricas de bienes muebles o sobre la totalidad de los bienes muebles del constituyente de la garantía mobiliaria, sean presentes o futuros, corporales o incorpóreos” (resaltado nuestro).

³ FLEISIG, Heywood W., DE LA PEÑA, Nuria y Fernando CANTUARIAS. “Trabas legales al crédito en el Perú: garantías mobiliarias”. Lima: Center for the Economic Analysis of Law y el Fondo Editorial de la Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas. 2000.

⁴ Ibid. pp. 60-63.

Los problemas descritos generan que las posibilidades de acceso al crédito sean limitadas y los costos elevados⁵. El otorgamiento de crédito estaba enfocado básicamente en financiamiento contra bienes inmuebles a tasas de interés que reflejaban no sólo el riesgo de incumplimiento, sino los costos de ejecución de la garantía y lo reducido del mercado. Por su parte, aquellas empresas que destinaban recursos a invertir en bienes productivos (maquinaria, insumos, etcétera) tenían poca posibilidad de acceder al crédito de alguna entidad financiera formal, y las que lo lograban asumían el pago de tasas de interés más altas.

Por lo tanto, podría decirse que el objetivo que dio origen a la LGM fue crear una única estructura de garantía para bienes muebles, unificar y ordenar el sistema de registros públicos para dichas garantías y permitirles que tengan la eficacia necesaria para que se amplíen las oportunidades de acceso al crédito en el Perú, sobre todo con relación a aquellas empresas e individuos cuyos principales activos son bienes muebles. Evidentemente, no pretendemos sugerir en este documento que la sola entrada en vigencia de la LGM ha solucionado *per se* los problemas que nos describían Fleisig, De la Peña y Cantuarias. Sin embargo, es clara la meta que dicha norma persigue así como los efectos que busca generar en nuestro sistema económico.

Entonces, si el objetivo de la norma es facilitar el acceso al crédito en el Perú, nos preguntamos por qué la LGM ha establecido que la GM será una garantía rígida que gravará el bien aun después de su transferencia a un tercero.

Como se explicará más adelante en este trabajo, la posibilidad de que el deudor o constituyente de la garantía transfiera el bien libre de gravámenes a un tercero dentro del curso regular de su actividad comercial, es la clave para que dicho deudor pueda efectivamente considerar que los bienes muebles con los que cuenta sirven para financiarse. Una norma que pretende facilitar el acceso al crédito, y bajo esa perspectiva innova y

moderniza el sistema de garantías permitiendo la generación de un gravamen sobre el total de bienes muebles del deudor, no puede luego establecer que el gravamen sobre tales bienes o sobre un grupo específico de los mismos permanecerá de manera irrestricta cuando el deudor o constituyente deba transferirlos a un tercero, porque de ello depende su negocio. Creemos que poco se facilita el acceso al crédito si las empresas en el país pueden generar una GM sobre la totalidad de sus bienes muebles, pero no pueden transferirlos libres de dicha garantía. Nuestra sospecha es que la GM sobre la totalidad de bienes muebles, regulada así, será una innovación más que caerá en desuso por falta de arraigo con la realidad comercial y económica del país⁶.

Lamentablemente el problema no termina aquí. Como se ha mencionado, la LGM también ha derogado la PGF, con lo cual, si el deudor o constituyente de la GM es una empresa cuyo principal activo es el inventario de bienes fungibles, la LGM nuevamente estaría yendo en contra de sus objetivos, limitando para dicha empresa el acceso a financiamiento contra dichos bienes.

La modernización del sistema de garantías peruano y la ampliación de acceso al crédito no se cumplen mientras acceder al crédito suponga bloquear el desarrollo comercial de las empresas. Por ello, la regulación de la GM sobre el total de bienes muebles del deudor o del constituyente requiere ser adecuada para: (i) permitir el acceso al crédito, (ii) que el riesgo del acreedor esté suficientemente cubierto, y (iii) que el deudor o constituyente de la GM pueda desarrollar su actividad comercial. En ese sentido, la intención de este trabajo es discutir puntualmente los problemas que trae consigo la LGM y generar una idea de las reformas que serían necesarias para que el otorgamiento de una GM sobre la totalidad de los bienes muebles del deudor o constituyente tenga un efecto práctico real y eficiente. Asimismo, se propone la reinstitución del concepto de PGF, ampliando los alcances que dicha garantía tenía bajo la norma derogada.

Luis Pizarro Aranguren
Luis E. Vargas Loayza

⁵ Los problemas de acceso al crédito en el Perú se evidencian con más claridad en la pequeña y mediana empresa. Son este grupo de empresas las que tienen más necesidad de crédito (en tanto el capital propio es limitado) y las que mayores limitaciones han enfrentado cuando se trata de conseguir el financiamiento requerido. Para las principales entidades financieras del país, la pequeña y mediana empresa no necesariamente constituyen el objeto principal de su mercado objetivo, en buena medida porque los estándares de garantía solicitados no pueden ser cumplidos: garantías sobre inmuebles o de muebles registrados.

⁶ Debemos advertir que la preocupación que pretende plantear el presente trabajo se discutirá desde una perspectiva del sector comercial (empresas individuales, microempresa, pequeñas y medianas empresas, etcétera) e industrial de nuestro sistema económico. En ese sentido, el análisis que se ofrece y las recomendaciones que puedan rescatarse de este documento no necesariamente son aplicables al problema de acceso al crédito de personas naturales.

Creemos que la mejor manera de ilustrar las razones legales y prácticas por las que es necesaria una adecuación de la LGM es a través de la comparación con un sistema legal que ha enfrentado los mismos problemas 150 años atrás. En ese sentido, este documento utilizará como referencia el sistema de garantías en Inglaterra.

Finalmente, en vista de que la ejecución de una GM sobre el total de bienes muebles del constituyente de la garantía puede colocar a dicha persona en una situación de insolvencia, conviene revisar también el tratamiento legal en esta área a fin de confirmar que exista congruencia con los objetivos de la LGM.

II. CONOZCAMOS LA EXPERIENCIA INGLESA

2.1. Origen del denominado *floating charge* inglés

Durante la tercera década del siglo XIX, Inglaterra era partícipe de la célebre Revolución Industrial. Como resultado, el rápido crecimiento comercial e industrial trajo consigo la necesidad para las empresas de la época de acceder a capital de trabajo. Las grandes empresas⁷ no tenían mayor complicación en obtener capital puesto que al ser empresas respaldadas por el Estado, eran muy atractivas para quienes querían invertir en acciones. Eran más bien las pequeñas y medianas empresas de producción las que sufrían la escasez de acceso a capital fresco, en tanto no eran tan atractivas para el mercado de inversionistas. Hasta ese momento en la historia, la única forma como la pequeña y mediana empresa accedían a recursos era a través de “bonos”, los mismos que no eran más que una promesa de pago del préstamo recibido en determinado plazo, más el interés acordado.

El rápido crecimiento del mercado generó que la mediana y pequeña empresa, además de los bonos, comenzaran a solicitar préstamos de corto plazo para la adquisición de materia prima. Esto originó que en determinados casos, ante el incumplimiento de los deudores, los tenedores de bonos tuviesen que competir con los otros prestamistas en el cobro de sus acreencias, teniendo que enfrentar el pago parcial de las mismas.

Como consecuencia, futuras transacciones de bonos trajeron consigo la solicitud de una garantía. ¿Pero qué garantías permitía la ley en esa época? Las únicas garantías disponibles eran la hipoteca y la prenda⁸, y éstas no eran precisamente las más adecuadas para las necesidades de los prestamistas o de las empresas. En efecto, si se toma en consideración que la regulación de la época determinaba que las garantías disponibles debían necesariamente identificar el bien (por lo que los activos fijos eran por excelencia los bienes a otorgarse en garantía), y que debido al crecimiento de la demanda de bienes fabricados las pequeñas y medianas empresas invirtieron la mayoría de su capital en materia prima, la posibilidad de obtener financiamiento se encontraba limitada. Si bien no era un imposible jurídico constituir garantía con la materia prima, dicha alternativa en la práctica resultaba inútil dado que cada vez que el material se transformara en un producto distinto, hubiera sido necesario crear una nueva garantía sobre este último⁹.

Así, con la promulgación del Joint Stock Companies Act de 1856, que hizo la primera referencia a la posibilidad de otorgar garantías sobre bienes futuros, y lo discutido por los magistrados en el caso *Holroyd v. Marshall*¹⁰ en

⁷ De acuerdo a lo que relata Robert R. Pennington en “The Genesis of the Floating Charge”. *Modern Law Review* 6. Volumen 23. noviembre 1960; las grandes empresas de la tercera década del siglo XIX eran aquellas que, por mandato del Parlamento inglés, se encargaban de la administración y explotación de las vías férreas, de los canales y servicios públicos.

⁸ De acuerdo a la ley inglesa previa al Joint Stock Companies Act de 1856, la hipoteca podía otorgarse sobre bienes inmuebles, tierras y construcciones, y la prenda únicamente sobre bienes muebles. En ambos casos, los bienes sobre los que recaía la garantía debían encontrarse perfectamente identificados. De otra parte, la diferencia entre ambas para el caso de bienes muebles radicaba en que la hipoteca establecía que la posesión permanecía con el deudor hasta su eventual ejecución y la prenda necesariamente importaba la transferencia de posesión. Conviene anotar que hasta la fecha, la ley inglesa mantiene que la prenda (pledge) supone necesariamente la transferencia de posesión, por lo que su uso está básicamente restringido a ciertos bienes como en el caso de documentos de embarque en transacciones de comercio exterior.

⁹ Las disposiciones previas al Joint Stock Companies Act de 1856 no permitían que el acreedor pueda solicitar la venta de un bien que no se encontraba específicamente identificado en el contrato correspondiente. En ese sentido, si bien un acreedor podría haber recibido garantía sobre materia prima, la transformación de la misma en otro bien hubiera generado la imposibilidad de ejecutar el bien transformado. Por ello, en la práctica era necesario que el deudor genere una nueva garantía a favor del acreedor identificando el bien transformado. Al margen de la complicación práctica, puede observarse que la posición del acreedor no era la más segura en tanto dependía de la voluntad del deudor para constituir la posterior garantía sobre el bien transformado.

¹⁰ El caso *Holroyd v. Marshall* (1861-62) 10 HLC 191, marca un hito en el desarrollo del *floating charge* inglés ya que, a través de él, la House of Lords (última instancia judicial) discutió en forma extensa la razonabilidad y “justicia” que existían en el hecho que un acreedor pueda tomar como garantía todos los bienes de un deudor, incluyendo los bienes futuros.

1861, quedó establecido que era perfectamente posible que una empresa pudiese otorgar garantías sobre el total de sus bienes, incluyendo bienes futuros.

Quedaba, sin embargo, la duda de si el constituyente del *charge* podía disponer de los bienes al haber otorgado una garantía sobre el total de los mismos, y si dichos bienes se mantendrían sujetos a la garantía luego de transferidos. La duda quedó resuelta cuando en 1870 se discutió el caso *Re Panama, New Zealand and Australian Mail Company*¹¹ (en adelante, “*Re Panama*”) en el cual el liquidador de la empresa deudora puso como argumento que no se podía haber constituido una garantía sobre el total de bienes presentes y futuros de la compañía en tanto ello habría supuesto el bloqueo de la operación comercial de la misma. Ante dicho argumento los magistrados indicaron que cuando se otorgaba una garantía sobre el total de bienes de una compañía, quedaba implícito que la compañía seguiría funcionando regularmente y, por lo tanto, implícito también que el acreedor autorizaba al deudor para disponer de los bienes que correspondan al curso normal de su negocio¹².

2.2. Efectos del *floating charge*

Luego de algunos años de discusión, quedó claro en Inglaterra que, aun cuando no existiese acuerdo expreso entre acreedor y deudor sobre el tratamiento de los bienes en el caso de una garantía sobre la totalidad de activos incluyendo activos futuros, el deudor estaría autorizado para disponer de tales bienes en el curso normal de su negocio. Tan importante y esencial era la necesidad de que el deudor pueda continuar con

su negocio que las cortes estaban dispuestas a generar presunciones sobre un acuerdo tácito entre acreedor y deudor a fin de preservar tanto la garantía del acreedor cuanto la posibilidad de que el deudor accediera al financiamiento.

Sin duda, si el caso *Re Panama* hubiese resuelto que era imposible que el acreedor tuviese una garantía sobre la totalidad de los bienes del deudor incluyendo bienes futuros porque ello significaría que el acreedor estaría bloqueando el negocio del deudor, el efecto de dicha decisión hubiera sido que: (i) los acreedores dejen de tomar garantías sobre la totalidad de activos, (ii) las empresas no puedan financiarse contra su materia prima, (iii) el acceso al crédito para la pequeña y mediana empresa se restrinja; y; (iv) el desarrollo del mercado se trunque. Felizmente, los magistrados ingleses del siglo XIX tuvieron la capacidad de analizar el problema desde una perspectiva general de mercado y brindaron los instrumentos para que el crecimiento industrial y comercial siga su curso.

Si bien en la actualidad el *floating charge* debe ser pactado expresamente entre el acreedor y deudor¹³, el concepto de permitir que el deudor o constituyente de la garantía dispusieran de sus activos en el curso normal del negocio quedó absolutamente arraigado en el mercado. En 1910, se explicó en el caso *Evans v. Rival Granite Quarries Ltd.*¹⁴ que, si bien el *floating charge* creaba una garantía efectiva sobre los bienes del deudor, la garantía no gravaba (*no attachment*) ningún bien en particular hasta el momento que ocurriese un determinado evento que determinara la imposibilidad del deudor de continuar disponiendo de ellos¹⁵.

¹¹ En *Re Panama, New Zealand and Australian Mail Company* (1870) LR 5 Ch App 318, la empresa deudora entró a un proceso de insolvencia y el liquidador se enfrentó contra el principal acreedor para tratar de recuperar la mayor cantidad de activos e incluirlos en la masa de liquidación.

¹² En palabras de su señoría Lord Justice Giffard, sobre el caso *Re Panama, New Zealand and Australian Mail Company*, “*I take the object and meaning of the debenture to be this, that the word ‘undertaking’ necessarily infers that the company will go on, and that the debenture holder could not interfere until either the interest which was due was unpaid, or until the period had arrived for the payment of his principal, and the principal was unpaid*”. Con ello se sugería que en realidad el acreedor no contaba más que con un derecho especulativo sobre una garantía que sólo existiría cuando se verificase un incumplimiento y se pretenda su ejecución. La discusión del presente caso dio origen a una nueva disyuntiva relacionada a que si el *floating charge* creaba una garantía desde el momento en que las partes suscribían el contrato correspondiente o si la garantía sólo cobraba efecto ante la verificación de un incumplimiento. Esta discusión no afecta lo que se pretende demostrar en este trabajo y, por lo tanto, no será analizada. Sólo mencionaremos que en Inglaterra esta discusión se mantiene vigente a niveles teóricos, pero no afecta los resultados prácticos de la garantía.

¹³ Tomando en consideración que, de acuerdo a lo dispuesto por el artículo 396(1)(f) de la *Companies Act* de 1985, es requisito de validez del *floating charge* que éste se encuentre inscrito en el Registro de Compañías (*Companies Registry*) y que el registro importa el llenado de un formulario especial con las condiciones que las partes hayan pactado, el resultado práctico es que existe evidencia expresa del acuerdo de voluntades. Conviene anotar que la garantía se inscribe en el equivalente a la partida registral de la compañía deudora (*debtor registry*).

¹⁴ *Evans v. Rival Granite Quarries Ltd.* (1910) 2 K.B. 979.

¹⁵ En palabras de su señoría Lord Justice Buckley en el caso *Evans v Rival Granite Quarries Ltd.*: “*A floating charge is not a future security; it is a present security which presently affects all the assets of the company expressed to be included in it (...) A floating security is not a specific mortgage of the assets, plus a licence to the mortgagor to dispose of them in the course of his business, but is a floating mortgage applying to every item comprised in the security, but not specifically affecting any item until some act or event occurs or some act on the part of the mortgagee is done which causes it to crystallise into a fixed security*”. (1910) 2 K.B. en 999.

2.3. Funcionamiento actual

Actualmente, el *floating charge* es visto como una garantía sobre un fondo que contiene activos indeterminados¹⁶ que el deudor puede administrar de acuerdo al curso regular de su negocio. El profesor Roy Goode explica que, de acuerdo a la ley inglesa, se considera que un fondo tiene existencia propia y distinta a los bienes que éste contiene, de forma que al ser el *floating charge* una garantía sobre el fondo, no se afecta aun cuando los bienes que lo conforman puedan cambiar. Goode compara el *floating charge* con el río Támesis para indicar que el río es el río aun cuando el agua que discurre por él cambie cada minuto. Incluso, añade Goode, el río será el río aun cuando éste se pueda haber secado temporalmente¹⁷.

Para comprender con mayor claridad el concepto anterior es necesario analizar tres elementos básicos del *floating charge*. El primero, qué constituye “curso regular del negocio”; el segundo, qué facultades tiene el deudor respecto de los bienes materia de la garantía y cuáles son los efectos de la disposición de tales bienes dentro del curso regular del negocio; y, tercero, cuáles son las restricciones aplicables a la disposición de bienes afectos al *floating charge*. Creemos que es relevante analizar estos elementos porque si bien nuestra intención es demostrar la necesidad de determinados cambios en la LGM tomando como ejemplo la experiencia inglesa, es también cierto que no sería prudente tomar esta experiencia como una verdad absoluta, dejando de lado la realidad legal y judicial, costumbres, cultura y la dimensión y dinámica de nuestro mercado.

Al analizar el elemento del “curso regular del negocio” (*ordinary course of business*), en ocasiones en las que el acreedor ha solicitado el otorgamiento de una medida judicial que impida determinada disposición de bienes, las cortes

inglesas se han mostrado reacias a otorgar la referida medida, indicando que dada la naturaleza del *floating charge*, el único análisis aplicable para determinar si cierta disposición de bienes forma parte o no del curso regular del negocio es observar si cuando se realiza dicha disposición, la compañía continúa o no desarrollando su negocio. Si la disposición de bienes se realiza cuando la actividad comercial ha cesado, entonces dicha disposición estará prohibida. En buena cuenta, las cortes inglesas establecieron que toda disposición de bienes realizada por el deudor mientras éste se encuentre comercialmente activo debía necesariamente ser considerada como dentro del “curso regular del negocio”¹⁸.

En concordancia con lo anterior, el primero de los efectos de la disposición de bienes en un contexto de *floating charge* es que los bienes pueden ser transferidos a un tercero libre de gravamen. Un ejemplo exagerado, pero muy ilustrativo de esta regla lo constituye la decisión adoptada por la Corte de Apelaciones en el caso *Re Borax Company*¹⁹ en el cual se discutió si la venta de todo el negocio de una empresa a otra formaba parte del curso regular del negocio y si la garantía se mantenía con el negocio transferido. La Corte de Apelaciones afirmó que en tanto la empresa vendedora recibiría acciones de la empresa compradora y cuentas por cobrar, y que ahora éste sería su negocio, la transferencia era posible y el negocio transferido pasaba libre del gravamen.

Adicionalmente, el deudor que ha constituido un *floating charge* se encuentra facultado para crear nuevas garantías sobre cualquiera de sus activos. De acuerdo a la ley inglesa, las garantías que específicamente graven un determinado activo del deudor, tendrán prioridad sobre el *floating charge* en el supuesto en que las obligaciones respaldadas con aquéllas garantías específicas sean incumplidas con anterioridad²⁰. Por ello, resulta

¹⁶ La explicación sobre el funcionamiento actual del *floating charge* asume que la garantía recae sobre el total de bienes del deudor o del constituyente.

¹⁷ “In English law, a fund is considered to have an existence distinct from that of its components. The contents of the fund are constantly changing as assets are removed from the fund and new assets come into it, but the identity of the fund itself remains unchanged, in much the same way as the river Thames remains the river Thames despite the fact that the water in it is never the same from one minute to the next. Indeed, an open-ended fund (i.e. one which by the terms of its establishment is capable of increase with the addition of new assets) has a notional existence even at times when there are no assets comprised in it. To carry the river simile a stage further, we should continue to speak of the river Thames even if, through a drought, it had temporarily dried up”. En: GOODE, Roy. “Legal Problems of Credit and Security”. Tercera edición. Londres: Sweet & Maxwell. 2003. p.115.

¹⁸ El análisis más claro y directo sobre este problema lo realizó su señoría Lord Justice Cotton en el caso *Willmott v. London Celluloid Company* (1886) 34 Ch D 147, al indicar que mientras el deudor se mantenga comercialmente activo y no exista evidencia de fraude, cualquier disposición de bienes se entiende como efectuada dentro del curso regular del negocio.

¹⁹ *Re Borax Company* (1901) 1 Ch 326.

²⁰ En transacciones de financiamiento de cierta relevancia, el problema de la prioridad subordinada del *floating charge* se soluciona en el texto de los contratos a través de obligaciones de no hacer (*negative pledge*), impidiendo la constitución de garantías posteriores al *floating charge* o estableciendo que el incumplimiento de una obligación garantizada con un tercero constituirá un evento de incumplimiento automático del contrato de financiamiento (*cross default*) y, por lo tanto, el *floating charge* cobrará vigencia prioritaria sobre todos los activos que en ese momento tenga el deudor.

importante revisar las alternativas que la ley inglesa brinda para restringir de manera expresa la disposición de bienes.

La ley inglesa otorga soluciones para la restricción sobre disposición de bienes sólo desde un punto de vista contractual. En ese sentido, las cortes han establecido²¹ que la primacía del acuerdo de voluntades debe protegerse por encima de las intenciones de facilitar el acceso al crédito y proteger el comercio en general. Por el contrario, se ha establecido que negar la posibilidad de que las partes puedan restringir la disposición de bienes contractualmente, limita las posibilidades de adecuar las transacciones a las necesidades de cada caso.

Sin embargo, el problema fundamental del *floating charge* no radica en las restricciones entre partes, las cuales generan efectos plenos entre las mismas, sino en los efectos de dichas restricciones frente a los terceros adquirentes. El caso *Re Castell & Brown*²² fue el que en 1898 estableció la pauta legal relacionada a la oponibilidad frente a terceros. Simplemente se estableció que los acuerdos entre partes no afectaban a los terceros adquirentes mientras estos no tuvieran conocimiento del acuerdo o no fuera razonable que debieran haber tenido conocimiento²³.

En suma, tal como indica el profesor Richard Calnan, la característica principal del *floating charge* es que el deudor puede disponer de sus activos libres de gravamen e incluso puede concretar transacciones sin siquiera mencionar que existe un *floating charge* sobre los activos involucrados²⁴.

III. ANÁLISIS DEL FUNCIONAMIENTO Y EFECTOS DE LA LGM: NECESIDAD DE CORREGIR UN ERROR ESTRUCTURAL

Luego de revisar el funcionamiento del sistema inglés sobre los efectos de la garantía flotante,

creemos que es prudente iniciar esta parte del trabajo advirtiendo que nunca un sistema normativo puede imponerse sobre otro sin considerar aspectos culturales, sociales o de realidad económica. Sin duda, sería absurdo pensar que el sistema inglés, que sólo se ha tomado como ejemplo, puede aplicarse íntegramente a la realidad peruana. Las realidades son muy distintas.

Sin embargo, no puede dejar de notarse que la LGM, acertadamente, ha adoptado ciertos conceptos e instrumentos legales similares al de sistemas como el inglés, apostando porque su adecuada implementación y utilización nos acerque un poco más al nivel de desarrollo económico y jurídico que este tipo de países han alcanzado. Y es por eso que este trabajo pretende mostrar que, si los académicos responsables por impulsar la LGM han logrado dar el gran paso hacia el ordenamiento del sistema peruano de garantías, es preciso que la implementación de la norma tenga los instrumentos básicos necesarios para que sea una norma efectiva.

El objeto de esta sección es colocarnos en el contexto de la regulación de la GM relacionada al gravamen sobre el total de bienes muebles del constituyente a fin contrastar posteriormente la LGM con el sistema de garantías que utilizamos como ejemplo. Particularmente, interesa detenerse brevemente en la creación, efectos y ejecución de la garantía, así como comentar los efectos de la GM en un contexto de insolvencia del constituyente.

3.1. Creación y efectos de la GM sobre el total de bienes muebles

Como se indicó, el artículo 4 de la LGM regula los bienes sobre los que puede constituirse GM. Dicho artículo expresamente permite que la GM

²¹ Uno de los casos que con mayor claridad ha indicado que el *floating charge* puede ser restringido contractualmente es *Ashborder v. Green Gas Power* (2004) EWHC 1517.

²² *Re Castell & Brown* (1898) 1 Ch 315.

²³ La Corte en el caso *Re Castle & Brown* introduce un elemento objetivo de análisis para determinar si el acuerdo entre partes genera o no efectos en el tercero adquirente. De esta forma, si dicho tercero tenía conocimiento del acuerdo, o si por la condición, situación, naturaleza o posición del tercero era razonable que éste deba haber tenido conocimiento; entonces estará sujeto al mismo. El elemento de razonabilidad es aplicado en este caso, por ejemplo, a bancos. Las cortes dirán que un banco tiene la posición y condición para realizar las averiguaciones necesarias por el estado de los bienes sobre los que adquiere derechos. En contraposición, las cortes dirán que una anciana que adquiere los bienes, no tiene la condición o posición y por lo tanto no es razonable que deba haber tenido conocimiento del acuerdo entre las partes. Conviene mencionar que en la actualidad, aun cuando es requisito de validez del *floating charge* inscribirlo en el Registro de Compañías, de acuerdo a la ley inglesa el registro no tiene un efecto inmediato de oponibilidad *erga omnes*. En consecuencia, continúa aplicándose el criterio de razonabilidad. Como podrá intuirse, en la práctica los adquirentes involucrados en una transacción relevante –al margen de su condición, situación, naturaleza o posición– siempre verificarán el Registro de Compañías a fin de evitar sujetarse al riesgo del análisis de una corte.

²⁴ "The recurring theme in these cases is that, notwithstanding the existence of the floating charge, the debtor company is entitled to carry on its business 'in the ordinary course' and, accordingly, to dispose of its assets free of the charge and generally enter into transactions without reference to the floating chargee and as if the floating charge did not exist". En: CALNAN, Richard. "Taking Security: Law and Practice". Bristol: Jordans. 2006. pp.116-117.

recaiga sobre la totalidad de los bienes muebles del constituyente de la garantía mobiliaria, sean presentes o futuros, corporales o incorporeales.

Asimismo, el artículo 13 de la LGM indica que la enajenación de los bienes que constituyen la GM no afectará la plena vigencia de la garantía. No resulta complicado percibir el evidente problema que causa la aplicación conjunta del artículo 4 de la LGM con el artículo 13 de la misma.

El artículo 4 de la LGM es una novedad en nuestro sistema de garantías ya que, con excepción del fideicomiso en garantía²⁵, no existía un instrumento legal que permitiera a un deudor o a un tercero garante generar mediante un solo acto una garantía sobre el total de sus bienes. Si bien la LGM, por su naturaleza, ha limitado la garantía global al universo de bienes muebles de determinado constituyente, esta estructura es en esencia la misma que se ha venido aplicando en Inglaterra desde mediados del siglo XIX.

Al igual que en Inglaterra, la razón principal por la que una norma como la LGM contiene la posibilidad de generar una garantía global sobre determinado universo de bienes es básicamente para dotar al deudor de mayores instrumentos de financiamiento. En efecto, la enumeración de bienes del artículo 4 de la LGM no es más que una relación enunciativa de los bienes que podrían otorgarse en GM, ya que el numeral 22 del referido artículo establece finalmente que puede constituirse GM, con cualquier bien mueble en general²⁶. Queda claro, entonces, que la intención del artículo 4 de la LGM es que los deudores (en el caso de empresas básicamente y en especial la pequeña y mediana empresa) puedan destinar sus recursos de manera eficiente y, al mismo tiempo, tengan oportunidad de financiarse contra los bienes con los que cuentan.

Si esa es la intención, no pareciera existir mayor problema cuando se trata de generar una GM

sobre los vehículos de una empresa²⁷, las construcciones en terreno ajeno para algún fin temporal, los materiales de construcción²⁸, las acciones en las que una empresa pueda haber invertido, derechos de propiedad intelectual y marcas, las pólizas de seguro, maquinaria, naves, aeronaves y, en general, todos los bienes con los que una empresa no comercializa comúnmente en el curso normal de su negocio²⁹. Decimos que no habría mayor problema con este tipo de bienes porque es razonable pensar que el constituyente de la GM no está interesado o no requiere transferir la propiedad sobre esta clase de bienes para desarrollar su negocio. En consecuencia, establecer que la GM mantenga plena vigencia, aun cuando el bien se haya transferido o en cualquier forma dispuesto, incluso puede ser un efecto deseado por el deudor, en tanto aquellos activos estratégicos del deudor o constituyente siempre se mantendrán gravados a favor del acreedor, generándose así mayor seguridad para éste y, en consecuencia, mejores condiciones de financiamiento (más plazo, menos interés, etcétera).

Pero, ¿qué sucede con los bienes de los cuales el deudor o constituyente depende para realizar su negocio? Evidentemente, respecto de estos bienes el artículo 13 de la LGM implica que el deudor o constituyente no podría otorgarlos en GM ya que requiere, para el curso normal de su negocio, transferirlos a terceros libres de gravámenes. En buena cuenta, bienes tales como inventario, créditos, conocimientos de embarque y todos aquellos que tengan un rol central en el negocio del deudor o constituyente y que, por tanto, requieran ser transferidos a terceros libres de gravámenes, no podrían ser utilizados para obtener financiamiento a través de la constitución de una GM.

Detengámonos brevemente en analizar cuál sería el efecto que la GM tendría sobre algunos bienes que típicamente son comercializados por el

²⁵ Si bien el fideicomiso en garantía podría ofrecer todas las ventajas de la LGM, no puede perderse de vista que el fideicomiso es en el Perú una estructura sofisticada costosa y, por lo tanto, elitizada. Es imposible pensar que la mayoría de pequeñas o medianas empresas en el Perú tengan acceso al fideicomiso en garantía como una alternativa.

²⁶ Artículo 4.- Bienes muebles comprendidos por esta Ley
“(…)”

Pueden ser objeto de la garantía mobiliaria:

(…)

22. En general, todos los bienes muebles, registrados o no registrados, excepto las remuneraciones, el fondo de compensación por tiempo de servicios, los warrants y los certificados de depósito” (resaltado nuestro).

²⁷ Ello asumiendo que la empresa no esté justamente en el negocio de compra y venta de vehículos o sea un representante automotriz para alguna marca en particular.

²⁸ Se aplica el mismo comentario que la nota a pie anterior.

²⁹ Es preciso advertir que el término “curso normal del negocio” aplicado a la realidad peruana, no tiene el mismo alcance que el término en el sistema inglés. Explicaremos las razones de esta diferencia en la sección IV de este trabajo.

deudor o por el constituyente. El bien más representativo de este grupo es indudablemente el inventario. Para efectos de esta discusión incluimos dentro del inventario a los bienes que constituyen materia prima. Tomemos como ejemplo cualquier mediana o pequeña empresa de producción en el Perú. Este tipo de empresas se caracterizan por tener un capital de trabajo limitado, es decir, lo común es que el producto de sus ventas sirva para pagar las remuneraciones de los trabajadores (incluyendo en este grupo a los dueños de la empresa quienes en su mayoría también hacen las veces de administradores y trabajadores), cubrir costos varios como arrendamiento de local y que el resto sea invertido nuevamente en la compra de materia prima para la producción de más inventario, o simplemente en la compra de más inventario para su reventa.

Claramente este tipo de empresas, que visiblemente constituyen el grupo más relevante en nuestra economía, no cuentan con maquinaria, vehículos o marcas que puedan servir para respaldar una deuda y mucho menos con bienes inmuebles. Por el contrario, el principal activo que estas empresas podrían ofrecer como respaldo de una deuda es aquel en el que concentran sus inversiones: el inventario y la materia prima. Es más, el hecho de que este tipo de empresas tenga la posibilidad de generar una garantía sobre todos sus bienes muebles (compuestos principalmente por inventario y materia prima), posibilita que el deudor continúe con su negocio y que el acreedor, en caso de incumplimiento, venda todos los bienes gravados como un negocio en marcha, obteniendo de esta forma un mayor valor por su garantía. Sin embargo, el hecho de que el artículo 13 de la LGM no permita que el deudor o constituyente de la GM pueda transferir los bienes libres de gravámenes, simplemente elimina esta posibilidad de financiamiento³⁰.

Tomando el ejemplo anterior, otro de los principales activos que este tipo de empresas

maneja (y, en general, toda empresa, sin importar el tamaño) son las cuentas por cobrar. En efecto, ya sea que la empresa fuera una de producción o de prestación de servicios, es común que las empresas financien a sus clientes por determinado número de días. Dependiendo del tipo de empresa y de la relación de ésta con su cliente, es común que se entregue el producto vendido o se preste el servicio y el pago ocurra quince, treinta, sesenta y hasta en noventa o más días después. Considerando que este tipo de empresa requiere contar con el producto de sus ventas para continuar operando, es común también que los derechos de crédito que surgen de estas ventas sean utilizados en operaciones de *factoring* o descuento. Como se sabe, estas operaciones suponen que la empresa cede sus derechos de crédito a una entidad del sistema financiero u otra con excedentes de liquidez y obtiene a cambio dinero por un valor equivalente a los créditos cedidos menos el monto pactado del descuento. En buena cuenta, estas operaciones se asemejan a la venta de cualquier otro activo de la empresa, en tanto se transfiere la propiedad del bien a cambio de dinero³¹.

Siendo la venta de servicios o productos la actividad central de cualquier empresa, es fácil imaginarse que las transacciones de crédito con clientes pueden llegar a constituir un activo muy importante y valioso. En ese sentido, el numeral 10 del artículo 4 de la LGM expresamente dispone que este bien puede ser materia de una GM, y obviamente, también puede formar parte del grupo de bienes muebles gravados en caso de una GM sobre el total de bienes muebles del deudor o constituyente. Sin embargo, como se ha explicado, los créditos (especialmente los derivados de las ventas diarias) no son un activo estático. Las empresas no pueden esperar treinta, sesenta, o noventa días para que sus clientes paguen, por lo que deben recurrir a operaciones como el *factoring* o el descuento.

Pero, ¿cómo podría mantenerse esta dinámica con los créditos si el artículo 13 de la LGM establece

³⁰ Si bien el artículo 13 de la LGM hace una excepción respecto de las ventas realizadas en tiendas o locales abiertos al público, creemos que lo que dicha excepción genera es una solución ociosa, pero sobre todo ajena a la realidad y dinámica de las ventas de estos tiempos. Además de que es fácil imaginar que las ventas realizadas en tienda o en local abierto al público no constituyen la mayoría de transacciones en el país, el artículo en mención impide que incluso las empresas que operan a través de una tienda o local abierto al público, puedan realizar ventas bajo cualquier otra modalidad. Por ejemplo, queda la duda si una venta realizada por vía telefónica, Internet, despachos directos al domicilio del comprador, por mencionar algunas modalidades, constituyen ventas incluidas dentro de la excepción indicada. Nuestra impresión es que la interpretación judicial sobre la excepción podría ser demasiado conservadora y, lo que es peor, generaría dudas entre el acreedor y el deudor sobre el tratamiento de la garantía.

³¹ La propiedad del activo se transfiere al margen de las condiciones particulares que apliquen a las operaciones de descuento o *factoring*, relativas al recurso con el que cuente el banco para repetir contra el cedente del crédito en caso el deudor de dicho crédito cedido no cumpla con su obligación.

Para mayor información sobre esta materia ver: PIZARRO ARANGUREN, Luis. "Régimen legal de operaciones con activos financieros". En: THEMIS-Revista de Derecho 37. 1998.

que cuando los créditos sean transferidos éstos mantendrán el gravamen constituido por la GM? Como puede sospecharse, las entidades financieras involucradas no querrán que un tercero tenga un derecho preferente sobre el crédito que les es cedido y, en consecuencia, no aceptarán realizar la transacción. El resultado es nuevamente que las empresas no podrían acceder a financiamiento de mediano plazo con el respaldo de estos créditos ya que si lo hicieran, tendrían que renunciar al financiamiento de corto plazo que supone efectuar las operaciones de *factoring* o descuento.

Si a los ejemplos anteriores se añade que la sexta disposición final de la LGM derogó la PGF, la cual como se sabe permitía preñar a favor de un banco u otra entidad del sistema financiero determinada cantidad de un bien fungible, podría afirmarse con preocupación que la LGM no está logrando realmente el objetivo de ampliar el acceso al crédito.

Si bien el sistema de registros se ha ordenado y hoy se pueden crear garantías oponibles *erga omnes* sobre bienes que no cuentan con registro propio (sin necesidad de recurrir a prendas especiales como lo eran la prenda agrícola, la prenda industrial o la prenda minera), no vemos que haya mayor diferencia con el sistema de garantías en vigencia hasta mayo de 2006. Por el contrario, se podría incluso afirmar con preocupación que, al haber derogado la PGF, las empresas hoy tienen aún menos alternativas de acceso a financiamiento.

Nuestra impresión es que los prestamistas y los deudores, usando un nombre distinto, mantendrán el mismo comportamiento que existía con las prendas o existirá una mayor utilización de otras estructuras de garantía tal como el fideicomiso, las cuales, al ser más costosas que la GM, suponen también un efecto de restricción de acceso al crédito.

3.2. La atenuación a los riesgos de insolvencia

Contra a lo que comúnmente se piensa, en el mundo financiero el sistema de garantías tiene un doble propósito de orden práctico, no siendo el único el de atenuar los riesgos financieros del acreedor. Si bien desde una perspectiva teórica, la garantía genera un contrapeso a la aversión al riesgo del acreedor, creando una aversión equivalente en el deudor, una visión más práctica y tangible de la garantía nos indica que uno de sus objetivos es que, a través de ella, el acreedor tenga los medios suficientes para cobrar una obligación de pago incumplida³². El segundo objetivo práctico de la garantía en este contexto es permitir que el deudor, a su vez, tenga los instrumentos necesarios para constituir una garantía lo suficientemente eficiente de modo que pueda obtener financiamiento y en condiciones favorables.

Hemos discutido en la sección anterior los problemas que genera LGM con relación a las posibilidades de acceso al crédito. Corresponde entonces ahora discutir brevemente cómo funciona y cuáles son los efectos de la LGM con relación al primer objetivo; es decir, el de permitir que el acreedor logre obtener el pago de su acreencia, objetivo que a su vez influirá también en el acceso al crédito. Para ello, no sólo es necesario revisar el funcionamiento de la GM sobre el total de bienes muebles cuando el deudor realiza normalmente su negocio, sino, más importante aún, cuando el deudor o constituyente sea sometido a un proceso concursal.

Para los casos en los que el deudor se encuentra en un escenario extra concursal, la LGM brinda nuevos instrumentos para la ejecución de la garantía los cuales hacen de ésta un elemento eficaz para lograr que el acreedor recupere lo que se le debe. Revisando brevemente las principales virtudes de la LGM en este sentido, la GM puede venderse extrajudicialmente a través de un representante privado nombrado por las partes³³,

³² Es importante recordar que más allá de las transacciones financieras (las mismas cuya esencia supone la facilitación de recursos dinerarios y el consiguiente pago de dichos recursos más intereses en un plazo determinado) el sistema de garantías también desempeña un rol importante en aquellas transacciones distintas a la facilitación de dinero, en las que las contraprestaciones no se cumplen en un mismo momento, puesto que permite al acreedor obtener la suma de dinero equivalente a la compensación o indemnización que surge por el incumplimiento de las obligaciones de la contraparte.

Para mayor profundidad en esta materia ver: PIZARRO ARANGUREN, Luis. "Régimen legal de la prenda". En: *Ius et veritas* 17. 1998; PIZARRO ARANGUREN, Luis. "Reforma del derecho de garantías en el Código Civil peruano". En: *El Código Civil del siglo XXI*. 2000; y, PIZARRO ARANGUREN, Luis. "Obtener financiamiento en Perú y vivir para contarlos: a propósito de las deficiencias de nuestro sistema legal". En: *THEMIS-Revista de Derecho* 48. 2004.

³³ Inciso 1 del artículo 47 de la LGM.

el acreedor puede tomar posesión directa de los bienes que constituyen la GM³⁴ y el acreedor puede optar por adjudicarse directamente el bien ante el incumplimiento del deudor³⁵.

De otra parte, como se ha visto en el caso de la experiencia inglesa, una de las principales preocupaciones de la regulación sobre garantías es el efecto que éstas tienen en un escenario de insolvencia, sobre todo cuando la garantía afecta el total de activos del deudor o del constituyente³⁶. Esta preocupación encuentra fundamento básicamente en el hecho que si el acreedor tiene la necesidad de ejecutar una garantía de este tipo, lo más probable es que el efecto de la ejecución sea que el deudor o constituyente devenga en insolvente.

Tomando nuevamente los ejemplos de la sección anterior, si una empresa de producción cuyo capital está principalmente concentrado en inventario y materia prima otorga una GM sobre el total de sus bienes muebles hasta por un valor cercano al del total de dichos bienes, para cubrir una obligación también de un valor similar, el efecto de la ejecución de dicha garantía por incumplimiento será indudablemente que la empresa no podrá continuar con su negocio, incumplirá todas sus otras obligaciones y en consecuencia formará parte de un procedimiento concursal.

Procede, entonces, preguntarse cuáles son los riesgos que enfrenta el acreedor en virtud de la regulación concursal vigente en nuestro sistema. Si la regulación concursal peruana de alguna manera pone en riesgo que el acreedor que cuenta con una GM sobre el total de bienes muebles del deudor no logre el cobro oportuno de su acreencia, entonces la garantía no cumple con uno de sus principales objetivos.

A primera vista podría decirse que la Ley General del Sistema Concursal (en adelante, Ley Concursal) –Ley 27809– no necesariamente impide de manera absoluta que el acreedor logre el cobro de su acreencia. Es cierto. El acreedor, una vez

incumplida la obligación, podría iniciar la ejecución extrajudicial de la GM global e intentar, a través del representante elegido, vender los bienes correspondientes. No hay nada en la Ley Concursal que directamente impida que esto suceda. Sin embargo, la Ley Concursal contiene regulaciones que generan un grave riesgo de que el acreedor no logre el cobro de su acreencia en forma oportuna o incluso que no logre obtener el valor total de los bienes gravados a su favor.

Son tres las situaciones que creemos generan un grave riesgo para el acreedor en un contexto de insolvencia. La primera la constituye el hecho que el deudor o un tercero acreedor no garantizado puedan bloquear la ejecución de la GM; la segunda, relacionada a la posibilidad que la GM sea sancionada con ineficacia; y, la tercera, relativa a la prioridad que tiene el acreedor ante la liquidación del deudor. Pasamos a explicar brevemente cada una.

3.2.1. Bloqueo de la ejecución de la GM en contexto concursal

El procedimiento concursal ordinario, de acuerdo a lo dispuesto en los artículos 24 y 26 de la Ley Concursal, podría ser iniciado tanto por el deudor como por un tercero acreedor no garantizado. Los efectos de la declaración firme, de existir concurso de acreedores, son que las obligaciones del deudor se vuelven inexigibles y debe suspenderse la ejecución judicial o extrajudicial de cualquier tipo de garantía. Así lo disponen los artículos 17.1 y 18.6 de la Ley Concursal, respectivamente. Adicionalmente, el artículo 103 de la Ley Concursal, que regula el procedimiento concursal preventivo, permite al deudor una vía más expedita para suspender la exigibilidad de sus obligaciones.

Es importante precisar que cuando la disposición del numeral 5 del artículo 47 de la LGM que establece que *en ningún caso podrá suspenderse la venta del bien mueble afecto en garantía mobiliaria, salvo que el deudor cancele el íntegro de la deuda*, debe interpretarse únicamente para un escenario extra concursal. La LGM no precisa

³⁴ Artículo 51 de la LGM.

³⁵ Artículo 53 de la LGM. Sin duda este es un gran avance en la modernización del sistema de garantías puesto que elimina lo absurdo e irracional de la prohibición absoluta del pacto comisorio.

³⁶ El profesor Calnan expresa la importancia del efecto de las garantías en un contexto de insolvencia indicando que “The reason why a creditor takes security is to protect himself against the insolvency of his debtor. There is little point in having security which is effective whilst the debtor is able to pay his debts in full but not when he cannot do so”. En CALNAN, Richard. Op.cit. p. 322. En el mismo sentido, el profesor Goode indica que “(...) the primary purpose of security is to reduce credit risk and obtain priority over other creditors in the event of the debtor’s bankruptcy or liquidation”. En: GOODE, Roy. Op.cit. p. 1.

expresamente que dicha excepción se aplica a un escenario concursal y tampoco modifica la Ley Concursal en ese sentido.

Asimismo, conviene aclarar que el artículo 18.6 de la Ley Concursal dispone que no se suspenderá la ejecución de bienes del concursado en el caso que tales bienes respalden obligaciones de terceros. Sin embargo, no creemos que esta excepción aparte del todo a los acreedores de los problemas que trae consigo la regulación concursal. Por el contrario, creemos que al ser menos probable que una empresa otorgue una GM sobre el total de sus bienes muebles para garantizar obligaciones de otra, el problema de la regulación se mantiene tangible en tanto es razonable pensar que en la mayoría de los casos, será el propio deudor quien constituya una GM global a favor de su acreedor.

En el caso de los artículos 24.1 y 26.1, para que exista una declaración firme de concurso, deben cumplirse determinados requisitos, entre ellos que las deudas se encuentren vencidas por más de treinta días³⁷. A ese plazo debe agregarse lo que le tome a la autoridad correspondiente analizar la solicitud, verificar que existan fundamentos para la misma y emitir la resolución que declare el concurso del deudor. Transcurrido el plazo total, el efecto inmediato será que las obligaciones devienen en inexigibles y debe suspenderse la ejecución de las garantías.

En consecuencia, si el acreedor que ejecuta la GM global pretende lograr el cobro efectivo de lo que se le adeuda, obteniendo el mayor valor posible del conjunto de bienes que conforman la garantía, aquél debe asegurarse que la venta de todos esos bienes se logre en un plazo menor al arriba descrito. Sin duda, esta será una tarea difícil, sino imposible, considerando que el acreedor no está vendiendo un bien aislado, sino un conjunto de bienes muebles que además comúnmente podrían conformar una unidad de negocio.

Más grave aún es el riesgo que enfrenta el acreedor ante una posible solicitud de concurso

preventivo por parte del deudor. Aun cuando esta solicitud no necesariamente busca la disolución y liquidación del deudor sino el refinanciamiento de sus deudas (por lo que de acuerdo al artículo 103.1³⁸ de Ley Concursal los requisitos del artículo 24.1 no deben haberse verificado), el artículo 108.1 de la Ley Concursal dispone que el efecto es el mismo, vale decir, que se suspende la exigibilidad de las obligaciones y, por tanto, tendría que suspenderse también la ejecución de la GM. Decimos que este riesgo es más grave porque la declaración de concurso preventivo pasa únicamente por una verificación formal de haber adjuntado a la solicitud los anexos descritos en el artículo 25 de la Ley Concursal.

3.2.2. Declaración de ineficacia de la GM en el contexto concursal

El artículo 19 de la Ley Concursal establece que se “declarará ineficaces y, en consecuencia, inoponibles frente a los acreedores del concurso, los gravámenes, transferencias, contratos y demás actos jurídicos, sean a título gratuito u oneroso, que no se refieran al desarrollo normal de la actividad del deudor, que perjudiquen su patrimonio y que hayan sido realizados o celebrados por éste dentro del año anterior a la fecha en que presentó su solicitud para acogerse a alguno de los procedimientos concursales (...)”.

El artículo citado contiene tres requisitos que deben cumplirse para que se declare la ineficacia. El primero, que la transacción no forme parte del desarrollo normal de la actividad del deudor; el segundo, que la transacción perjudique el patrimonio; y, el tercero, que la transacción haya ocurrido dentro del año anterior a la fecha en que se presentó una solicitud de concurso. A los requisitos indicados por la norma debemos agregar que, para efectos de este análisis, se asume que existe algún otro acreedor, además del acreedor garantizado que, al verse afectado por la ejecución de la GM, la ataque tratando de probar su ineficacia.

Comenzando por el periodo en el que se realiza la transacción, no sería extraño que un

³⁷ Para el caso de la solicitud efectuada por el deudor, el artículo 24.1 indica como requisito adicional que las deudas vencidas deben representar más de un tercio del total de sus obligaciones. Asimismo, para el caso del acreedor que efectúa la solicitud, el artículo 26.1 indica que la deuda vencida debe ser, por lo menos, equivalente a 50 unidades impositivas tributarias. Considerando que el contexto de nuestro análisis supone una GM sobre el total de bienes muebles del deudor para garantizar una obligación de valor similar asumimos que los requisitos mínimos establecidos por la norma se cumplen ampliamente.

³⁸ Artículo 103.1.-

“Cualquier deudor podrá solicitar el inicio de un Procedimiento Concursal Preventivo, que se regirá por el presente Título y supletoriamente por el Capítulo V del Título II, **siempre que no se encuentre en ninguno de los supuestos establecidos en el primer párrafo del Artículo 24**” (resaltado nuestro).

financiamiento garantizado con una GM global se estructure por un plazo menor a un año, con lo cual ante la ejecución de la GM, que a su vez daría pie a la solicitud de concurso (por parte del deudor o de un tercero), sea la propia eficacia de la GM la que se discuta.

La discusión sobre si la constitución de la GM es parte de la actividad normal del deudor es un real albur. Es conocido que existen pronunciamientos indicando que por "actividad normal del deudor" se entiende únicamente lo que esta empresa realice en el marco de su objeto social. Ante una interpretación restringida como esta, la GM corre el grave riesgo de ser considerada como una transacción ajena a la actividad normal del deudor.

Finalmente, en cuanto a la afectación del patrimonio, si se asume que el acreedor garantizado normalmente estructurará la GM para que el valor de la obligación corresponda al valor de los bienes que componen la garantía, y de esa forma sea más fácil la venta de los bienes muebles como un negocio o parte del mismo; el acreedor que solicita la ineficacia atacará la valorización de los bienes y podría expresar que existe un exceso de cobertura (sobre colateralización), pudiendo establecer que objetivamente existe un detrimento patrimonial.

De acuerdo al artículo 20.2 de la Ley Concursal, el efecto de la declaración de ineficacia de la GM será el levantamiento del gravamen, dejando al acreedor sin el beneficio de la GM.

3.2.3. Prioridad del acreedor

En el supuesto en que el acreedor se vea involucrado en un procedimiento concursal que determine la disolución y liquidación del deudor, existe el riesgo de que el acreedor no logre utilizar la GM como instrumento para el cobro de su acreencia.

El problema surge de la siguiente manera: el artículo 25 de la LGM establece que en caso el deudor se encuentre involucrado en procesos de disolución y liquidación, la prioridad sobre la GM se regirá de acuerdo a lo establecido en el artículo 42.1 de la Ley Concursal, el cual, a su vez, establece que los acreedores garantizados mantienen

tercera prelación para efectos de recibir el pago por sus créditos. Por su parte, los artículos 89.1 y 89.2 de la Ley Concursal indican que los acreedores garantizados podrán lograr el cobro de sus créditos con el producto de la venta de los bienes que constituyen la garantía, siempre que para pagar las prelación anteriores no haya sido necesario vender tales bienes. Si este fuera el caso, el acreedor cobrará a prorrata con los demás acreedores garantizados con el producto de la venta de los bienes restantes.

Si se asume que nos encontramos ante una empresa cuyos principales activos son sus bienes muebles y se ha constituido una GM sobre el total de tales bienes, es razonable pensar que en muchos casos será necesario vender una parte de los bienes para pagar las acreencias preferentes³⁹.

Aun cuando el bloqueo de la ejecución de la GM o la declaración de ineficacia de la misma puedan no ocurrir en la realidad, no cabe duda de que el acreedor será conciente de la existencia de estos riesgos y, por tanto, podría desistirse de la intención de otorgar financiamiento.

Resulta ahora más fácil comprender por qué los sistemas como el inglés ponen especial interés en los efectos que tiene un procedimiento de insolvencia sobre las garantías. Si la GM sólo funciona en un contexto extra concursal, entonces no tiene sentido obtener una garantía como la GM sobre el total de bienes del deudor, sabiendo que dicha garantía dirigirá al acreedor directamente a un escenario concursal en el cual las bondades de la GM dejan de funcionar, sujetándose a una norma que no está a la par de los avances de la LGM.

IV. PROPUESTAS DE REFORMA Y CONCLUSIONES: NUESTRO APOORTE

Este trabajo es un breve esfuerzo por llamar la atención sobre las bondades y avances que trae consigo la LGM, considerando que sus objetivos recaen básicamente en ordenar el sistema de garantías, brindar mayores instrumentos para lograr financiamiento y, a través de ello, ampliar el acceso al crédito. Partiendo de la premisa anterior, es la principal intención de este artículo resaltar los vacíos e incongruencias que existen

Luis Pizarro Aranguren
Luis E. Vargas Loayza

³⁹ De acuerdo al artículo 42.1 de la Ley Concursal, las acreencias que mantienen preferencia sobre el acreedor garantizado son la orden laboral en primer término, seguidas por las acreencias alimentarias. Considerando que este análisis se concentra en empresas, las acreencias preferentes aplicables serán únicamente las de orden laboral.

en la LGM sobre una de las estructuras de garantía más populares en otros sistemas: la garantía flotante sobre el total de bienes del deudor.

A fin de explicar mejor el funcionamiento de la GM sobre el total de bienes muebles del deudor o constituyente, y los vacíos y riesgos que representa su regulación en la LGM, hemos revisado la aplicación de esta estructura en el sistema inglés de garantías.

El *floating charge* inglés es una estructura que se originó a mediados del siglo XIX por las mismas razones que hoy existe en la LGM, es decir, para permitir que aquellas medianas y pequeñas empresas que no tenían las facilidades de empresas de mayor envergadura para conseguir financiamiento, lo lograran a través de la constitución de una garantía enfocada en su inventario y materia prima. Aun cuando el sistema inglés y el peruano son realidades completamente distintas, creemos de gran utilidad analizar el *floating charge* puesto que el nacimiento de esta garantía en 1856 enfrentó los mismos problemas que hoy identificamos en la GM sobre el total de bienes muebles del deudor o constituyente.

En ese sentido, es nuestra intención concluir el presente trabajo proponiendo y explicando las reformas que serían necesarias a fin de que la GM global cumpla efectivamente con los objetivos para los que nació.

4.1. Enajenación de los bienes gravados

Como se ha explicado, el principal problema de la GM global regulada en el artículo 4 de la LGM es el límite impuesto por el artículo 13 de la misma norma. La imposibilidad casi absoluta de transferir libre de gravámenes los bienes que conforman la GM global impiden que esta garantía pueda ser utilizada por las medianas y pequeñas empresas, sobre todo cuando los activos más importantes que estas empresas pueden ofrecer son su inventario y materia prima.

Cuando tratamos de comprender el porqué de esta restricción, no logramos encontrar una respuesta razonable. La experiencia peruana ha demostrado que es posible y muy útil contar con una garantía que recaiga en forma general sobre un conjunto de bienes que tienen un valor determinado, pero que al mismo tiempo permita que el deudor pueda comercializar tales bienes, transfiriéndolos libres de gravamen. Tal es el caso de la hoy derogada PGF. No hace falta sino revisar el registro que mantenía la Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras de Fondos de

Pensiones, y, posteriormente, el Registro Público de Prenda Global y Flotante para comprobar la popularidad de esta estructura de garantía y los beneficios que trajo para aquellas empresas que mantenían buena parte de su capital invertido en bienes fungibles.

El concepto es claro: la LGM debe permitir que en el contexto de una GM global sean las partes las que determinen qué bienes se podrían comercializar libres de gravamen y qué otros, por su naturaleza, deberán siempre permanecer afectados. En los ejemplos vistos en este trabajo, las partes podrían acordar que la GM global afecte en forma genérica el inventario y la materia prima, siendo obligación del deudor o constituyente mantener siempre cierto valor predeterminado de esta clase de bienes. En buena cuenta, se importa la idea de la PGF, yendo un paso más allá, es decir, permitiendo que la GM global sea flotante sobre cualquier tipo de bien que acuerden las partes (no sólo fungibles), y que esta garantía esté disponible no sólo para las entidades financieras, sino para cualquier acreedor.

El legislador debe comprender que, al permitir que las partes determinen los bienes que podrían ser transferidos libres de gravamen en el contexto de una GM global, el acreedor no se perjudica en tanto lo que realmente respalda el interés del acreedor es el valor constante que debe existir sobre determinado grupo de bienes y no los bienes en sí mismos.

Las partes pueden pactar los mecanismos necesarios para que el acreedor pueda verificar periódicamente que el deudor está cumpliendo con mantener dicho valor. Nuevamente, tomamos el concepto que se aplicaba a la PGF, sin sugerir que el efecto flotante que se pacte tenga que aplicarse necesariamente sobre bienes fungibles. Será tarea del acreedor y deudor determinar qué tipo de bienes representan el valor que respalda al acreedor.

La oponibilidad de este pacto funciona de la misma manera como lo hace a la fecha la GM: a través del Registro Mobiliario de Contratos. A través del Registro, los terceros podrán tomar conocimiento del pacto existente entre acreedor y deudor. Sin perjuicio de la oponibilidad del registro, la LGM deberá imponer la obligación del deudor para que a través de su representante legal informe a sus clientes, bajo responsabilidad, que ha otorgado una GM sobre el total de sus bienes muebles.

Contrariamente a la forma como opera el sistema inglés, no creemos que sea posible implementar

un sistema flotante que sólo se base sobre el concepto que puedan transferirse bienes en el curso normal del negocio del constituyente. Creemos que este concepto, al no tener una acepción precisa sobre su significado, crearía inseguridad tanto para el acreedor cuanto para los terceros adquirentes. De generarse una controversia en este sentido, la solución del problema dependería de la interpretación que haga cada juez sobre el concepto, lo cual generaría cierto nivel de incertidumbre.

La ejecución de una GM global con efecto flotante se ejecuta aplicando el concepto de "*crystallisation*" inglés o "cristalización de los bienes". El concepto es sencillo: ante cualquiera de los eventos por los cuales hoy se puede ejecutar una GM, la garantía se "cristaliza" quedando impedido el deudor de continuar transfiriendo dichos bienes libres de gravamen. La norma debe imponer dos mandatos adicionales en este caso: el primero, que el acreedor informe al mismo tiempo al deudor y al Registro Mobiliario de Contratos su decisión de ejecutar la GM y, en consecuencia, la cristalización de los bienes. En adición a ello, una vez cristalizada la garantía, la norma debe constituir automáticamente en depositario dichos bienes al representante legal de la empresa de manera que su disposición genere la responsabilidad penal correspondiente.

En suma, podemos establecer que aun cuando la rigidez de la GM global pareciera colocar a los acreedores en una posición absolutamente segura y beneficiosa, esta es una apreciación que no contempla la realidad de las transacciones de financiamiento. Una visión general del tema nos permitirá observar que la rigidez de la garantía hará que el deudor no pueda obtener financiamiento contra sus bienes muebles más valiosos (en el caso de las empresas de producción que venimos analizando) y, en consecuencia, el acreedor tendrá menos oportunidades para concretar transacciones de financiamiento. Al final el problema regresa al acreedor y perjudica a todo el sistema.

4.2. Exclusión de la regulación concursal

A lo largo de este trabajo, hemos sido insistentes en exponer que generar acceso al crédito significa

crear estructuras de garantía que sean atractivas para el acreedor. Ello incluye que la garantía sirva al propósito para el que fue constituida incluso en caso de insolvencia del deudor.

El análisis que hemos efectuado sobre los efectos de la norma concursal sobre la GM ha demostrado que el acreedor que obtiene una GM sobre el total de bienes muebles del deudor asume el grave riesgo de no cobrar su acreencia en forma oportuna o, lo que es peor, perder la garantía.

En ese sentido, la propuesta que realizamos para los casos de una GM global es que los bienes que la constituyen queden fuera del ámbito de aplicación de la norma concursal. Los efectos que se tratan de evitar son que la ejecución de la GM quede bloqueada por la situación de concurso del deudor y que el acreedor, que mantiene primer rango sobre la GM, tenga que cobrar a prórrata con los demás acreedores garantizados.

Dada la naturaleza de la GM global y las empresas que comúnmente otorgarían esa garantía (mediana y pequeña empresa de producción), la ejecución de la misma casi siempre dará como resultado que el deudor pueda solicitar el inicio de un procedimiento concursal (ya sea para lograr su liquidación o el refinanciamiento de sus deudas) con las consecuencias que dicho procedimiento supone. Por tanto, si se pretende que esta garantía sea atractiva para el acreedor y permita efectivamente al deudor financiarse contra su inventario y materia prima, la Ley Concursal no debe aplicársele.

En la Inglaterra de principios del siglo XX, los problemas con los que nació el *floating charge* fueron corregidos por efecto de la fuerza de ley que tienen las decisiones judiciales. Estas decisiones fueron promovidas por los diversos casos judiciales que con el transcurrir de los años demostraron que el *floating charge* requería perfeccionamiento. En el Perú, lamentablemente las necesidades de los actores en el mercado no generan una influencia tan directa hacia la corrección de la LGM, por ello corresponde al sector académico advertirlo y promover su corrección. Esperamos que este trabajo despierte mínimamente esa preocupación.

Luis Pizarro Aranguren
Luis E. Vargas Loayza

LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES DE EMPRESAS: A PROPÓSITO DE LA PROLIFERACIÓN DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN

Alberto Rebaza Torres^{* **}

Ex miembro del Consejo Directivo de THEMIS

¿Qué es y qué tipos de fondo de inversión existen? ¿Cómo participa un fondo de inversión en una empresa, y cómo llega a tener control en ella? ¿Cuál es la importancia de los convenios de accionistas en estas negociaciones? ¿Cómo los convenios de accionistas logran la dinámica de la empresa al momento de la toma de decisiones?

En el presente artículo, el autor nos explica sobre la formas de participación de un fondo de inversión en una empresa. De esta manera, contestando las preguntas arriba esbozadas, entre otras, nos revela de forma clara y ejemplificada el funcionamiento de los fondos de inversión, así como la función de otros instrumentos vinculados a éstos.

^{*} Abogado por la Pontificia Universidad Católica del Perú. Master por University of Virginia School of Law. Socio fundador del Estudio Rebaza, Alcázar & De Las Casas, Abogados Financieros.

^{**} Artículo elaborado con la colaboración de Erik Lind. Abogado por la Universidad de Lima. Asociado del Estudio Rebaza, Alcázar & De Las Casas, Abogados Financieros.

I. INTRODUCCIÓN

Si bien no es tan reciente, el desarrollo de los fondos de inversión es, el día de hoy, particularmente sorprendente por el inmenso volumen de dinero que administran, por el gran nivel de especialización que poseen con respecto al tipo de inversiones que persiguen y por la agresividad con la que buscan oportunidades que puedan redituar en ganancias para sus inversionistas.

Comencemos por lo obvio, que es definir a un fondo de inversión como una administración centralizada de aportes dinerarios efectuados por inversionistas que buscan colocar sus excedentes, a efectos que un administrador los invierta en negocios que puedan generar utilidades, y luego una ganancia de capital al vender los valores adquiridos.

El fondo de inversión puede levantar fondos de manera pública o privada. En caso la convocatoria a invertir en el fondo sea pública, el fondo se encontrará regulado y la estructura será la de un

fideicomiso o *trust*, dependiendo de la legislación aplicable¹. En caso sea privada, la estructura suele ser la de una sociedad o *partnership*, en donde al inversionista le corresponderán acciones o participaciones.

Más allá de esta definición, existe una multiplicidad de fondos: los fondos mutuos², los fondos de pensiones³, los fondos de inversión (KKR y Blackstone; en el Perú, SEAF y AC Capitales), los *private equity funds*⁴ (JC Flowers & Co, Friedman, Terra Firma y Fleischer & Lowe), los *hedge funds*⁵ (Bridgewater Associates, D.E. Shaw y Goldman Sachs), *venture capital funds*⁶ (Citi Venture Capital e IIG), *mezzanine funds*⁷ (Darby), los *angel funds*⁸ (Mid Atlantic Angel Fund Group-MAG), etcétera.

Sin embargo, el *boom* reciente de los fondos de inversión no se debe a lo novedoso de su idea, sino al hecho de que el crecimiento económico mundial ha generado un nivel de excedentes tal, que han sido fácilmente canalizados a opciones de inversión, más allá de los que corresponden a renta fija (como certificados de depósito, bonos

¹ En el Perú, los fondos de inversión se encuentran regulados por el Decreto Legislativo 862 –Ley de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras–, sus modificatorias y su Reglamento (Resolución 042-2003-EF/94.10). Asimismo, los fondos de inversión pueden ser de diverso tipo, según se señala a continuación:

- (i) Semilla (*seed*), que consiste en el aporte de recursos por parte del fondo a una unidad productora de bienes y/o servicios al inicio de sus actividades (destinados usualmente a bienes de capital, estudios de factibilidad, entre otros).
- (ii) Puesta en marcha (*set-up*), referida al aporte destinado al inicio de la producción y de la distribución propiamente dichos.
- (iii) Expansión, cuyos aportes se destinan a incrementar la delimitación geográfica del mercado en el cual la sociedad se desempeña para diversificar los bienes y/o servicios que ofrece en el mismo.
- (iv) Últimas fases, compuestos de dos sub-tipos:
 - a. Adquisición con apalancamiento (*leveraged/management buy out* y *management buy in*): en este caso, el aporte de recursos se realiza para la adquisición de una sociedad, en la cual, el precio a pagar se obtiene principalmente de deuda, garantizada usualmente con activos de la sociedad adquirida.
 - b. Capital de sustitución (*replacement*): el inversor del capital de riesgo entra en el capital de una empresa para ocupar el lugar de un grupo de accionistas, por lo que no supone una entrada de nuevos recursos en la empresa. En este caso, el papel del inversor financiero será sustituir a un grupo de accionistas, con la finalidad de suprimir la existencia de conflictos de interés entre accionistas y volver más eficiente la estructura corporativa de la sociedad.

² El fondo mutuo es una entidad legal que recolecta dinero de manera usualmente pública a efectos de invertirlo en acciones, bonos, instrumentos de corto plazo y otro tipo de valores. En la distribución de sus inversiones se encontrará las particularidades de un fondo mutuo frente a otro. Por el hecho de recolectar dinero públicamente, se encuentra usualmente regulado. En el Perú, los fondos mutuos se encuentran regulados por el Decreto Supremo 093-2002-EF –Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores–, y sus normas conexas.

³ El fondo de pensiones es un particular tipo de fondo mutuo en el que se recolecta fondos de los trabajadores que aportan parte de su remuneración para formar su fondo de jubilación. En el Perú, los fondos de pensiones se encuentran regulados principalmente por el Decreto Supremo 054-97-EF –Texto Único Ordenado de la Ley del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones–, y su Reglamento (Decreto Supremo 004-98-EF), así como en diversas normas conexas que conjuntamente conforman el denominado Compendio de Normas de Superintendencia Reglamentarias del Sistema Privado de Fondos de Pensiones.

⁴ Los *Private equity funds* son usualmente vehículos (sociedades) que levantan fondos de manera privada. Si bien inicialmente se dirigían a empresas que no listaban sus acciones en mercados de valores, posteriormente se han dirigido indistintamente a todo tipo de empresas, habiendo llevado incluso a muchas empresas a despistarse para reestructurarlas sin la presión que significa la regulación aplicable a las empresas listadas.

⁵ Los *hedge funds* son vehículos de inversión que usan técnicas altamente sofisticadas de inversión de alto riesgo, tales como apalancamiento vía deuda, operaciones de corto plazo y toma de opciones. Usualmente, a diferencia de los fondos mutuos y de pensiones, no suelen estar regulados.

⁶ Los *venture capital fund* son un tipo de *private equity fund* que persiguen oportunidad de mayor retorno y por ende de mayor riesgo. Suelen tener una relación con empresas o profesionales vinculados a empresas que garantizan un mayor profesionalismo en sus operaciones.

⁷ Los *mezzanine funds* ofrecen usualmente créditos subordinados a empresas de gran potencial que por diversas razones no tienen capacidad de obtener préstamos del sistema financiero.

⁸ Los *angel funds* son los fondos que invierten en la etapa verdaderamente preliminar de un proyecto. Particularmente son activos en negocios de tecnología y biotecnología en donde aportan el dinero necesario para los estudios o trabajos que efectúan jóvenes ingenieros o científicos.

de deuda, o bonos soberanos) o inversiones en propiedades inmobiliarias o incluso en oro, como sucedió a finales de los noventa, cuando se produjo la crisis de las empresas de Internet. Hoy, estos fondos invierten en acciones de empresas en todas las partes del mundo⁹. Incluso, el día de hoy, los propios fondos de inversión han sido capaces de conseguir financiamiento para conseguir aún más dinero para continuar con sus procesos de compra de empresas.

Existen fondos de inversión absolutamente diversificados y otros altamente especializados, algunos buscan mercados emergentes, y algunos específicamente China o India. Hay fondos de inversión especializados en energía (Ashmore Energy), en minería (San Lucas Ltd.) o en pesca.

Asimismo, existen fondos de inversión en valores de renta variable o en renta fija, fondos de inversión de 20 a 50 millones de dólares que efectúan inversiones individuales de 500,000 dólares o fondos de inversión de 2,000 a 30,000 millones de dólares que adquieren empresas por varios billones de dólares.

Hay fondos regulados y otros que no lo están; fondos de corto plazo que persiguen el mejoramiento de la empresa en la que invierten para poderlas vender en el más corto plazo y fondos de largo plazo que no tienen inconveniente en acompañar por muchos años a las empresas en las que invierten.

Al momento de escribir este artículo tenemos en el Perú fondos de inversión activos como IIG (International Investment Group), que ha invertido en empresas industriales; Citi Venture Capital, que cuenta con una participación importante en una gran empresa del sector pesquero; SEAF, un fondo de inversión que fue lanzado públicamente y que cuenta entre sus inversionistas a varias AFP, y el Fondo de Inversión en Infraestructura y Servicios Públicos y Recursos Naturales, administrado por AC Capitales, una sociedad administradora de fondos de inversión vinculada al Grupo Apoyo.

Más allá de lo interesante que resulta el fenómeno económico vinculado a los fondos de inversión, el presente artículo apunta a desarrollar los aspectos más relevantes de una negociación conducente a la participación de un fondo de

inversiones en una empresa local, sea a través de la compra de un paquete de acciones o de un aporte de capital.

Resulta importante esclarecer que, muchas veces, la participación de los fondos se traduce en posiciones minoritarias, pero siempre sobre la premisa de obtener cierto tipo de control sobre la empresa en la que invierten. Por ello, analizaremos dos contratos indispensables para estos propósitos: el contrato de compra de acciones o de aporte –según sea el caso–, y el convenio de accionistas.

II. LA NEGOCIACIÓN DE LA COMPRA DE ACCIONES O DEL APORTE DE CAPITAL

Sea a través de aportes de capital o de compra de acciones, lo que un fondo de inversión persigue es un grado de control en la empresa en la cual invierte que le permita, en la medida de lo posible, cautelar su buena conducción.

La elección entre aportes de capital o compra de acciones se debe más a los requerimientos de la sociedad objetivo que a los intereses propios del fondo de inversión.

En caso que la empresa en la cual el fondo de inversión desea participar requiera de capital para (i) continuar un crecimiento programado, (ii) cubrir el capital de trabajo que necesita, o (iii) reestructurar su endeudamiento; lo más probable es que la inversión del fondo se materialice en un aporte de capital.

Evidentemente, como resultado del aporte, el fondo de inversión obtendrá el número o porcentaje de acciones preacordado. Así las cosas, se negociará un contrato de aporte de capital entre el fondo de inversión y la propia empresa en que se establecerá, entre otros: el monto del aporte, el número de acciones o porcentaje del capital social que se obtiene a cambio de dicho aporte, los términos y condiciones, las premisas legales, financieras y contables sobre las que se efectúa el aporte, y eventuales variaciones al número de acciones emitidas como consecuencia de ajustes posteriores a la valorización de la empresa.

Sin embargo, de ser la empresa rentable y autosuficiente desde un punto de vista financiero,

⁹ Según Thomas Financial, en el 2006 se efectuaron compras de empresas por 435,000 millones de dólares. Se estima que el 2007 sean por 700,000 millones de dólares, mientras que en el *super boom* de 1988 se adquirieron empresas por “apenas” 99,000 millones de dólares.

es usual que la participación del fondo de inversión se materialice a través de la compra de acciones.

Dado que el principio fundamental es que el fondo invierte un monto determinado a cambio de un porcentaje establecido de una empresa con ciertos activos, pasivos y resultados; los contratos de aporte de capital (contratos de aporte) y los contratos de compra de acciones (contratos de compra de acciones) no se diferenciarán mayormente en lo sustantivo. La estructura principal de ambos contratos suele ser la misma y, por lo tanto, el contrato de compra de acciones también tendrá cláusulas sobre el precio a pagar, las premisas legales, financieras y contables sobre las cuales se efectúa la operación, y eventuales variaciones al precio definitivo.

Sin perjuicio de lo dicho, al referirnos a procesos que desde una perspectiva legal pueden ser parecidos pero que en el ámbito de los negocios son muy distintos, debemos esperar lo inesperado. Esto es, que los términos y condiciones sean distintos entre una operación y otra, que los tiempos y los pasos a seguir no sean los mismos, que las premisas varíen, y los aspectos legales tengan que variar en consecuencia. ¿O es acaso lo mismo comprar una empresa en quiebra con la intención de reestructurarla que adquirir una empresa boyante con proyección internacional? ¿O es lo mismo comprar una empresa financiera cercanamente supervisada por la autoridad correspondiente¹⁰ que una dedicada al sector manufacturero? Por lo tanto, no es inusual que las condiciones sobre las que se efectúa este tipo de transacciones sean muy diferentes entre sí.

En términos generales, los elementos principales de los contratos en los que se materializa la participación de los fondos de inversión son los siguientes:

2.1. Establecimiento del monto de la inversión y del número de acciones a entregarse en contraprestación

Sea en un aporte o en una compra de acciones, al fondo de inversión y a cualquier comprador en

general le interesa, en primer lugar, la adquisición de un porcentaje determinado de inversiones a cambio del desembolso que realiza. Evidentemente, para los accionistas de la empresa sí hay gran diferencia entre una opción y la otra, puesto que en la compra de acciones ellos reciben dinero; mientras que en el aporte, el dinero va a la empresa para el desarrollo de sus operaciones.

El monto de la inversión puede ser fijado desde un principio o puede ser determinable en el tiempo. Por supuesto, en estos casos, el monto que tendrá que invertir el fondo será determinado en función al valor de empresa, y es aquí en donde las partes se pueden poner de acuerdo en diversas metodologías para calcular el valor de ésta: valor patrimonial, flujo de caja descontado¹¹, el EBITDA¹² multiplicado por un múltiplo preacordado, etcétera.

Así, tomando como referencia el valor establecido de una empresa de acuerdo a una metodología acordada, corresponderá que el fondo de inversión desembolse la parte proporcional que se requiera para llegar al porcentaje previamente convenido.

En adición al monto mismo del aporte o del precio, es particularmente relevante el acuerdo sobre la(s) oportunidad(es) en que aquel(los) desembolso(s) se efectúe(n); y en el caso del aporte, es también objeto de precisión el destino al que se comprometen los fondos recientemente aportados.

2.2. Las declaraciones y garantías de los vendedores

A diferencia de la compra de un activo, en donde la valorización es fundamentalmente una tasación a la que puede agregársele variables referidas al valor en el mercado de activos similares, en la valorización de empresas debe prestarse atención a aspectos intangibles de la empresa. Esto es, a los activos financieros y pasivos de ésta, pues de ellos dependerá en gran parte el valor de la misma.

Es en este contexto que las declaraciones y garantías sobre los activos y pasivos de la empresa cobran gran importancia para el inversionista. Las

¹⁰ En el Perú, la Superintendencia de Banca y Seguros, (en adelante, "SBS").

¹¹ El flujo de caja descontado o flujo de efectivo descontado es el procedimiento consistente en determinar la diferencia entre: (i) el valor presente de los flujos futuros de una inversión previamente estimados y (ii) el costo de dicha inversión, para obtener así el valor presente neto (en adelante, "VPN") de la inversión. (ROSS, Stephen y otros. "Fundamentos de Finanzas Corporativas". México Distrito Federal: McGraw-Hill. 2001. p. 268).

¹² EBITDA (*Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization*), "(...) (es) un indicador que mide el beneficio que generan las operaciones independientemente de la forma como fueron financiadas (ajustando los intereses), de la tasa del impuesto a la renta, de la manera como los activos fijos se deprecian y de la amortización de los intangibles (...)" (FORSYTH, Juan Alberto. "Finanzas Empresariales, Rentabilidad y Valor". Lima: 2004. p. 48).

declaraciones y garantías no son otra cosa que las seguridades que ofrece el vendedor o la empresa –dependiendo de si se trata de un contrato de compra de acciones o de un contrato de aporte– con respecto a que los activos no son menores a los reflejados en los balances de la empresa y que los pasivos no son mayores a los también indicados en dichos balances. Evidentemente, si parte de la valorización también ha implicado aspectos financieros de la empresa como su EBITDA, es posible que tales declaraciones y garantías también puedan abarcar aspectos del estado de ganancias y pérdidas de la empresa. Por eso, hemos señalado en varias oportunidades que cuando se compra una empresa se está en realidad comprando sus estados financieros y, por tanto, el precio apropiado para la empresa, más allá de la valorización subjetiva que haga el fondo de inversión, dependerá en buena medida de cada una de las cuentas del activo y del pasivo del balance y, de ser el caso, también de su estado de ganancias y pérdidas.

Las declaraciones y garantías pueden detallarse y redactarse de manera altamente precisa con respecto a, entre otros: (i) la propiedad de activos fijos (“La sociedad es propietaria de..., los que se encuentran libres de cargas y gravámenes, salvo...”); (ii) los contratos celebrados por la sociedad (“La sociedad ha celebrado los siguientes contratos..., los mismos que ha cumplido y viene cumpliendo sin que existan reclamos al respecto, salvo...”); (iii) los aspectos administrativos que deben ser cumplidos por la sociedad (“La sociedad cuenta con todas las licencias y autorizaciones necesarias para la conducción de sus negocios, salvo...”); (iv) la propiedad intelectual sobre marcas, lemas comerciales, nombres comerciales y patentes (“La sociedad es titular de las siguientes marcas y lemas comerciales...”); (v) el cumplimiento de las normas laborales aplicables (“La sociedad no adeuda a sus trabajadores..., salvo...”); (vi) el cumplimiento de las normas tributarias aplicables (“La sociedad ha cumplido con todas sus obligaciones tributarias, salvo...”), etcétera.

Estas declaraciones, en algunos casos, llegan a detalles absolutamente exhaustivos, de forma que recogen todo el ámbito de obligaciones y derechos de la sociedad, pero no solamente en lo referente a sus activos y pasivos, sino también con respecto a otros aspectos que puedan influir en el precio como, por ejemplo, la utilidad operativa de la empresa, el número de sucursales que posee, la desconcentración de los ingresos por líneas de negocio o clientes que posee, etcétera.

Evidentemente, la existencia, la extensión y los alcances de estas declaraciones y garantías dependerán de las circunstancias especiales de cada negociación y del apetito por realizar la inversión. Suele suceder que a más apetito o interés, habrá mayor disposición del adquirente a aceptar una menor extensión o rigor en las declaraciones y garantías; y viceversa, a mayor necesidad de vender o de recibir un aporte, se incrementará el poder de negociación del fondo de inversión.

Tampoco debe dejar de mencionarse que estas declaraciones y garantías son incluidas en los contratos, inclusive en aquellos casos en que se haya realizado previamente un *due diligence* de la empresa en cuestión. Ello se debe a que incluso el más profundo de los *due diligence* difícilmente habrá de igualar la asimetría de información con respecto a la empresa que existe entre vendedor y comprador, o entre el aportante y la sociedad. Sin perjuicio de lo anterior, conviene señalar que más allá de las particulares características de una transacción, está en el mejor interés del vendedor proporcionar al comprador la mayor cantidad de seguridades, dado que generalmente un nivel mayor de riesgo genera una menor oferta. Por el contrario, una menor inseguridad inclina al inversionista a ofrecer un mejor precio por la empresa.

2.3. Incumplimiento de declaraciones, daño e indemnización

Una de las funciones del contrato de aporte o de compra de acciones es formalizar los acuerdos entre las partes, en este caso, entre el fondo de inversión y la empresa o accionistas, según corresponda.

Otra función es prever las consecuencias que la compañía en donde se efectúe la inversión difiera de aquella que fue asumida por el fondo de inversión o inversionista en general, de conformidad con lo indicado en el contrato respectivo. Esto quiere decir que una o más declaraciones de la compañía o de los accionistas de ésta respecto de la situación legal, contable o financiera de la sociedad sean inexactas. En este segundo contexto es que debemos distinguir entre que una declaración sea efectivamente incorrecta y el hecho de que se haya generado la obligación de indemnización.

Para que una obligación de indemnización sea exigible es necesario que, en primer lugar, haya daño, y que dicho daño se produzca con ocasión

de que una declaración efectuada por el vendedor/ accionista (en caso se trate del contrato de compra de acciones) o por la empresa (en caso se trate del contrato de aporte) haya sido falsa o devenga en falsa. Por ejemplo, que se haya declarado que la compañía no tenía procesos judiciales iniciados contra ella como demandada y que sí los tenga; o que se haya declarado que no había amenaza de inicio de procedimientos judiciales contra ella y que se haya presentado una demanda por parte de un proveedor que, desde meses antes del ingreso del fondo de inversión, venía reclamando por el incumplimiento de un contrato determinado.

Sin embargo, el hecho que exista una declaración falsa o que haya devenido en falsa no genera por sí solo la obligación de indemnizar, a menos que haya daño para la empresa. Es decir, que esos juicios a los que hemos hecho mención se pierdan y la sentencia adversa se ejecute; o, por ejemplo, que una obligación laboral no revelada al inversionista haya tenido que ser pagada por la sociedad, o que una deuda no registrada en los balances haya tenido que ser cancelada por la sociedad, o que una maquinaria indicada en el inventario nunca apareciera, o que una marca sea reclamada exitosamente por una tercera parte.

En estos casos, además de la declaración inexacta, es claro que ha ocurrido un daño en perjuicio de la empresa, lo que en términos económicos significa que la empresa vale menos. Ante este hecho, y de no corregirse tal situación, el inversionista habría sobrepagado o “sobreaportado”. Por lo tanto, corresponde la indemnización que puede materializarse de diversas maneras según sea el caso: una reducción del precio, una devolución de parte del aporte, un aporte extraordinario por parte de los accionistas incumplidores a la sociedad para compensarla por el daño causado, entrega de mayor número de acciones a favor del inversionista, etcétera.

III. CONVENIO DE ACCIONISTAS

Si bien el contrato de aporte o de compra de acciones es importante, consideramos que el convenio de accionistas es doblemente importante en casos como los del ingreso de un fondo de inversión en los que los accionistas originales mantienen un porcentaje en la sociedad.

Esto es así dado que el convenio de accionistas no sólo regula situaciones del presente inmediato, sino también en el mediano y largo plazo, haciéndolo ciertamente más complejo.

Por otra parte, siendo un contrato que se negocia entre contrapartes que serán en definitiva socios, requiere una altísima dosis de esfuerzo para satisfacer los intereses de las partes en un proceso que debe ser de por sí lo más constructivo posible, a efectos de no enturbiar una relación societaria que recién se está iniciando.

En este contexto, los convenios entre accionistas han surgido como una forma de garantizar básicamente dos aspectos centrales: (i) la adopción de decisiones al interior de la sociedad (es decir, el nivel de control parcial o total que tendrá el fondo de inversión en la sociedad en la que invierte), y (ii) el otorgamiento de liquidez a las acciones adquiridas, las mismas que, sobre todo en las empresas no listadas en bolsa, pueden ser de difícil venta a terceros.

A través de los convenios de accionistas, puede llevarse a cabo virtualmente cualquier acuerdo, siempre que éste no vulnere los derechos de los demás accionistas o el estatuto de la sociedad. Como señala Enrique Elías Laroya:

“(…) puede tratarse de pactos de limitación del derecho a transferir acciones, de formas obligatorias en que una mayoría se compromete a administrar y dirigir la sociedad, de sindicatos de voto o de bloqueo, de formas en que se realizarán futuros aumentos de capital, de las condiciones de futuros aportes, del ingreso de nuevos socios, de la forma en que un grupo de socios no sufra dilución de su porcentaje en el capital de futuros aportes (...) y otros muchos”¹³.

En efecto, el artículo 8 de la Ley General de Sociedades (en adelante, “LGS”) establece que son válidos ante la sociedad y le son exigibles en todo cuanto le concierna, los convenios entre socios o entre éstos y terceros.

En el marco de la libertad contractual admitida por las normas indicadas en párrafos anteriores, los convenios de accionistas en el Perú incluyen en la actualidad diversos acuerdos, los mismos que pasaremos a describir a continuación.

3.1. Administración de la sociedad

El principio de protección a los accionistas minoritarios ha sido recogido por la LGS en una serie de normas referidas al quórum y mayorías necesarias para la junta general de accionistas.

Los artículos 125, 126 y 127 de la LGS señalan lo siguiente:

“Artículo 125.- Salvo lo previsto en el artículo siguiente, la junta general queda válidamente constituida en primera convocatoria cuando se encuentre representado, cuando menos, el cincuenta por ciento de las acciones suscritas con derecho a voto.

En segunda convocatoria, será suficiente la concurrencia de cualquier número de acciones suscritas con derecho a voto.

(...)

Artículo 126.- Para que la junta general adopte válidamente acuerdos relacionados con los asuntos mencionados en los incisos 2, 3, 4, 5 y 7 del artículo 115¹⁴, es necesaria en primera convocatoria, cuando menos, la concurrencia de dos tercios de las acciones suscritas con derecho a voto.

En segunda convocatoria basta la concurrencia de al menos tres quintas partes de las suscritas con derecho a voto.

(...)

Artículo 127.- Los acuerdos se adoptan con el voto favorable de la mayoría absoluta de las acciones suscritas con derecho a voto representadas en la Junta. Cuando se trata de los asuntos mencionados en el artículo precedente, se requiere que el acuerdo se adopte por un número de acciones que represente, cuando menos, la mayoría absoluta de las acciones suscritas con derecho a voto.

El estatuto puede establecer quórum y mayorías superiores a los señalados en este artículo y en los artículos 125 y 126, pero nunca inferiores”.

Como se puede apreciar, si bien para la toma de decisiones importantes se requiere no menos del 50% más una acción de las acciones representadas en la Junta o suscritas dependiendo del caso –lo que significa el dominio absoluto de aquél que posee la mayoría del capital de una sociedad– las normas sobre quórum otorgan una protección al accionista minoritario que posee el 40% más una de las acciones.

En efecto, si un accionista minoritario cuenta por lo menos con 40% más una acción, podrá impedir la toma de un acuerdo con el que discrepa referido a los asuntos señalados en el artículo 126 de la LGS. La manera de impedirlo es simplemente ausentándose en la instalación de la junta de accionistas que va a tratar uno de los asuntos que requiere un mínimo de acciones presentes, en este caso tres quintas partes, lo que equivale al 60% de las acciones suscritas. Al contar con 40% más una acción, el accionista minoritario no otorgará el quórum mínimo necesario y por tanto ni siquiera el tema bajo discusión podrá ameritar una votación¹⁵.

Siguiendo esta línea ya establecida por la LGS, un convenio de accionistas y el estatuto respectivo pueden establecer quórum y mayorías más altas, con lo cual un accionista minoritario con un porcentaje menor incluso a 40% podría estar protegido con “derechos de minoritario o de minoría”; y no solamente mediante quórum más altos sino también mediante “súper mayorías” que involucren otros temas no mencionados en el artículo 115 de la LGS.

Así, por ejemplo, si un accionista tiene el 25% de acciones de una sociedad, puede contar con derechos de accionista minoritario de manera que pueda exigir que determinados temas requieran de la aprobación de no menos del 76% del capital social. Así, este requerimiento de súper mayoría

¹⁴ Los acuerdos a los que se hace referencia en el citado artículo son los siguientes:

1. Modificación de estatutos;
2. Aumento o reducción de capital;
3. Emisión de obligaciones;
4. Enajenación de activos por más del 50% del capital social; y
5. Transformación, fusión, escisión, reorganización o disolución de la sociedad.

¹⁵ Cabe indicar que el quórum y mayorías descritos en el presente numeral se refiere a la toma de decisiones en las sociedades anónimas y en particular en las cerradas. En el caso de sociedades anónimas abiertas, puede lograrse quórum en tercera convocatoria con cualquier número de acciones suscritas con derecho voto. Una vez instalada la junta, será suficiente la mayoría absoluta de las acciones suscritas con derecho a voto representadas en dicha junta para adoptar acuerdos. En el caso de las sociedades anónimas abiertas, el estatuto no podrá exigir quórum ni mayorías más altas que las indicadas.

de 76% asegurará al accionista minoritario que se necesitará de su voto para la aprobación de asuntos especialmente importantes para la conducción de la sociedad.

Una fórmula que cumple con el mismo objetivo es establecer dos clases de acciones, A y B, disponiéndose que el acuerdo sobre ciertos asuntos deben contar con el consentimiento de las dos clases de acciones. Sobre la base de esta estructura, el accionista mayoritario podrá ser el A y el minoritario el B, y será el convenio de accionistas el que regule qué asuntos requieren del consentimiento de las dos clases de acciones.

Con respecto al tipo de acuerdos que requieren de súper mayoría, la experiencia indica que, en adición a los asuntos indicados en el artículo 115 (incisos 2, 3, 4, 5 y 7) de la LGS, los futuros socios suelen discutir los siguientes:

- a) Endeudamiento por encima de determinado monto
- b) Adquisición de activos por encima de determinado monto
- c) Venta de activos importantes
- d) Política de dividendos
- e) Celebración de contratos importantes por encima de determinado monto
- f) Celebración de contratos con empresas relacionadas con los accionistas
- g) Desviación del plan de negocios en caso éste haya sido previamente acordado por las partes
- h) Nombramiento de funcionarios claves en adición al nombramiento del gerente general
- i) Disposición de activos o infraestructura relacionada con el plan de negocios pactado previamente por los accionistas
- j) Modificación del presupuesto destinado para la ejecución de un determinado proyecto
- k) Modificaciones relevantes en las prácticas contables de la sociedad, que no resulten obligatorias por imposición legal o por los principios contables generalmente aceptados

Como puede verse, la importancia de un paquete accionarial ya no depende tanto del número de acciones involucradas o del porcentaje que significan frente al capital social de una empresa determinada. La importancia de un paquete accionarial puede construirse sobre la base de un convenio de accionistas que otorgue derechos con independencia o, en todo caso, sin directa

dependencia del número o porcentaje de acciones que el paquete accionarial significa.

3.2. Solución de trabas en la toma de decisiones

Las relaciones entre accionistas que poseen cada uno 50% de la sociedad puede resultar muy sencilla inicialmente, pero luego puede traer complicaciones para la toma de acuerdos. Esta situación no es extraña tampoco en la relación entre accionistas mayoritarios o minoritarios, sobre todo cuando estos últimos están protegidos bajo el régimen de súper mayorías, tal como hemos visto anteriormente.

Con la finalidad de establecer un mecanismo práctico que evite el entrapamiento en la toma de decisiones en una sociedad, los accionistas pueden convenir en diversos métodos de solución.

Uno es que, ante el entrapamiento de decisiones, se recurra a un experto o a un grupo de expertos para que se pronuncien de manera vinculante para la sociedad y sus accionistas. El experto deberá decidir de manera final e inapelable sobre los temas en los que no se ha conseguido consenso. Estos expertos participan en calidad de árbitros y su decisión tiene la naturaleza de un laudo arbitral.

Una forma peculiar que se ha utilizado en ciertos casos de relaciones societarias en donde prima la confianza es el lanzamiento de una moneda. Más allá de lo infantil que pueda resultar esta forma de resolver discrepancias, debe uno percatarse de los elementos de razonabilidad que contiene.

En efecto, en relaciones en donde prima el respeto y la confianza societaria, un socio puede discrepar del otro, pero reconocer al mismo tiempo que la posición de este otro puede ser también razonable. Las discrepancias se atenúan no sólo por el reconocimiento de que la propuesta alternativa es también razonable, sino además por el hecho de que el otro socio también está arriesgando su dinero y el futuro de la compañía (aunque no todas las decisiones sobre las que se discrepa deban tener tal importancia). Pues bien, si la discrepancia no implica que la otra propuesta sea razonable y esa es la visión de ambas partes, el tiro de moneda permite resolver la inercia y la inacción, que sí son elementos que pueden probablemente afectar a ambas simultáneamente.

Un ejemplo de la aplicación de esta cláusula sería el caso en que, ante la posibilidad de invertir alternativamente en dos proyectos, el accionista A crea conveniente realizar la inversión en el primer

proyecto, en tanto que el accionista B considere que la inversión en el segundo proyecto será más rentable. Al tener ambos una posición distinta sobre las opciones presentadas, en virtud al tiro de moneda se puede adoptar una decisión de manera rápida y sin participación de terceros como lo es en el caso de los expertos.

La tercera forma de solucionar un entrapamiento es económica, y pasa por el hecho de que uno de los accionistas discrepante deje la sociedad mediante la venta de sus acciones. La siguiente sección apunta a describir la regulación de este proceso.

3.3. Venta de las acciones de la sociedad

Pueden ser dos las razones las que motiven a un fondo de inversión a dar por finalizada su inversión en una sociedad determinada. Una es que considere que ha madurado suficientemente la inversión efectuada y que ha llegado el momento propicio para la venta de las acciones. Sin embargo, otra razón es que la participación del fondo haya enfrentado discrepancias con el socio local, derivando en la necesidad de vender las acciones debido a los impases existentes con respecto al manejo de la sociedad.

Sin embargo, la necesidad de vender las acciones puede enfrentar el problema de que no haya un mercado comprador para éstas, confinando al fondo de inversión a una relación societaria y a una inversión ya no deseada. Por esto, muchas veces se afirma que el establecimiento de mecanismos de venta ante controversias irreconciliables es una solución económica a problemas legales.

Es en este contexto en donde el convenio de accionistas resuelve esa eventual falta de mercado al “crear” un mercado comprador a favor del accionista discrepante o en todo caso a propiciar la venta de sus acciones o eventualmente hasta de toda la empresa, si fuese esta última la posibilidad más realista.

Las cláusulas que usualmente se discuten a efectos de crear el mercado comprador que determinadas acciones no tienen son las siguientes:

3.3.1. Las opciones de venta (*put options*) y las opciones de compra (*call options*)

Los *put options* son acuerdos que establecen el derecho —en este caso la opción— de un accionista o grupo de accionistas de vender un determinado número de acciones a un precio y plazo determinados o determinables. Esta opción de venta significa por el lado de la contraparte la obligación de comprar.

En algunos casos se regula que la opción de venta puede ejercerse sólo cuando se cumplen ciertas condiciones que, para tal efecto, se pactan en el convenio de accionistas, básicamente relacionadas con la existencia de controversias irreconciliables, entendiéndose por éstas las ocasiones en donde se han planteado una o más veces asuntos que requieren la aprobación de una súper mayoría que no ha sido alcanzada.

También pueden haber casos en donde la opción de venta o *put option* puede ser ejercida de manera simplemente unilateral y sin motivo alguno. Por ejemplo, un convenio de accionistas puede establecer que el paquete de acciones del accionista A pueda ser vendido únicamente dentro del plazo de un año, contado a partir del tercer aniversario de la inversión efectuada por dicho accionista A y por el precio preestablecido de un dólar por acción.

Al igual que lo señalado en el numeral 2.1 del presente artículo, en la opción de venta o *put option*, el precio puede estar fijado previamente o establecerse sobre la aplicación de una metodología acordada. Así, se tomará como base el valor de la empresa según la referida metodología calculada en el momento de ejercitar de la opción.

Si los *put options* generan el derecho de un accionista a vender sus acciones bajo determinadas condiciones, las opciones de compra o *call options* son derechos que, en el marco de un convenio de accionistas, otorgan a uno de estos la facultad de poder comprar un determinado paquete de acciones, a un precio y en un plazo determinados o determinables. Asimismo, el ejercicio de la opción de compra o *call option* genera la obligación del otro accionista de vender sus acciones en los términos pactados. Por ejemplo, a partir de la verificación de determinadas condiciones preestablecidas, el accionista A tiene el derecho de comprar (*call option*) las acciones del accionista B, y el accionista B está obligado a vender sus acciones dentro del plazo de 6 meses contado a partir del 1 enero del 2009. El precio de compra será de 10 dólares por acción.

Las opciones de compra suelen ser otorgadas a favor del accionista mayoritario como protección frente a eventuales situaciones en las que se pueda considerar inconveniente o perjudicial la situación generada debido al ejercicio por parte del accionista minoritario de sus derechos a la súper mayoría. Sin embargo, ésta no es una regla que esté libre de excepciones, y no es extraño que un fondo de inversión que tenga una posición de accionista minoritario tenga una opción de compra a su favor.

La teoría dice que el precio de las acciones al ejercerse una opción de compra suele tener una prima frente al precio pagado en una opción de venta, y esto es porque en la opción de compra una parte decide dar por finalizada la participación de la otra en una sociedad, lo cual debe remunerarse. También abona en lo anterior, el hecho de que la opción de compra podría ejercerse en momentos en que la empresa está por ingresar a un periodo de crecimiento en el que puede alcanzar un mayor valor.

Por último, la opción de venta tiene un impacto financiero en la parte que debe comprar las acciones y, por tanto, es en principio inconveniente para el obligado a comprar, más todavía si es que tiene que conseguir el dinero en un plazo corto. A diferencia de ello, en la opción de compra, el adquirente puede prepararse para efectuar la adquisición de las acciones. Como en otros muchos casos, lo que indica la teoría no necesariamente sucede en la práctica.

3.3.2. *Tag along right* y *drag along right*

El *put* y el *call* son acuerdos que requieren de capacidad financiera de aquél que termina adquiriendo las acciones, sea por decisión propia mediante el *call* o por decisión de su contraparte mediante el *put*.

Debido a ello, se suelen negociar también acuerdos que permiten otorgar liquidez a las acciones sin pasar por la generación de obligaciones de pago a los otros accionistas de la sociedad.

Una de ellas es el *tag along right* o derecho de seguimiento. Este acuerdo resulta conveniente en un contexto en el cual un derecho de adquisición preferente no necesariamente protege a un accionista minoritario frente a la posible venta del paquete de acciones por parte del accionista mayoritario.

En efecto, si bien los derechos de adquisición preferente permiten a un accionista bloquear la venta de acciones por parte de otro accionista a un tercero, lo cierto es que ello funciona en la medida que quien tenga el derecho de preferencia posea los fondos necesarios para comprar las acciones ofertadas. De lo contrario, deberá abstenerse de ejercer su derecho de preferencia y presenciar la llegada de un tercero con el que no necesariamente comparte una misma visión de negocios o, más simple aun, con el que no tiene empatía societaria.

El *tag along right* genera el derecho de venta conjunta: “si tú vendes, yo también tendré derecho a vender al mismo comprador, al mismo precio y en las mismas condiciones en las que tú estás vendiendo”. El efecto es muy parecido al de una oferta pública de adquisición de acciones (en adelante, “OPA”): dar trato similar a todos los accionistas de una sociedad. También funciona a favor de un accionista mayoritario que quisiera poder vender todo su paquete de acciones si su socio, el fondo de inversión –que puede tener mejor red de contactos y de posibles adquirentes– vendiera su paquete accionarial.

Así, por ejemplo, en una sociedad cuyos accionistas A y B son propietarios del 90% y 10% del capital social, respectivamente, éstos podrían acordar que, en el caso que un tercero ofreciese adquirir la totalidad de las acciones de A, dicha transferencia sólo se podrá llevar a cabo siempre y cuando, en la misma fecha y bajo los mismos términos y condiciones, el tercero adquirente compre el paquete de acciones perteneciente al accionista B.

El *drag along right* o derecho de arrastre, por otra parte, establece el derecho de un accionista de ofrecer en venta no sólo sus propias acciones sino también las acciones del resto de accionistas. Esta cláusula es particularmente importante en los casos en que, por diversas causas (*know how* del negocio, intensa competencia en el mercado en que participa la sociedad, estructura corporativa de potenciales compradores, regulación aplicable a los posibles compradores), se considera que los potenciales compradores no estarían interesados en contar con accionistas minoritarios. De no contar con un *drag along right*, la venta de las acciones de propiedad del fondo de inversión podría truncarse.

Debe quedar claro que, a diferencia del *tag along right*, en que el accionista favorecido tiene el derecho de vender o no sus acciones, estando obligado a respetar su decisión tanto su co-accionista como el eventual tercero comprador; en el *drag along right*, el accionista sometido a él estará obligado a vender en caso el otro accionista a favor del cual se otorga este derecho así lo determinase. Evidentemente, la venta de las acciones será en los mismos términos y condiciones en que venderá el accionista que desencadena la venta. En el ejemplo citado anteriormente, el accionista B tendría la obligación –no el derecho– de transferir su paquete de acciones al mismo precio y en la misma forma pactada por el accionista A y el tercero adquirente.

Los *tag along rights* son derechos que protegen usualmente a los accionistas minoritarios de una sociedad, permitiendo que se adhieran a la venta de las acciones del grupo mayoritario, beneficiándose de un precio y condiciones que posiblemente no obtendrían en una operación separada.

Los *drag along rights*, por su parte, son derechos que benefician usualmente a los accionistas mayoritarios, permitiendo la venta de sus acciones a terceros que no tendrían interés en invertir en una sociedad que cuenta con un grupo minoritario significativo.

3.3.3. *Buy and sell clause* o acuerdo de “o compras o vendes”

El *buy and sell clause* (también llamado *shot gun clause*, o cláusula china) es un mecanismo usualmente utilizado para destrabar relaciones societarias en donde ya no es posible tomar acuerdos en consenso. Esta situación puede generar parálisis y deterioro de la empresa en cuestión, debido al bloque que es capaz de desarrollar un accionista minoritario protegido con súper mayorías; o puede generar también el descontento del grupo accionarial minoritario que no tiene protección de súper mayorías y que, por tanto, ve reducido significativamente su capacidad de influenciar en el destino de la sociedad.

Siendo un hecho la necesidad de dar por terminada la relación societaria, el *buy and sell* establece incentivos para determinar un precio “justo” por las acciones de la empresa. Así, se acuerda que el accionista que quiere salir de la empresa debe comunicar su decisión al otro accionista, incluyendo en dicha comunicación el precio por acción al cual estaría dispuesto a vender sus acciones o a comprar las acciones del otro. Recibida la comunicación, el otro accionista deberá decidir necesariamente si por el precio mencionado vende o compra.

El incentivo generado es claro. Si el primer accionista señala un precio por acción por encima del precio “justo o razonable” inclinará al otro accionista a vender sus acciones por ese precio. Si más bien incluye un precio “bajo” (con la expectativa de comprar a ese precio) inclinará a que el otro accionista sea quien compre aprovechándose del bajo precio establecido.

El *buy and sell* asegura que el precio sea el más equitativo para ambas partes, toda vez que el accionista A no establecerá un precio que considere demasiado alto, en la eventualidad de que —ante la decisión del accionista B— deba adquirir las acciones a ese mismo precio.

Por ejemplo, si un accionista A quisiera dar por terminada su relación societaria con el accionista B, en virtud al *buy and sell* podrá ofrecer en venta al accionista B sus acciones a un valor de 5.00 dólares por acción. Sin embargo, si el accionista B se negara a comprar las acciones del accionista A, al precio informado por este, estará obligado a venderle a ese mismo precio sus propias acciones al accionista A, quien a su vez estará obligado a adquirir las acciones del accionista B.

Como se puede ver, con una cláusula como el *buy and sell* siempre habrá una terminación de la relación societaria, habiendo de quedar un solo accionista como titular de la totalidad de las acciones. No obstante ello, debe señalarse que para iniciar la ejecución de una cláusula como ésta, el accionista A deberá contar con la capacidad financiera suficiente como para eventualmente terminar comprando el resto de acciones de la sociedad. Es decir, no debe tomarse como una opción de venta.

Asimismo, merece resaltarse que los beneficios de esta cláusula dependerán de que los accionistas posean similar capacidad financiera, puesto que de lo contrario el juego de incentivos no funcionará correctamente.

3.3.4. Listado de las acciones en bolsa

Una forma sencilla de propiciar la liquidez a las acciones de una sociedad es, simplemente, listándolas en la bolsa de valores. Evidentemente, el listado de una empresa genera costos regulatorios, de organización y preocupaciones con respecto a la información que deba proporcionarse al mercado. Sin embargo, es un proceso sobre el cual se puede incluso construir el crecimiento sólido de una empresa. En efecto, la emisión primaria de acciones permite realizar aumentos de capital en compañías que, al haber sido capaces de atraer inversionistas del mercado de capital, podrán mejorar su *ratio*, deuda/capital, el termómetro más importante de la salud financiera de una empresa.

IV. CONCLUSIÓN

No existen fórmulas preestablecidas para regular las relaciones entre fondos de inversión y socios locales. Por esto, lo mejor es explorar el “menú” de opciones existente en la práctica nacional e internacional para encontrar los que puedan satisfacer los intereses propios de las partes. Más que nunca se llegará a un acuerdo si las partes son capaces de velar y responder por las preocupaciones y necesidades mutuas.

MERCADO DE CAPITALES E IMPUESTO A LA RENTA

Alex Córdova Arce*

En los últimos años, hemos sido testigos de que el mercado de capitales peruano ha mostrado un crecimiento sustancial. Ello se ha visto reflejado tanto en el volumen e importe de las transacciones realizadas en bolsa, como en la utilización cada vez más frecuente de vehículos financieros que, al día de hoy, buscan orientarse hacia las pequeñas y medianas empresas, con la finalidad de implementar mecanismos alternativos de financiamiento que abaraten el acceso al crédito.

En opinión del autor, el régimen tributario juega un rol esencial en el desarrollo de dicho mercado. Es así que, en el presente artículo, realiza un exhaustivo análisis de los beneficios derivados de las inversiones en el mercado de capitales, del régimen previsto para los vehículos financieros y del tratamiento que corresponde dar a ciertos instrumentos financieros híbridos que se vienen implementando en el mercado peruano.

* Abogado por la Universidad Católica Santa María de Arequipa. Socio del Estudio Rodrigo, Elías & Medrano, Abogados.

1. INTRODUCCIÓN: MERCADO DE CAPITALES Y TRIBUTACIÓN

Es innegable que el desarrollo del mercado de capitales constituye una necesidad fundamental en países emergentes como el nuestro. Ello no sólo porque permite captar capitales frescos para el financiamiento de las empresas e incentiva el ahorro interno, sino también porque genera una serie de ventajas colaterales como son la transparencia del mercado y el desarrollo de las prácticas de buen gobierno corporativo.

El mercado de capitales peruano ha mostrado en los últimos años un importante crecimiento, tanto en lo que respecta al volumen e importe de las transacciones realizadas en bolsa, como en la utilización cada vez más frecuente de vehículos financieros que contribuyen al desarrollo del mismo y que, el día de hoy, buscan orientarse hacia las medianas y pequeñas empresas para implementar mecanismos alternativos de financiamiento que abaraten el costo del crédito.

La tributación juega un papel trascendental en el desarrollo de este mercado. Si existieran altas cargas impositivas o sobrecostos fiscales que afecten las transacciones que se llevan a cabo dentro del mismo, se desalentaría su crecimiento y se perdería competitividad como país en la captación de inversiones extranjeras.

El crecimiento del mercado de capitales dependerá de una adecuada y oportuna transición, desde una etapa en la que se otorguen exoneraciones y beneficios tributarios hacia otra de neutralidad fiscal, en la que el rol de los impuestos no afecte la adopción de las decisiones de inversión en nuestro país. Claro está que esta segunda etapa debe ir acompañada de un marco de seguridad jurídica basada en la permanencia y predictibilidad del régimen tributario.

En materia de Impuesto a la Renta, se viene llevando a cabo dicha transición. Como veremos más adelante, se han establecido plazos límite para la vigencia de la mayor parte de las exoneraciones tributarias que se habían otorgado hace muchos años atrás para alentar los financiamientos e inversiones a través del mercado de capitales, con lo cual las rentas y ganancias que se generen en el futuro (concretamente a partir del año 2009) resultarán incididas por el Impuesto a la Renta.

Del mismo modo, de un tiempo a esta parte se han dictado diversas disposiciones destinadas a que la tributación de los vehículos financieros

(fideicomisos, fondos mutuos y fondos de inversión) se aplique con un criterio de neutralidad basado, principalmente, en un régimen de transparencia fiscal.

Asimismo, el desarrollo de nuevos instrumentos financieros genera nuevos retos en el plano tributario que obligan tanto a los contribuyentes como a la Administración Tributaria y a los legisladores a buscar soluciones que permitan exigir el justo pago de los tributos, sin que ello implique el establecimiento de barreras para la implementación de los mismos.

El objetivo de este trabajo es analizar la incidencia del Impuesto a la Renta tanto en lo que se refiere a los beneficios derivados de las inversiones en el mercado de capitales, como el régimen previsto para los vehículos financieros y el tratamiento que corresponde dar a ciertos instrumentos financieros híbridos que vienen implementándose en el mercado peruano.

No obstante, antes de iniciar el referido análisis, es conveniente recordar determinados conceptos básicos vinculados con el ámbito de aplicación del Impuesto a la Renta, para así comprender, con mayor facilidad, la incidencia específica que este impuesto tiene sobre las diversas operaciones del mercado de capitales.

1.2. Conceptos preliminares referidos al ámbito de aplicación del Impuesto a la Renta

En el Perú, el Impuesto a la Renta grava las rentas provenientes de una fuente durable y susceptible de generar ingresos periódicos, las ganancias de capital, y determinados beneficios previstos expresamente en la ley.

El artículo 1 de la Ley del Impuesto a la Renta (en adelante, "LIR") señala que el impuesto grava las siguientes operaciones:

- "a) Las rentas que provengan del capital, del trabajo y de la aplicación conjunta de ambos factores, entendiéndose como tales aquéllas que provengan de una fuente durable y susceptible de generar ingresos periódicos.
- b) Las ganancias de capital.
- c) Otros ingresos que provengan de terceros, establecidos por esta Ley.
- (...)

d) Las rentas imputadas, incluyendo las de goce y disfrute, establecidas por esta Ley.

(...)”.

En primer lugar, la LIR adopta la teoría clásica, también denominada teoría del rédito-producto, para delimitar su ámbito de aplicación, considerando como renta a todo beneficio derivado de una fuente productiva y durable, susceptible de generar ingresos periódicos (como es el caso de los intereses y dividendos, como ejemplos de rendimientos del capital).

Para que se configure este tipo de beneficio, “deben existir: una fuente que produzca la renta y subsista luego de obtenerla; periodicidad real o potencial en la obtención de la renta que nace de esa fuente permanente; y una actividad productora que habilite o explote la fuente, la actividad humana, que haga fluir el beneficio. El ejemplo típico es el del fruto logrado del árbol, o la cosecha recogida por el agricultor, o el salario derivado del trabajo”¹.

La distinción entre renta –entendida como fruto– frente al capital, considerado como fuente, es relevante dentro de la teoría del rédito-producto, toda vez que para la teoría del balance lo que cuenta es el incremento patrimonial producido, cualquiera sea su origen.

Con relación a las diferencias entre ambos conceptos, cabe mencionar lo señalado por García Belsunce sintetizando a Allix y Lecerclé, en el sentido que “el rédito es un producto, periódico y realizado (separado de la fuente); el capital es la fuente, material o inmaterial, de la cual deriva la renta, y es de una relativa duración, debiendo estar en estado de explotación”².

El mismo García Belsunce agrega que “la característica principal o elemento distintivo dentro de la teoría del rédito-producto, es que la fuente debe subsistir al acto de producción de la riqueza nueva, o sea, que la fuente debe ser durable, lo que no importa sostener, como lo han hecho algunos, que ella sea permanente. La permanencia solamente podría admitirse si de ella se tiene un concepto relativo y no absoluto, pero

parece ajustarse bien a su significación; lo que se requiere es que haya solamente una subsistencia posterior al acto de producción, de tal manera que la fuente productiva sea capaz de generar más de un producto o riqueza”³.

Inciendiando también en la distinción entre renta y capital, Reig sostiene que “la realización de un capital priva de la fuente y el beneficio no puede repetirse, lo que señala la principal diferencia entre un beneficio de capital y una renta”⁴.

A partir de lo señalado por la doctrina y dentro de la teoría del rédito-producto, es claro que sólo constituirán renta los rendimientos derivados de la fuente (capital) con las características antes señaladas. Por tanto, no será renta el beneficio o ganancia que pudiera derivarse de la enajenación de la fuente misma o el que se derive de cualquier acto que implique la extinción de aquélla.

Ahora bien, las ganancias de capital también se encuentran incididas de manera expresa por el Impuesto a la Renta a partir del año 2004.

Si bien el Impuesto a la Renta ya gravaba, además de la renta-producto, a ciertas ganancias y beneficios previstos expresamente en la LIR derivados de la enajenación de bienes (los que en esencia incluían supuestos de ganancias de capital), se encontraban circunscritos a operaciones realizadas por empresas o cuando las mismas evidenciaban el desarrollo de actividades empresariales por realizarse en forma habitual.

De acuerdo con dicho régimen, los beneficios obtenidos por personas naturales por la enajenación de bienes no estaban comprendidos en el campo de aplicación del impuesto, dado que –como se dijo anteriormente– las ganancias de capital no eran consideradas *per se* como hipótesis de incidencia del Impuesto a la Renta.

El artículo 2 de la LIR define a las ganancias de capital como “cualquier ingreso que provenga de la enajenación de bienes de capital”, entendiéndose por estos últimos a aquellos bienes “que no están destinados a ser comercializados en el ámbito del giro de negocio o de empresa”.

¹ REIG, Enrique. “Impuesto a las Ganancias”. Décima Edición. Buenos Aires: Ediciones Macchi. 2001. p. 45.

² GARCÍA BELSUNCE, Horacio. “El Concepto de Rédito en la Doctrina y en el Derecho Tributario”. Buenos Aires: Ediciones Desalma. 1967. p. 101.

³ Ibid. pp.121-122.

⁴ REIG, Enrique. Op. cit. p. 62.

La inclusión expresa de las ganancias de capital como hecho imponible, implica –en principio– que los beneficios derivados por la enajenación de bienes de capital se encuentren sujetos al pago del impuesto en todos los casos, es decir, tanto cuando son obtenidos por personas jurídicas como por personas naturales.

Es por ello que el último párrafo del artículo 2 de la LIR, para excluir determinadas transacciones del ámbito del impuesto, establece que “no constituye ganancia de capital gravable, el resultado de la enajenación de los siguientes bienes, efectuada por una persona natural, sucesión indivisa o sociedad conyugal que optó por tributar como tal, que no genere rentas de tercera categoría: i) Inmuebles ocupados como casa habitación del enajenante; ii) Bienes muebles distintos a los señalados en el inciso a) de este artículo”.

Como se observa, la inclusión de las ganancias de capital como hecho imponible del Impuesto a la Renta implica un cambio relevante. Hasta el año 2003, sólo se consideraban gravados los beneficios taxativamente previstos en la LIR, mientras que hoy todas las operaciones que generan ganancias por la enajenación de bienes de capital están comprendidas en el ámbito de aplicación del impuesto, encontrándose exentas únicamente aquellas excluidas expresamente de la hipótesis de incidencia.

De acuerdo con el artículo 2 de la LIR, entre las operaciones que generan ganancias de capital se encuentran:

“(…)”

- a) La enajenación, redención o rescate, según sea el caso, de acciones y participaciones representativas del capital, acciones de inversión, certificados, títulos, bonos y papeles comerciales, valores representativos de cédulas hipotecarias, obligaciones al portador u otros valores mobiliarios.

(…)”.

En conclusión, bajo la hipótesis de ganancia de capital, el impuesto grava el resultado proveniente de la enajenación de bienes de capital, lo que supone la extinción de la fuente generadora de la renta.

Expuesta la distinción entre renta-producto y ganancias de capital, a continuación analizaremos el tratamiento tributario que reciben en materia de Impuesto a la Renta cuando provienen de

financiamientos o inversiones en el mercado de capitales peruano.

2. BENEFICIOS DERIVADOS DE LA ADQUISICIÓN Y NEGOCIACIÓN DE VALORES MOBILIARIOS

Las inversiones en valores mobiliarios representativos de deuda (bonos, papeles comerciales de corto y mediano plazo, etcétera; emitidos en forma masiva) son susceptibles de generar dos tipos de rendimientos a favor de sus tenedores: de un lado, producen intereses que retribuyen el uso del dinero del inversionista (renta-producto), y, de otro, pueden generar ganancias de capital cuando se transfieren en el mercado secundario o, por alguna razón, sean redimidos antes de su vencimiento mediante el pago de una cierta contraprestación.

Por su parte, los valores mobiliarios representativos de inversión (acciones) otorgan a sus titulares los siguientes beneficios: dividendos o utilidades que constituyen el fruto normal de una inversión de riesgo (renta-producto) y, eventualmente, ganancias de capital derivadas de su transferencia a terceros en un importe superior al costo de adquisición.

En los dos casos mencionados anteriormente, si el inversionista se dedicara en forma habitual a la comercialización de estos valores, el beneficio constituiría el resultado de una actividad empresarial y, por tanto, estaría gravada como renta-producto de tercera categoría.

La LIR contiene distintas disposiciones que confieren exoneraciones tributarias a los diversos rendimientos que producen las inversiones en valores mobiliarios. Dichas exoneraciones estarán vigentes únicamente hasta el 31 de diciembre de 2008, pues es intención del gobierno gravar estos beneficios a partir del año 2009.

En efecto, a través del Decreto Legislativo 972, dictado por el Poder Ejecutivo al amparo de las facultades delegadas por el Congreso de la República mediante Ley 28932 (publicada en el Diario Oficial El Peruano el 10 de marzo de 2007), se han dictaminado diversas disposiciones destinadas a gravar, bajo un régimen cédular, los rendimientos derivados de la inversión en valores mobiliarios (cuyas características detallaremos más adelante).

Es clara la voluntad del gobierno de modificar el tratamiento tributario que se venía aplicando a estos rendimientos desde hace muchos años

atrás, en los que prácticamente la totalidad de los beneficios por inversiones en el mercado de valores estaban exonerados del Impuesto a la Renta.

Si bien es una decisión de política fiscal que corresponde al gobierno, la incidencia que tendrá en el desarrollo del mercado de capitales se verá en los próximos años; aunque llama la atención la antelación con la que se ha publicado la medida, lo cual ha llevado a diversos especialistas –Humberto Medrano entre ellos– a cuestionar la constitucionalidad de la norma dictada, en vista de que la vigencia de la Ley ha sido diferida al 1 de enero del año 2009, a pesar de que el artículo 74 de la Constitución establece de forma imperativa que las leyes relativas a tributos a periodicidad anual rigen a partir del primero de enero del año siguiente a su promulgación, sin otorgar la facultad de disponer en contrario, como sí lo hace el artículo 109 de la misma Constitución para las leyes ordinarias.

En todo caso, mientras subsistan las exoneraciones a las inversiones en el mercado de capitales, es necesario conocer sus alcances respecto de los rendimientos que comúnmente generan los títulos representativos de deuda y de inversión.

A continuación analizaremos los principales beneficios tributarios existentes.

2.1. Intereses

El inciso i) del artículo 19 de la LIR, modificado por el Decreto Legislativo 970, establece que se encuentra exonerado hasta el 31 de diciembre de 2008:

“(…)

(…) cualquier tipo de interés de tasa fija o variable, en moneda nacional o extranjera, (…) provenientes de valores mobiliarios emitidos por personas jurídicas, constituidas o establecidas en el país, siempre que su colocación se efectúe mediante oferta pública, al amparo de la Ley del Mercado de Valores.

Igualmente, cualquier tipo de interés de tasa fija o variable, en moneda nacional o extranjera (…) provenientes de Cédulas Hipotecarias y Títulos de Crédito Hipotecario Negociable.

Los valores mobiliarios, nominativos o a la orden, emitidos mediante oferta privada podrán gozar de la exoneración, cuando reúnan los requisitos a

que se refieren los incisos a) y b) del artículo 5 de la Ley del Mercado de Valores

(….)”.

Como se aprecia, tratándose de valores mobiliarios colocados mediante oferta pública, los intereses que generen están exonerados del Impuesto a la Renta, siempre que cumplan con los siguientes requisitos:

a) Los rendimientos tienen que tener la naturaleza de interés, es decir, de contraprestación por el uso del dinero en el tiempo. Dichos intereses pueden establecerse mediante tasas fijas o variables y pueden expresarse en moneda nacional o en moneda extranjera.

Es importante mencionar que también tienen la naturaleza de interés para efectos de la presente exoneración, el mayor valor que obtienen los tenedores de bonos adquiridos bajo la par (cupón cero) en la oportunidad en que opere la devolución del capital. En estos casos, no nos encontramos frente a una ganancia de capital, sino frente a intereses (renta-producto) que se pagan en el momento de la devolución del principal.

Esta interpretación encuentra sustento el artículo 263 de la Ley de Títulos Valores (Ley 27287), la cual considera como interés, para todo propósito legal (incluyendo el tributario), la rentabilidad que generen los valores mobiliarios. Así, según dicha norma, tal rentabilidad puede “consistir en intereses u otra clase de beneficios para el tenedor, como ganancias de capital, índices, reajustes, referencias a rentabilidad estructurada o combinaciones de éstos, según se señale en el contrato de emisión o texto del documento; **los que se asimilarán para todos los fines de ley a los intereses**, salvo disposición expresa distinta” (el resaltado es agregado).

b) Los valores mobiliarios deben ser emitidos por personas jurídicas, constituidas o establecidas en el país.

De esta manera, la exoneración se circunscribe a los valores mobiliarios emitidos por personas jurídicas locales, quedando excluidas las emisiones que pudieran realizar en nuestro país sociedades extranjeras. Se trata, en consecuencia, de una norma destinada a abaratar el endeudamiento de empresas peruanas para la realización de inversiones productivas.

Para gozar de la exoneración, basta con que la emisión sea realizada por personas jurídicas constituidas o establecidas en el país, no exigiéndose que los fondos captados se inviertan en el Perú en actividades productivas locales. Por ello, es válido que empresas peruanas emitan valores mobiliarios en el Perú para efectuar inversiones en el exterior, supuesto en el cual los intereses que paguen a sus tenedores estarán exonerados del Impuesto a la Renta, aun cuando no haya sido intención del legislador incentivar este tipo de inversiones en el exterior.

- c) Los valores mobiliarios deben colocarse mediante el procedimiento de oferta pública al amparo de la Ley del Mercado de Valores.

Ello implica que no basta con que la emisión de los títulos sea realizada por personas jurídicas locales, sino que también deben ser colocados de conformidad con las normas de nuestra Ley del Mercado de Valores, bajo la supervisión de CONASEV.

Asimismo, se encuentran exonerados los intereses generados por valores mobiliarios emitidos mediante oferta privada por personas jurídicas constituidas o establecidas en el país, siempre que dicha oferta cumpla en forma concurrente con los requisitos señalados en los incisos a) y b) del artículo 5 de la Ley del Mercado de Valores (esto es, que la oferta esté dirigida a inversionistas institucionales y que el valor nominal de los títulos que se emitan no sea inferior al importe establecido en el inciso b) del artículo 5 de la citada Ley, reajutable periódicamente). De faltar alguno de dichos requisitos, no operará la exoneración.

Ahora bien, de acuerdo con el Decreto Legislativo 972, a partir del 1 de enero de 2009, los intereses derivados de valores mobiliarios estarán gravados con el Impuesto a la Renta de la siguiente manera:

- a) Personas naturales domiciliadas: el Impuesto a la Renta se calculará aplicando la tasa de 6.25% sobre la renta neta. Para establecer la renta neta, se deducirá el 20% del importe total de los intereses percibidos (con lo cual resulta una tasa efectiva de 5%).
- b) Personas jurídicas domiciliadas: el Impuesto a la Renta se calculará aplicando la tasa de 30% sobre la renta neta de tercera categoría de la cual forman parte los intereses derivados de valores mobiliarios.

- c) Personas naturales no domiciliadas: el Impuesto a la Renta deberá determinarse con la tasa de 30% sobre el monto total de los intereses percibidos, sin deducción alguna.
- d) Personas jurídicas no domiciliadas: el Impuesto a la Renta que gravará a estos sujetos se calculará en función de la tasa de 30%, salvo que resulte aplicable la tasa de 4.99% establecida en el inciso a) del artículo 56 de la LIR, en la medida en que se cumplan los requisitos previstos para el goce de dicha alícuota preferencial.

Tratándose de intereses generados por bonos, el Impuesto a la Renta, con las tasas antes mencionadas, será aplicable a partir del ejercicio 2009 sólo respecto de los que se deriven de aquéllos emitidos a partir del 11 de marzo de 2007. Los intereses provenientes de bonos emitidos hasta el 10 de marzo de 2007, estarán inafectos de manera permanente del Impuesto a la Renta (Segunda Disposición Complementaria y Transitoria del Decreto Legislativo 972).

En el caso de valores mobiliarios distintos a los bonos, estarán sujetos al Impuesto a la Renta los intereses que se devenguen o perciban, según corresponda, a partir del 1 de enero de 2009, aun si los mencionados valores se hubieran emitido antes de la publicación del Decreto Legislativo 972.

Es importante mencionar que, en el caso de bonos y demás títulos de deuda emitidos por el Sector Público Nacional, salvo los depósitos de encaje que realicen las instituciones crediticias, los intereses y demás ganancias de capital que generen los mismos están exoneradas del Impuesto a la Renta hasta el 31 de diciembre del año 2008.

De conformidad con el inciso a) del artículo 9 del Reglamento de la LIR, la exoneración antes mencionada comprende a los intereses y demás ganancias por créditos concedidos al Gobierno Central, gobiernos regionales, gobiernos locales, instituciones públicas, sociedades de beneficencia pública, organismos descentralizados autónomos, empresas de derecho público y empresas estatales de derecho privado del sector financiero de fomento.

La exoneración incluye las operaciones de préstamo, emisiones de bonos y demás obligaciones y, en general, cualquier operación de crédito a favor de las entidades antes señaladas.

A partir del 1 de enero del año 2009, los intereses y ganancias de capital provenientes de bonos emitidos por la República del Perú, estarán inafectos al Impuesto a la Renta (es decir, en forma permanente), siempre que tales valores se emitan en el marco del Decreto Supremo 007-2002-EF, bajo el Programa de Creadores de Mercado, o en el mercado internacional a partir del año 2002. Igualmente, estarán inafectos los intereses y ganancias de capital provenientes de certificados de depósito del Banco Central de Reserva del Perú, utilizados con fines de regulación monetaria.

Dicho régimen de exención permanente resulta cuestionable desde una perspectiva de mercado, toda vez que otorga una ventaja competitiva a favor de los bonos que emite el Estado frente a los títulos emitidos por los particulares que estarán gravados con el Impuesto a la Renta. Si bien puede justificarse la medida en el destino que dará el Estado a los recursos captados (atención de necesidades públicas), no puede negarse que un beneficio de esa naturaleza afecta la neutralidad que los tributos deben de tener dentro del mercado de capitales.

2.2. Ganancias de capital

El inciso l) del artículo 19 de la LIR exonera hasta el 31 de diciembre de 2008 (según modificación introducida por el Decreto Legislativo 970), 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”.

Para que la exoneración resulte aplicable, se requiere cumplir con los siguientes requisitos:

- a) El beneficio debe tener la naturaleza de ganancia de capital, esto es, que debe originarse en la enajenación de un bien de capital (inversión de carácter permanente).

Con relación a este requisito, si bien podría concluirse que la exoneración no alcanza a la ganancia obtenida por la enajenación habitual de valores mobiliarios (ya que en estos casos el beneficio constituiría renta-producto y no ganancia de capital), debe

tenerse presente que tratándose de operaciones realizadas a través de mecanismos centralizados de negociación (ya sea por personas naturales o jurídicas), la Décima Disposición Final del Decreto Supremo 134-2004-EF ha precisado que “para efecto de lo dispuesto en el inciso l) del artículo 19 de la Ley, los 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, no se consideran como bienes destinados a ser comercializados en el ámbito de un giro de negocio o empresa”.

En aplicación de la norma transcrita, la enajenación de los valores inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores, a través de mecanismos centralizados de negociación, genera siempre ganancia de capital y nunca renta-producto, aun cuando en los hechos el enajenante sea habitual en la venta de estos valores mobiliarios, por lo que los beneficios obtenidos estarán exonerados del Impuesto a la Renta.

- b) El beneficio debe provenir de la enajenación de valores mobiliarios. Para estos efectos debe tenerse presente que el término enajenación comprende la venta, permuta, cesión definitiva, expropiación, aporte a sociedades y, en general, todo acto de disposición por el que se transmita el dominio a título oneroso.

Para que opere la exoneración, no es necesario que los valores mobiliarios que se enajenen hayan sido adquiridos a través de mecanismos centralizados de negociación. El requisito de que la transacción se lleve a cabo a través de tales mecanismos, sólo es aplicable para la transferencia, de modo tal que estará exonerada la ganancia de capital derivada de la enajenación de valores mobiliarios, aun si los mismos se adquirieron fuera de bolsa.

- c) Los valores que se enajenen deben estar inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores.

Dicha inscripción puede efectuarse con posterioridad a la emisión de los valores, por lo que no es necesario que los mismos hayan sido emitidos o colocados por oferta pública.

En consecuencia, la exoneración será aplicable aun si la ganancia deriva de valores mobiliarios emitidos en forma privada, siempre que en el momento de su enajenación

los mismos hayan sido inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores.

- d) La transferencia de los valores debe producirse a través de mecanismos centralizados de negociación a los que se refiere la Ley del Mercado de Valores.

Aquellas operaciones que se realicen de manera extra bursátil no estarán comprendidas en la exoneración, lo cual ocurre, por ejemplo, en el caso de ofertas públicas de adquisición de acciones destinadas a obtener el control de una empresa.

- e) En caso que el enajenante sea una persona natural, sucesión indivisa o sociedad conyugal (domiciliada o no en el país), la enajenación de los valores mobiliarios estará exonerada si ésta se realiza fuera de mecanismos centralizados de negociación y aun si los valores no estuvieran inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores (tal como lo aclara el inciso d) del artículo 9 del Reglamento de la LIR).

Como puede verse, se ha otorgado una exoneración general en favor de las personas naturales, sucesiones indivisas y sociedades conyugales, por las ganancias de capital que pudieran obtener en la enajenación de valores mobiliarios. Sin embargo, la exención operará en el caso de transacciones extra bursátiles siempre que el beneficio califique como ganancia de capital, pues si aquél se deriva de la compraventa habitual de valores, el resultado constituiría renta-producto gravado con el Impuesto a la Renta (actividad empresarial), no operando la regla contenida en la Décima Disposición Final del Decreto Supremo 134-2004-EF, aplicable sólo a las operaciones en bolsa.

Ahora bien, de conformidad con el Decreto Legislativo 972, la ganancia de capital derivada de la enajenación de valores mobiliarios emitidos por personas jurídicas domiciliadas que se genere a partir del 1 de enero de 2009, estará sujeta al siguiente régimen del Impuesto a la Renta:

- a) Personas naturales domiciliadas: el Impuesto a la Renta se calculará aplicando la tasa de 6.25% sobre la ganancia obtenida (renta neta de capital). Para establecer la renta neta, se deducirá el 20% del importe total de la ganancia obtenida (con lo cual resulta una tasa efectiva de 5%). Si las personas naturales fueran habituales en la enajenación de valores

mobiliarios (diez adquisiciones y diez enajenaciones en un ejercicio), el Impuesto a la Renta se calculará con la tasa de 30% sobre la renta neta de tercera categoría (actividad empresarial).

- b) Personas jurídicas domiciliadas: el Impuesto a la Renta se calculará aplicando la tasa de 30% sobre la renta neta de tercera categoría (dentro de la cual se incluye la ganancia de capital derivada de la enajenación de valores mobiliarios).
- c) Personas naturales no domiciliadas: el Impuesto a la Renta deberá determinarse con la tasa de 5% sobre el monto total de la ganancia obtenida si la enajenación se lleva a cabo en el Perú. Si la transferencia se produce fuera del país, la tasa del impuesto ascenderá al 30% (para acreditar el costo de adquisición de los valores, deducible para el cálculo de la ganancia, deberá seguirse el procedimiento de reconocimiento del capital invertido).
- d) Personas jurídicas no domiciliadas: el Impuesto a la Renta deberá determinarse con la tasa de 5% sobre el monto total de la ganancia obtenida si la enajenación se lleva a cabo en el Perú (inciso h) del artículo 56 de la LIR). Si la transferencia se produce fuera del país, la tasa del impuesto ascenderá al 30% (para acreditar el costo de adquisición de los valores, deducible para el cálculo de la ganancia, deberá seguirse el procedimiento de reconocimiento del capital invertido).

Tratándose de bonos, el Impuesto a la Renta, con las tasas antes mencionadas, será aplicable a partir del ejercicio 2009 sólo respecto de las ganancias de capital que se deriven de la enajenación de bonos emitidos a partir del 11 de marzo de 2007. Las ganancias de capital provenientes de la enajenación de bonos emitidos hasta el 10 de marzo de 2007, estarán inafectas permanentemente del Impuesto a la Renta (Segunda Disposición Complementaria y Transitoria del Decreto Legislativo 972). Nótese, además, que la inafectación resulta aplicable a los bonos en general, sin distinguir entre los emitidos por oferta pública o privada, aunque de la exposición de motivos del decreto parece inferirse que la exención sólo está dirigida a los primeros (este es un tema que deberá aclararse por vía reglamentaria, aunque es cuestionable distinguir donde la ley no lo hace).

En el caso de ganancias de capital que se deriven de la enajenación de valores mobiliarios distintos

a los bonos, las mismas estarán sujetas al Impuesto a la Renta a partir del 1 de enero de 2009, aun si los mencionados valores se hubieran emitido con anterioridad a la publicación del Decreto Legislativo 972.

Igualmente, se encuentra exonerada la ganancia de capital derivada de la redención o rescate de valores mobiliarios emitidos directamente, mediante oferta pública, por personas jurídicas constituidas o establecidas en el país; así como la de la redención o rescate de los certificados de participación y otros valores mobiliarios emitidos por oferta pública, en nombre de los fondos mutuos de inversión en valores, fondos de inversión o patrimonios fideicometidos, constituidos o establecidos en el país (numeral 3, inciso I) del artículo 19 de la LIR).

Nótese que en este último caso, para que opere la exoneración, es necesario que los valores mobiliarios que se redimen o rescatan hayan sido emitidos por oferta pública, lo que no se exige en el caso de la exención prevista en el numeral 1, inciso I) del artículo 19 de la LIR analizado previamente.

2.3. Ajustes por corrección monetaria

Determinados valores mobiliarios que se colocan en el mercado de capitales generan rendimientos en función de ajustes o factores de corrección monetaria (los cuales sustituyen al pago de intereses).

Es importante determinar la naturaleza de tales incrementos o reajustes (rendimiento del capital o ganancia de capital) por dos razones: i) en primer lugar, para establecer la oportunidad en que deben reconocerse los beneficios para fines tributarios (los rendimientos se reconocen como ingreso día a día en la medida en que se devengan, mientras que las ganancias de capital sólo cuando efectivamente se realizan); y, ii) para establecer el alcance de las exoneraciones previstas en la LIR (específicamente las contempladas en los incisos i) y I) del artículo 19 de esta norma analizados precedentemente).

Los incrementos o reajustes de capital provenientes de valores mobiliarios tienen, para fines tributarios, la naturaleza de rendimiento de capital y, por tanto, deben ser tratados de manera similar a los intereses. En efecto, dichos incrementos o reajustes constituyen la retribución pactada a favor del tenedor de los valores mobiliarios por el uso del capital por parte del emisor. Tales rentas no se originan en la

enajenación de bienes o en la redención o rescate de valores mobiliarios (recompra de los títulos por el emisor antes de su vencimiento), sino que persiguen resarcir la pérdida del valor del dinero, el costo de oportunidad y los frutos que el capital debe generar.

La interpretación antes mencionada encuentra sustento en diversas disposiciones de la LIR que tratan a los incrementos o reajustes de capital dentro de las normas aplicables a los intereses. Así, por ejemplo, el inciso i) del artículo 19 de la LIR exonera del Impuesto a la Renta hasta el 31 de diciembre del presente año a:

“Cualquier tipo de interés de tasa fija o variable, en moneda nacional o extranjera, que se pague con ocasión de un depósito conforme a la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros, Ley 26702, así como los incrementos de capital de los depósitos e imposiciones en moneda nacional o extranjera.

Asimismo, cualquier tipo de interés de tasa fija o variable, en moneda nacional o extranjera, así como los incrementos o reajustes de capital provenientes de valores mobiliarios, emitidos por personas jurídicas, constituidas o establecidas en el país, siempre que su colocación se efectúe mediante oferta pública al amparo de la Ley del Mercado de Valores (...)” (el subrayado es agregado).

Igualmente, el inciso II) del artículo 19 de la LIR exonera de manera conjunta a los intereses y reajustes de capital provenientes de letras hipotecarias de acuerdo a la legislación de la materia.

Cabe reiterar que, en igual sentido, el artículo 263 de la Ley de Títulos Valores considera como interés para todo propósito legal (incluyendo el tributario) a los reajustes o índices de actualización de los valores representativos de obligaciones, lo que confirma la naturaleza de renta-producto de los mismos.

La legislación comparada adopta un criterio similar al tratar a este tipo de rendimientos bajo el mismo régimen tributario aplicable a los intereses. Así, el artículo 16-B del Código Tributario de México “considera como parte del interés el ajuste que a través de la denominación en unidades de inversión, mediante la aplicación de índices o factores, o de cualquier otra forma, se haga de los créditos, deudas, operaciones así como del importe de los pagos de los contratos de arrendamiento financiero”.

La Ley del Impuesto a la Renta de España establece que “se considera como rendimientos obtenidos por la cesión a terceros de capitales propios a las contraprestaciones de todo tipo, cualquiera sea su denominación o naturaleza, dineraria o en especie, como los intereses y cualquier otra forma de retribución pactada como remuneración por tal cesión, así como las derivadas de la transmisión, reembolso, amortización, canje o conversión de cualquier clase de activos representativos de la captación y utilización de capitales ajenos”.

Reafirma la conclusión expuesta líneas arriba, la reciente modificación introducida por el Decreto Legislativo 972 en el artículo 24 de la LIR (vigente a partir del año 2009), conforme a la cual constituyen renta de segunda categoría “los intereses originados en la colocación de capitales, así como los incrementos o reajustes de capital (...)”.

Según lo expuesto precedentemente, puede concluirse que los incrementos o reajustes de capital de valores mobiliarios deben ser tratados de manera similar a los intereses para propósitos tributarios, lo que implica que: i) deben reconocerse como ingresos a medida que se devengan (de manera diaria) y no en la oportunidad en que se devuelve el capital a la fecha de vencimiento del título; y, ii) que están exonerados del pago del Impuesto a la Renta, siempre que se devenguen hasta el 31 de diciembre de 2008, estando únicamente gravados los que se generen a partir del año 2009 (excepto si los mismos provienen de bonos, en cuyo caso rige lo dispuesto en el punto 2.1. de este rubro dependiendo de la fecha de su emisión, conforme a lo establecido por la Segunda Disposición Complementaria y Final del Decreto Legislativo 972).

2.4. Diferencias de cambio

El artículo 61 de la LIR establece que las diferencias de cambio originadas por operaciones que fuesen objeto habitual de la actividad gravada y las que se produzcan por razones de los créditos obtenidos para financiarlas, constituyen resultados computables para la determinación del Impuesto a la Renta.

El gravamen establecido a las diferencias de cambio encuentra sustento en la teoría del incremento patrimonial recogida en el último párrafo del artículo 3 de la LIR, conforme al cual constituye renta gravada de las empresas cualquier ganancia o ingreso derivado de operaciones con terceros.

Tratándose de inversiones permanentes en moneda extranjera, el inciso g) del artículo 61 de

la LIR señala que éstas se registrarán y mantendrán al tipo de cambio vigente en la fecha de adquisición, con lo cual no generan diferencias de cambio mientras permanezcan en el activo del contribuyente.

Ahora bien, la diferencia de cambio derivada de intereses, reajustes o rendimientos de valores mobiliarios que estén exonerados del Impuesto a la Renta igualmente se encuentra exenta al pago de este tributo, por ser accesoria de los referidos beneficios.

2.5. Dividendos

Los títulos representativos de inversión (acciones) pueden generar dividendos que constituyen el rendimiento del capital invertido.

De acuerdo con el artículo 24-A de la LIR, se consideran dividendos a las utilidades que las personas jurídicas distribuyan entre sus socios, asociados, titulares o personas que las integran, en efectivo o en especie, así como los distintos supuestos calificados por la Ley como modalidades de distribución de utilidades.

Los dividendos están gravados con el Impuesto a la Renta con la tasa de 4.1% cuando se abonen a personas jurídicas no domiciliadas o a personas naturales, sucesiones indivisas o sociedades conyugales, domiciliadas o no en el país. Las personas jurídicas domiciliadas se encuentran inafectas al pago del Impuesto a la Renta que grava los dividendos. El impuesto se precipitará recién cuando las utilidades se redistribuyan entre los socios o accionistas de la persona jurídica, siempre que estén comprendidos en cualquiera de los supuestos señalados en el párrafo anterior. No existe exoneración del Impuesto a la Renta en materia de dividendos.

En el caso de acciones que cotizan en bolsa y que, por tanto, se negocian en forma permanente, es importante determinar la oportunidad en que surge la obligación tributaria de abonar el tributo, ya que de ello dependerá el surgimiento de la obligación de la sociedad emisora de retener el Impuesto a la Renta según la condición que tenga el accionista en dicho momento.

Sobre el particular cabe indicar que, en materia de dividendos, el hecho imponible se materializa cuando se adopta el acuerdo de distribución.

El artículo 89 del Reglamento de la LIR establece que “la obligación de retener a que se refiere el artículo 73-A de la Ley nace en la fecha de

adopción del acuerdo de distribución o cuando los dividendos y otras formas de distribución de utilidades distribuidas se pongan a disposición en efectivo o en especie, lo que ocurra primero”.

Si bien la fecha de corte fijada para la negociación de las acciones determina a las personas que tienen derecho a percibir las utilidades, ello es así sólo para fines mercantiles y bursátiles. Para propósitos tributarios, lo que importa es la condición que tienen los accionistas en la oportunidad en que se adopta el acuerdo de distribución o los dividendos se ponen a disposición. En dicho momento surgirá la obligación de retener el Impuesto a la Renta a todos los accionistas que no tengan la condición de personas jurídicas domiciliadas.

Si por alguna razón alguno de los accionistas a los que se les practicó la retención hubiera transferido sus acciones en favor de una persona jurídica domiciliada antes de la fecha de corte, ello no modifica ni deja sin efecto la obligación de retener que surgió cuando se adoptó el acuerdo de distribución, correspondiendo, en todo caso, a la empresa adquirente de las acciones solicitar la compensación respectiva a la persona que le transfirió las mismas.

2.6. El caso de las AFP

Las inversiones que las AFP realizan en el mercado de capitales con cargo a los fondos que ellas administran, generan beneficios que se encuentran inafectos al pago del Impuesto a la Renta, en atención al régimen de exención subjetivo otorgado a favor de los mismos.

En efecto, de acuerdo con lo establecido en el artículo 76 del Texto Único Ordenado de la Ley del Sistema de Administración Privado de Fondos de Pensiones, aprobado por Decreto Supremo 054-97-EF, se encuentran inafectos al Impuesto a la Renta, los dividendos, intereses, comisiones y las ganancias de capital percibidas por los fondos (fondo de pensiones, fondo complementario y fondo de longevidad) administrados por las AFP.

Asimismo, el artículo 78 del Texto Único Ordenado de la Ley del Sistema de Administración de Fondos de Pensiones, establece que el patrimonio de los fondos (fondo de pensiones, fondo complementario y fondo de longevidad) administrados por las AFP y las operaciones que se realicen con cargo a éstos, se encuentran inafectas al pago de todo tributo creado o por crearse, inclusive de aquellos que requieren de norma exoneratoria expresa.

Como consecuencia de la inafectación establecida a favor de los fondos de pensiones administrados por las AFP, no surgirá la obligación de pagar el Impuesto a la Renta por las rentas, ganancias de capital y/o dividendos derivados de las inversiones en el mercado de capitales. Dado que se trata de una inafectación, el régimen es de carácter permanente.

Ahora bien, la Cuarta Disposición Complementaria Final del Decreto Legislativo 979, establece que a partir del año 2009, estará afecto al Impuesto a la Renta todo rendimiento generado por los aportes voluntarios con fin no previsional que realicen los afiliados al Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones. Por tanto, el régimen de inafectación mencionado en los párrafos precedentes se verá restringido respecto de este tipo de rendimientos, con el fin de dotar de neutralidad al mercado una vez que las inversiones en el mercado de capitales resulten gravadas con el Impuesto a la Renta.

2.7. Derecho de los emisores a deducir como gasto los intereses que abonen a los inversionistas

El inciso a) del artículo 37 de la LIR establece que son deducibles para el cálculo de la renta neta de tercera categoría “los intereses de deudas y los gastos originados por la constitución, renovación o cancelación de las mismas siempre que hayan sido contraídas para adquirir bienes y servicios vinculados con la obtención o producción de rentas gravadas en el país o mantener su fuente productora (...)”.

La misma norma agrega que sólo son deducibles los intereses antes mencionados, en la parte que excedan el monto de los ingresos por intereses exonerados.

Si bien es lógico pensar que cuando una empresa coloca títulos representativos de deuda en el mercado de capitales es para efectuar adquisiciones de activos productivos (normalmente obligaciones de largo plazo), lo cual debería bastar para deducir como gasto los intereses, de un tiempo a esta parte la Administración Tributaria viene exigiendo a los contribuyentes que acrediten la forma en que se utilizaron los financiamientos obtenidos, exigiendo para ello que se vinculen las cuentas donde se depositan los recursos captados con los pagos desde las mismas a los proveedores de bienes y servicios.

Tal exigencia probatoria carece de fundamento legal y contable, pues no toma en cuenta que el dinero es un bien fungible, por lo que los recursos

que una empresa capta por emisiones de valores en el mercado de capitales se mezclan con los fondos provenientes de actividades propias, no pudiendo diferenciarse unos de otros al formar parte de una caja única.

Por tanto, para acreditar el destino dado a los financiamientos obtenidos, debe recurrirse a un análisis de carácter financiero, el cual constituye la prueba indirecta que acredita el uso del dinero, tal como lo ha establecido la jurisprudencia del Tribunal Fiscal. El estado de flujo de efectivo, que forma parte de los estados financieros, se convierte así en el instrumento idóneo y confiable para acreditar el destino dado a los préstamos recibidos por el contribuyente, ya que el mismo refleja las entradas y salidas de dinero en un período determinado y demuestra las necesidades de efectivo de una compañía, develando las inversiones realizadas en el curso del ejercicio.

3. VEHÍCULOS FINANCIEROS: FIDEICOMISOS Y FONDOS

Es imposible obviar la importancia que han adquirido en el mercado de capitales los fideicomisos (tanto bancarios como de titulización), los fondos de inversión y los fondos mutuos de inversión en valores, como vehículos para la realización de inversiones.

Así, los fideicomisos bancarios juegan un papel trascendental en las estructuras financieras que hacen viables las inversiones, no sólo por el grado de seguridad que ofrecen a los inversionistas al proteger los activos que son la fuente de pago de las obligaciones (aislándolos del riesgo del deudor), sino también por las distintas modalidades que pueden adoptar para adecuarse a cada transacción específica (fideicomisos de garantía, de administración, etcétera).

Del mismo modo, los fideicomisos de titulización regulados por la Ley del Mercado de Valores constituyen el medio idóneo que permite a las empresas obtener financiamientos a bajas tasas de interés, posibilitando que hagan líquidos sus activos y ofrezcan a los inversionistas un menor riesgo crediticio. Estos fideicomisos permiten, además, captar recursos para llevar a cabo grandes proyectos de inversión que generarán ingresos en el futuro, ya que posibilitan la transferencia en dominio fiduciario de los flujos futuros de la actividad económica que se busca financiar, la cual constituye la fuente de pago de los créditos obtenidos.

Pero estos fideicomisos no sólo están dirigidos a las grandes empresas. Mediante novedosas estructuras de ingeniería financiera, es posible extenderlos a medianas y pequeñas empresas que, actuando conjuntamente, pueden llegar a elaborar productos financieros titulizables luego de estandarizar las cuentas por cobrar que tienen frente a sus clientes más solventes, lográndose así el abaratamiento de los costos financieros por los créditos que requieren para su crecimiento (dado que los préstamos asumen el riesgo crediticio de los clientes de estas empresas).

Del mismo modo, el Estado puede valerse de estos vehículos para poder captar créditos revolventes que permitan multiplicar los recursos destinados al otorgamiento de financiamientos de interés público, como ocurre con los préstamos para vivienda.

Por su parte, los fondos de inversión y los fondos mutuos de inversión en valores son vehículos idóneos que permiten aglutinar capitales individuales para llevar a cabo inversiones colectivas, incrementando así la rentabilidad de los partícipes, al hacer viable la realización de importantes adquisiciones de valores con diversificación de riesgo.

El desarrollo de estos vehículos financieros no sería posible sin un adecuado marco tributario que, más que conceder exoneraciones o incentivos, otorgue neutralidad fiscal a las inversiones que se canalicen a través de los mismos, especialmente en lo que se refiere al Impuesto a la Renta.

3.1. Transparencia fiscal

Para lograr la neutralidad referida anteriormente, la LIR ha establecido un régimen de transparencia fiscal para estos vehículos financieros, conforme al cual los fideicomisos, fondos mutuos y fondos de inversión no son contribuyentes del Impuesto a la Renta, recayendo dicha condición en los fideicomitentes (o el sujeto que sea designado como tal en los fideicomisos de titulización) o en los partícipes de los fondos (a todos los cuales denominaremos en adelante, conjuntamente como “el contribuyente” o “los contribuyentes”, según corresponda).

En virtud de la referida transparencia, las rentas, ganancias de capital o utilidades que se generen por la actividad desarrollada por estos vehículos financieros, se atribuyen a los sujetos designados como contribuyentes, sin perder su condición de gravadas, exoneradas o inafectas, ni la categoría a la que corresponden.

Ello implica que cuando los contribuyentes sean personas naturales, sociedades conyugales o sucesiones indivisas, las utilidades, rentas o ganancias que les sean atribuidas por fideicomisos o fondos, constituirán beneficios de segunda categoría, salvo que se trate de rentas de naturaleza empresarial. En cambio, si el contribuyente es una persona jurídica, los rendimientos que obtenga serán siempre de la tercera categoría.

De esta manera, las rentas, ganancias de capital y dividendos se atribuyen a los contribuyentes de la misma forma y con la misma incidencia fiscal como si estos últimos hubieran realizado las inversiones de manera directa. Se elimina así cualquier distorsión que pudiera desalentar —por razones fiscales— las inversiones a través de estos vehículos, aunque ello genera una exigente labor administrativa del fiduciario o de la sociedad administradora de los fondos para distinguir la naturaleza de los beneficios que se atribuyen a los contribuyentes.

Es importante destacar que el régimen tributario establecido para estos vehículos no implica uno de transparencia perfecta, ya que no se atribuyen a los contribuyentes ingresos, costos y gastos para que éstos los registren y determinen en cabeza propia la materia imponible. Lo que atribuyen los vehículos es el resultado neto de las diversas operaciones que realizan agrupadas según su naturaleza; es decir, de renta neta, ganancia de capital, dividendos o la pérdida generada durante el ejercicio. Por tanto, son los vehículos los que deben contabilizar y registrar los ingresos que obtengan y deducir de los mismos los costos y gastos correspondientes conforme a las normas del Impuesto a la Renta, a fin de atribuir el resultado neto respectivo. El contribuyente deberá sumar o restar, según corresponda, los resultados que le sean atribuidos vía declaración jurada, a fin de liquidar y pagar el Impuesto a la Renta a su cargo.

De esta manera, los costos y gastos relacionados con las actividades generadoras de las rentas y ganancias de los vehículos, no pueden ser deducidos como egresos propios de los contribuyentes (fideicomitentes, partícipes, etcétera), sino que los mismos se deducen en cabeza de los fideicomisos y fondos en forma previa a la atribución del resultado neto. Por tanto, si un egreso no fuese deducible según las normas de la LIR por estar relacionado con la generación de rentas exoneradas por parte de los vehículos, el mismo no podría ser utilizado por el contribuyente para el cálculo de la renta neta imponible de sus actividades propias.

Ahora bien, para que los vehículos puedan deducir los costos y gastos destinados a calcular los beneficios atribuibles a los contribuyentes, no es necesario que sustenten los mismos en comprobantes de pago emitidos a su nombre, pues, como se dijo precedentemente, al no ser sujetos pasivos del Impuesto a la Renta, no cuentan con Registro Único de Contribuyentes (en adelante, “RUC”), salvo que lo hubieran obtenido por realizar operaciones gravadas con el Impuesto General a las Ventas (en adelante, “IGV”). A pesar del vacío legal existente sobre esta materia, es válido concluir de la manera antes señalada o, como alternativa práctica, optar por inscribir en el RUC a estos vehículos como contribuyentes del IGV, con lo cual el fiduciario o sociedad administradora podría recabar las facturas respectivas a su nombre (aunque esta alternativa no es viable para los fideicomisos bancarios que no son sujetos pasivos de este tributo, por lo que, eventualmente, los comprobantes podrían obtenerse a nombre del fideicomitente).

Expuesto en términos generales el régimen de transparencia fiscal aplicable a estos vehículos, en las líneas siguientes expondremos las características más importantes del mismo que resultan comunes a todos ellos, para posteriormente analizar las disposiciones específicas de mayor relevancia contenidas en la LIR para los fideicomisos bancarios y de titulización.

3.2. Características del régimen de atribución de rentas. Normas comunes a los fideicomisos y fondos

A continuación detallaremos las principales características del régimen de transparencia fiscal común a los fideicomisos y fondos previsto en la LIR y su Reglamento:

3.2.1. Cuando los fideicomisos y fondos actúan como vehículos para realizar inversiones en acciones de sociedades, bonos, cédulas hipotecarias y cualquier otro valor mobiliario, u otorgan financiamientos a terceros, las rentas que obtienen constituyen rendimiento del capital, por lo que las mismas son consideradas rentas de segunda categoría para los contribuyentes.

Así lo establece el artículo 24 de la LIR, conforme al cual son rentas de la segunda categoría “la atribución de utilidades, rentas o ganancias de capital, no comprendidas en el inciso j) del artículo 28 de la Ley, provenientes de Fondos Mutuos de Inversión en Valores, Fondos de Inversión,

Patrimonios Fideicometidos de Sociedades Titulizadoras, incluyendo las que resultan de la redención o rescate de valores mobiliarios emitidos en nombre de los citados fondos o patrimonios, y de Fideicomisos bancarios”.

Claro está que si el partícipe es una persona jurídica, la renta será considerada de la tercera categoría en aplicación de lo previsto en el inciso e) del artículo 28 de la LIR.

3.2.2. Tratándose de fideicomisos y fondos de inversión que realicen actividad empresarial, el inciso j) del artículo 28 de la LIR establece que las rentas que obtengan los respectivos contribuyentes serán de la tercera categoría (incluso para las personas naturales).

Ello implica que las utilidades, rentas o ganancias de capital que se atribuyan a los contribuyentes estarán gravadas en su totalidad con la tasa de 30% del Impuesto a la Renta, aun si el beneficiario es una persona natural, sociedad conyugal o sucesión indivisa.

Los artículos 65 y 85 de la LIR precisan que las personas naturales, sucesiones indivisas y sociedades conyugales (entendemos también las personas no domiciliadas) no están obligadas a llevar contabilidad ni a realizar pagos a cuenta mensuales por las rentas generadas por los fideicomisos y fondos de inversión empresariales, a pesar de pertenecer a la tercera categoría (la obligación de realizar tales anticipos tampoco es aplicable para las personas jurídicas domiciliadas que sean contribuyentes de dichos vehículos, conforme a lo dispuesto en el último párrafo del artículo 85 de la LIR).

El pago del Impuesto a la Renta aplicable a los fideicomisos y fondos de inversión empresariales se realiza a través del mecanismo de retención especial previsto en el artículo 73-B de la LIR, mediante la aplicación de la tasa de 30% sobre la renta neta devengada en cada ejercicio, salvo que el contribuyente se encuentre sujeto a una tasa distinta y las rentas que se le atribuyan se encuadren dentro de los supuestos establecidos para el goce de la misma (por ejemplo, correspondientes a la actividad agraria).

Dicha retención es aplicable incluso si los fideicomitentes o partícipes fueran personas jurídicas domiciliadas en el país, lo cual resulta cuestionable, toda vez que se impide a las personas jurídicas que sean contribuyentes de estos vehículos consolidar los resultados que éstos les atribuyan con las pérdidas de sus operaciones propias, lo que puede dar lugar al pago del tributo, vía la retención, a pesar de que el partícipe ha sufrido quebrantos por el conjunto de todas sus transacciones o cuenta con créditos por pagos a cuenta.

Si bien dicho partícipe podrá compensar o pedir la devolución del impuesto retenido, tal procedimiento le generará un innecesario costo financiero que desalienta el desarrollo de estos vehículos.

A pesar de que el artículo 71 de la LIR establece que se podrán suspender estas retenciones cuando el contribuyente tenga pérdidas arrastrables o pagos a cuenta en exceso, hasta el momento no se aprueba el decreto supremo que haga viable la aplicación de esta norma.

El artículo 54-A del Reglamento de la LIR contiene reglas adicionales para la aplicación de esta retención:

- a) La renta neta devengada en el ejercicio sobre la que se efectúa la retención se determina luego de deducir los costos y gastos necesarios para producirla o mantener su fuente.
- b) En el caso de que se efectúen redenciones o rescates con anterioridad al cierre del ejercicio, la retención sobre las rentas de tercera categoría se efectuará sobre la renta devengada a tal fecha, oportunidad en la que el fiduciario o la sociedad administradora deberá determinar los resultados generados hasta ese momento. El pago de la retención deberá abonarse dentro del plazo previsto para el cumplimiento de las obligaciones tributarias de periodicidad mensual.
- c) Del monto del impuesto calculado sobre el cual se aplica la retención, podrán deducirse los créditos por retenciones a cuenta en caso de redenciones o rescates parciales antes del cierre del ejercicio.
- d) La retención del impuesto, así como su pago, será efectuada por el fiduciario o la sociedad

administradora mediante declaración jurada en la forma y condiciones que señale la SUNAT.

- e) El fiduciario o las sociedades administradoras deberán presentar una declaración jurada anual respecto de cada fideicomiso o fondo que administren, señalando la renta o pérdida netas atribuibles al cierre de cada ejercicio, discriminando su condición de gravadas, exoneradas o inafectas y efectuarán el pago de la retención referida líneas arriba. Asimismo, informarán sobre las rentas rescatadas o redimidas en el curso del ejercicio anterior y las retenciones efectuadas por dicho concepto.

Dicha declaración deberá ser presentada a la SUNAT hasta la fecha de vencimiento de las obligaciones tributarias correspondientes al mes de febrero del ejercicio siguiente.

- 3.2.3. Para efectos de la atribución de rentas, el fiduciario o la sociedad administradora deberán distinguir la naturaleza de cada una de ellas, esto es su condición de gravadas, exoneradas o inafectas, así como la fuente de la cual provienen.

Es claro que si la totalidad de las rentas se encuentran exoneradas o inafectas del impuesto, no será necesario llevar a cabo la mencionada distinción.

Los dividendos u otras formas de distribución de utilidades se regirán por las reglas especiales aplicables a este tipo de beneficios y la retención del impuesto se efectuará en la forma que se indicará más adelante.

- 3.2.4. En caso los fideicomisos y fondos generen rentas gravadas de fuente peruana para los contribuyentes, la determinación de la renta neta a ser atribuida a ellos deberá efectuarse distinguiendo si se trata de personas naturales, personas jurídicas domiciliadas y sujetos no domiciliados de la siguiente manera:

- a) Tratándose de contribuyentes que tengan la condición de personas naturales, sociedades conyugales o sucesiones indivisas, domiciliadas en el país, la renta neta de segunda categoría atribuible a ellos será equivalente a las rentas brutas gravadas generadas por los fideicomisos y fondos, menos la deducción de 10% por todo concepto establecida en el artículo 36 de la LIR. Ello implica que los gastos de administración del fideicomiso o fondo u otros egresos incurridos para la generación de las rentas gravadas, no serán deducibles para la determinación de la renta neta atribuible a este tipo de contribuyentes, quedando, en todo caso, subsumidos dentro del porcentaje de gasto *flat* antes señalado.
- b) Tratándose de contribuyentes que tengan la condición de personas jurídicas domiciliadas, la renta neta de tercera categoría atribuible será equivalente a las rentas brutas gravadas menos la deducción de todos los gastos necesarios para producirlas, de conformidad con el artículo 37 de la LIR. Por tanto, respecto de la renta atribuible a estos contribuyentes, podrán deducirse los gastos de administración del fideicomiso y del fondo y otros egresos vinculados a la obtención de la renta gravada, aunque en forma proporcional a la participación de las personas jurídicas domiciliadas en dichos vehículos (esta norma es básicamente aplicable para los fondos mutuos y fondos de inversión)⁵.
- c) En el caso de contribuyentes no domiciliados (personas naturales o jurídicas), no obstante que no existe disposición alguna en el Reglamento, atendiendo a la línea de neutralidad seguida por éste y a lo previsto en los incisos b) y d) del artículo 76 de la LIR (que no admiten deducción alguna por rentas de segunda y tercera categoría abonadas a sujetos no domiciliados), la renta neta atribuible a ellos será equivalente a las rentas brutas sin ningún tipo de deducción⁶.

⁵ A pesar de que el Reglamento no contiene ninguna norma al respecto, en el caso de fondos es posible sostener que de las rentas que se atribuyan a los partícipes que sean personas jurídicas domiciliadas, sólo podrá deducirse la parte de los gastos proporcionales a su participación en el fondo, toda vez que la parte de los egresos correspondientes a la participación de las personas naturales sería deducida dentro del porcentaje *flat* que la LIR les reconoce (en el caso de sujetos no domiciliados no se admite deducción alguna).

⁶ Salvo el costo del capital invertido, como lo establece el inciso g) del artículo 76 de la LIR, y que en el caso de los fideicomisos y fondos se traduce, en nuestra opinión, en el costo computable de las inversiones que realicen.

d) Tratándose de beneficios derivados de la enajenación de bienes, las rentas brutas o ganancias de capital, según sea el caso, atribuibles a cualquiera de los contribuyentes (ya sean personas naturales o jurídicas, domiciliadas o no), se determinarán luego de la deducción del costo computable correspondiente, como lo establece el numeral 1 del inciso b) del artículo 18-A del Reglamento.

e) La deducción de pérdidas de capital que provengan de la enajenación de bienes de capital tendrá el siguiente tratamiento:

- En primer lugar, tales pérdidas se compensarán con las ganancias de capital obtenidas por otras operaciones.

Si dicha compensación arroja un resultado positivo, se adicionará al resultado neto de los demás beneficios a ser atribuidos a los contribuyentes.

- Si el resultado de la compensación mencionado en el literal anterior arrojara un resultado negativo o no existieran ganancias de capital contra las cuales compensar las pérdidas, se deberá actuar de la manera siguiente:

i) Si el contribuyente es una persona jurídica (entendemos domiciliada, aunque el Reglamento no hace tal distinción pero ella se colige de la LIR), la pérdida sufrida se consolidará al resultado neto de las otras rentas derivadas del fideicomiso o fondo o, en su caso, se compensará con las rentas propias de su giro de negocio.

ii) Si el contribuyente es una persona natural, sociedad conyugal o sucesión indivisa, la pérdida resultante sólo será atribuible si se deriva de la enajenación de inmuebles realizada por los fideicomisos o fondos de inversión (en consecuencia, en el caso de fondos mutuos, por la propia naturaleza de sus inversiones en valores, nunca se podrá atribuir pérdidas a los partícipes que tengan la condición señalada en este acápite).

f) Tratándose de la atribución de dividendos u otras formas de distribución de utilidades efectuadas por personas jurídicas a favor de los fideicomisos y fondos, la retención al contribuyente deberá efectuarse con la tasa

de 4.1%, siempre que éste sea una persona jurídica no domiciliada o una persona natural, sucesión indivisa o sociedad conyugal.

3.2.5. Adicionalmente, deberá atribuirse a los contribuyentes la renta neta de fuente extranjera obtenida por los fideicomisos y fondos, la cual se determinará de conformidad con el artículo 51-A de la LIR (esto es, que de las rentas brutas de fuente extranjera se deducirán los gastos necesarios para producirla y mantener su fuente).

Dichas rentas de fuente extranjera sólo estarán sujetas al impuesto en el Perú tratándose de contribuyentes que tengan la condición de domiciliados. Si son entidades no domiciliadas o sucursales, agencias o establecimientos permanentes en el país de sujetos del exterior, tales rentas no estarán afectas al pago del tributo, dado que estos contribuyentes sólo se encuentran gravados por sus rentas de fuente peruana.

3.2.6. El artículo 29-A de la LIR establece que las utilidades, rentas o ganancias de capital provenientes de fideicomisos y fondos, se atribuirán a los contribuyentes al cierre del ejercicio, previa deducción de los gastos o pérdidas generadas.

Sin embargo, dado que el artículo 57 de la propia LIR señala que las rentas de segunda categoría se imputan al ejercicio gravable en el que se perciben, puede interpretarse que el legislador ha distinguido entre atribución e imputación de rentas, por lo que cabe concluir que la obligación de pagar el Impuesto a la Renta de segunda categoría y aplicar la retención respectiva, surgirá en la oportunidad en que el contribuyente –que tenga la condición de persona natural, sociedad conyugal o sucesión indivisa– efectúe la redención de su certificado de participación en el fondo o perciba el pago de utilidades, rentas o ganancias de capital.

En efecto, el Reglamento de la LIR aclara que la atribución al cierre del ejercicio de los beneficios derivados de las inversiones en los fideicomisos y fondos mencionada en el artículo 29-A de la LIR, sólo se refiere a la distribución proporcional de los resultados obtenidos por estos vehículos entre sus contribuyentes, lo cual no genera la obligación de pagar el impuesto en dicha oportunidad.

En tal sentido, el Reglamento precisa que la obligación de pagar el Impuesto a la Renta por parte de los contribuyentes surgirá de conformidad con las reglas de imputación previstas en el artículo 57 de la LIR, conforme a las cuales las rentas de segunda categoría atribuidas a las personas naturales, sociedades conyugales y sucesiones indivisas tributan conforme al criterio de lo percibido, mientras que las asignadas a las personas jurídicas lo hacen según el criterio de lo devengado.

No obstante que el Reglamento no hace mención a los contribuyentes que tengan la condición de sujetos no domiciliados, consideramos que éstos deben pagar el impuesto cuando perciban los beneficios generados por los fideicomisos y fondos, toda vez que de acuerdo con el artículo 76 de la LIR el criterio de imputación que les resulta aplicable es el de lo percibido.

3.2.7. El mismo artículo 29-A de la LIR señala que los fideicomisos y fondos deberán atribuir a los contribuyentes las pérdidas netas y los créditos por Impuesto a la Renta generados por impuestos pagados en el exterior, determinados de acuerdo al inciso e) del artículo 88 de la Ley.

El inciso c) del artículo 18-A del Reglamento establece que el Impuesto a la Renta abonado en el exterior por rentas de fuente extranjera obtenidas por los fideicomisos y fondos deberá atribuirse a los contribuyentes en proporción a su participación en dichos vehículos, para que cada uno de ellos calcule el importe de su crédito considerando la totalidad de las rentas obtenidas en el ejercicio.

3.2.8. Finalmente, entre las obligaciones formales que deben ser cumplidas por los fiduciarios y las sociedades administradoras de los fondos, cabe mencionar las siguientes:

- a) Emitir un **certificado de atribución de rentas** a los contribuyentes, en el que se discrimine las rentas que se asignan a éstos, las rentas netas de fuente extranjera, las pérdidas sufridas –de ser el caso– y el Impuesto a la Renta abonado en el exterior.

Dicho certificado deberá ser entregado a los contribuyentes hasta el último día de vencimiento previsto en el calendario de cumpli-

miento de las obligaciones tributarias mensuales correspondientes al mes de febrero del ejercicio siguiente al que corresponden las rentas.

El certificado de atribución de rentas también comprenderá el monto de las rentas rescatadas o redimidas con anterioridad al cierre del ejercicio y deberá entregarse conjuntamente con el certificado de retenciones del Impuesto a la Renta correspondiente.

- b) El inciso h) del artículo 47 del Reglamento establece que los fiduciarios y las sociedades administradoras de los fideicomisos y fondos deberán presentar una declaración jurada anual respecto de cada vehículo que administren, señalando los importes abonados a cada uno de los contribuyentes y los impuestos retenidos durante el ejercicio gravable anterior.

Dicha declaración deberá ser presentada a la SUNAT hasta la fecha de vencimiento de las obligaciones tributarias correspondientes al mes de febrero del ejercicio siguiente.

Cabe indicar que la presentación de esta información a la SUNAT se encuentra exceptuada de la reserva bursátil prevista en el artículo 47 de la Ley del Mercado de Valores, conforme a lo previsto en la Segunda Disposición Final de la Ley 28655.

3.3. Normas específicas para el caso de los fideicomisos

La LIR contiene disposiciones específicas que regulan el régimen de los fideicomisos bancarios y de los fideicomisos de titulización. Así, el artículo 14-A de la LIR establece que en el caso del fideicomiso bancario regulado por la Ley 26702, las utilidades, rentas o ganancias de capital que se obtengan de los bienes y/o derechos transferidos en dominio fiduciario, serán atribuidas al fideicomitente, quien asume la condición de contribuyente del Impuesto a la Renta.

En estos patrimonios, el fiduciario es responsable solidario del pago del impuesto en su calidad de administrador del patrimonio, conforme a lo dispuesto en el artículo 16 del Código Tributario.

En cambio, tratándose del fideicomiso de titulización regulado por la Ley de Mercado de Valores, las utilidades, rentas o ganancias de capital que

se generen serán atribuidas a los fideicomisarios, al originador o fideicomitente o a un tercero, según se establezca en el acto constitutivo. Como puede verse, se establece un régimen flexible para la designación del contribuyente según la naturaleza del fideicomiso, lo cual debe constar expresamente en el documento de constitución del mismo. Sin embargo, es evidente que la designación del contribuyente debe coincidir con el beneficiario de las rentas.

Ahora bien, de acuerdo con lo establecido en el artículo 14-A de la LIR, para fines del Impuesto a la Renta se distinguen las siguientes modalidades de fideicomisos que generan distintas consecuencias tributarias:

a) Fideicomisos con retorno⁷

Son aquellos fideicomisos en cuyo acto constitutivo se establece que el bien o derecho transferido retornará al originador o fideicomitente en el momento de la extinción del patrimonio fideicometido.

Según la exposición de motivos de la norma que introdujo esta modificación en la LIR, para que un fideicomiso sea considerado con retorno, se requiere de mención expresa en el acto constitutivo. Conforme a dicha exposición, si en el acto constitutivo no se establece ninguna referencia al destino de los bienes, se considerará que el fideicomiso es sin retorno.

Sin embargo, el retorno o no de los activos puede determinarse por vía indirecta, esto es por el análisis de las estipulaciones contempladas en el acto constitutivo que permitan establecer la intención de las partes sobre el destino de los bienes; aunque claro, siempre es preferible que ello fluya de manera expresa.

En este tipo de fideicomisos, la transferencia de los activos surte plenos efectos (esto es, que pasan a la esfera patrimonial del fideicomiso para fines tributarios), aunque los resultados que se generen por dicha transferencia y por el retorno de los activos a la extinción del patrimonio, se encuentran inafectos del Impuesto a la Renta.

Si los activos no retornan al fideicomitente, originalmente se estableció que éste debía recalcular el Impuesto a la Renta del período en el que se efectuó la transferencia fiduciaria, considerando como valor de enajenación el valor de mercado a tal fecha y como costo computable el que mantenían registrado contablemente (lo cual obligaba a presentar una declaración rectificatoria).

Esta disposición ha sido adecuadamente modificada por la Ley 28655, la cual ha establecido que si los bienes no retornan, la transferencia deberá ser reconocida por el fideicomitente (a favor del fideicomiso), en el ejercicio en que se enajenen los bienes a los terceros.

Sin embargo, esta regla no operará y el fideicomitente deberá recalcular el impuesto del ejercicio en que se transfirieron los bienes en dominio fiduciario si se presenta cualquiera de los siguientes supuestos: i) la transferencia al tercero se realiza sin observar las reglas de valor de mercado; ii) se denota la "intención" de diferir el pago del impuesto conforme a lo que establezca el reglamento, sin perjuicio de la aplicación de la Norma VIII del Título Preliminar del Código Tributario (constituyendo una cláusula especial antielusión); iii) se transfieran los activos a partes vinculadas; y, iv) la enajenación se realiza desde, hacia o a través de paraísos fiscales.

b) Fideicomiso sin retorno⁸

En estos casos, la transferencia de activos en dominio fiduciario es considerada como enajenación para fines del Impuesto a la Renta desde el momento en que se efectúe la misma, por lo que los resultados que se generen por estas operaciones (ganancia o pérdida) son computables para propósitos de este tributo.

Cabe indicar que es posible que un mismo fideicomiso cuente simultáneamente con activos transferidos en dominio fiduciario con y sin retorno, en cuyo caso los resultados que se deriven de los primeros estarán inafectos al pago del Impuesto a la Renta, mientras que los que se originen en los segundos serán computables para efectos de este tributo. Ello es perfectamente

⁷ Según el Reglamento de la LIR "por retorno del bien y/o derecho se entiende el retorno del mismo bien o derecho previsto en el acto constitutivo. Cuando el retorno es el producto de la enajenación o cobranza de tales bienes y/o derechos el Fideicomiso se entenderá celebrado en la modalidad sin retorno" (inciso c) del artículo 5-A del Reglamento de la LIR) (el subrayado es agregado).

⁸ Se entiende que son fideicomisos sin retorno, aquellos en los que se transfieren carteras de créditos, excepto en el caso que las carteras de crédito retornen sin realizarse o sean materia de sustitución, caso en el cual serán tratadas en la modalidad con retorno (inciso d) del artículo 5-A del Reglamento de la LIR).

viable al no existir ninguna restricción en la ley tributaria que exija que los patrimonios fideicometidos deban de incorporar, excluyentemente, activos transferidos con o sin retorno.

c) Fideicomiso en garantía

De acuerdo con el artículo 14-A de la LIR, se considera fideicomiso en garantía a aquel patrimonio que sirva de garantía de cumplimiento del pago de valores, créditos o cualquier otra obligación.

En estos casos, la transferencia de los activos no genera efecto tributario alguno, pues, para propósitos del Impuesto a la Renta, se entiende que los activos continúan en la esfera patrimonial del fideicomitente, quien será el contribuyente por las rentas gravadas que generen los mismos.

Excepcionalmente, en estos fideicomisos la transferencia fiduciaria será tratada como enajenación (realizada por el fideicomitente) cuando se ejecute la garantía (desde el momento de dicha ejecución) o se produzcan los supuestos presuntivos de transferencia desde el momento de la constitución del patrimonio, previstos para el caso de los fideicomisos con retorno.

d) Fideicomiso de flujos futuros

De acuerdo con el último párrafo del artículo 14-A de la LIR, tratándose de este tipo de patrimonios fideicometidos, la transferencia fiduciaria de los flujos futuros de efectivo se sujetará a las normas aplicables a los fideicomisos con o sin retorno, según sea el caso.

En estos casos, será deducible la pérdida constituida por la diferencia entre el valor de transferencia de los flujos y el valor de retorno, la cual será reconocida en la misma proporción en la que se devengan los flujos futuros (inciso y) del artículo 37 de la LIR).

El inciso t) del artículo 21 del Reglamento de la LIR aclara que la pérdida antes indicada está constituida por la diferencia entre el valor de transferencia del flujo futuro de efectivo, proyectado por todo el período de duración del contrato del fideicomiso y el valor de retorno o

importe efectivo obtenido como producto del contrato de fideicomiso, excluyéndosele todo monto destinado a servir de colateral. Por tanto, la pérdida está constituida por el gasto financiero del fideicomiso, la cual se deduce en función a los períodos en que se devenga este último.

e) Fideicomiso testamentario

En el caso de estos fideicomisos, por su propia naturaleza, los contribuyentes del Impuesto a la Renta son los fideicomisarios que resulten beneficiarios de las utilidades, rentas o ganancias generadas por los bienes o derechos transferidos. Estos fideicomisos se entienden constituidos desde la apertura de la sucesión.

4. INSTRUMENTOS FINANCIEROS HÍBRIDOS: BONOS PERPETUOS Y OPERACIONES DE REPORTE

4.1. Marco conceptual

La doctrina tributaria internacional denomina instrumentos financieros híbridos a los valores que reúnen simultáneamente características de títulos representativos de deuda y de títulos de inversión (capital).

Al respecto, James Duncan señala que un instrumento financiero híbrido es aquél “que tiene características económicas que son incoherentes, en su totalidad o en parte, con la clasificación que suscita su forma jurídica. Ese instrumento puede poseer características que sean coherentes con más de una clasificación fiscal o que no sean claramente coherentes con ninguna (...) (por ejemplo, obligaciones convertibles y participantes en deuda, que son denominadas como deuda, pero que tienen características significativas de fondos propios)”⁹.

El mismo Duncan añade, al analizar ciertos ejemplos de instrumentos híbridos, que “en algunos países es posible emitir instrumentos que no tienen un vencimiento declarado y que, sin embargo, se clasifican como deuda para fines fiscales. En otros países, el derecho a la devolución del dinero después de un determinado plazo es una característica indispensable de todas las obligaciones de deuda y el compromiso

⁹ DUNCAN, James. “Ponencia General sobre el Tratamiento Tributario de los Instrumentos Financieros Híbridos en Transacciones Internacionales del Congreso Mundial de la International Fiscal Association (IFA) celebrado en Munich en el año 2000”. En: Cahiers de Droit Fiscal International. Volumen LXXXV. p. 69.

permanente de entrega de los fondos a una empresa se considera una inversión en acciones, sin tener en cuenta si otras condiciones guardan más parecidos con el activo o con la deuda. Sin embargo, en la mayoría de los casos, los bancos y otras entidades reglamentadas emiten obligaciones de deuda perpetua a fin de impulsar su capital sobre una base deducible de impuestos”¹⁰.

El problema que generan los instrumentos financieros híbridos consiste en su calificación como títulos de deuda o de inversión, pues de ello depende la determinación de las consecuencias tributarias que se atribuirán a los mismos y que, en la mayoría de los casos, son sustancialmente diferentes.

Así, en el Perú por ejemplo, los intereses por deudas son deducibles para el cálculo del Impuesto a la Renta del emisor, mientras que los rendimientos del capital (dividendos) no constituyen gasto para aquél.

La doctrina reconoce la dificultad que ofrece la calificación de estos instrumentos como deuda o capital. Contribuye a ello la falta de una posición uniforme de la jurisprudencia de los diversos países que han analizado estos instrumentos y que permita establecer pautas claras para calificarlos en uno u otro sentido.

Así, por ejemplo, “en la legislación y jurisprudencia argentinas, incluso si los préstamos son otorgados por una parte conexas extranjera, se consideran como tales a menos que no destaquen manifiestamente los elementos de capital propio. En un pequeño número de casos, los instrumentos mixtos poseídos por contribuyentes argentinos y considerados teóricamente como préstamos han sido recalificados como fondos propios, en particular en el contexto de las treguas fiscales”¹¹. Por su parte, en Inglaterra, “los intereses a pagar por préstamos con características de recursos propios no son totalmente deducibles. En particular, los intereses pagados por una compañía

inglesa a otra extranjera no son deducibles cuando dependan de los resultados del emisor, el certificado tenga un vencimiento superior a 50 años y el tenedor sea socio, los títulos sean obligaciones convertibles sin cotización en bolsa, o los títulos que generen los intereses estén ligados a acciones”¹².

Los especialistas coinciden en que para calificar estos instrumentos debe atenderse, en primer lugar, al tratamiento legislativo que el ordenamiento común haya dado a los mismos. En su defecto, corresponde aplicar el principio de sustancia sobre la forma en los regímenes en que esté permitido, debiendo el intérprete tomar en consideración las características más significativas del instrumento¹³ y analizar la finalidad económica perseguida con el mismo, para, en función de ello, encajillarlo dentro de la figura jurídica a la que más se asemeje.

A fin de profundizar la problemática que generan los instrumentos financieros híbridos trayéndola al ámbito local, a continuación analizaremos el caso de los bonos perpetuos que las empresas del sistema financiero se encuentran facultadas a emitir y que tienen simultáneamente características de títulos representativos de deuda y de inversión, para establecer sus consecuencias tributarias.

Igualmente, analizaremos el caso de las operaciones de reporte, respecto de las cuales existe la problemática de tratarlas como financiamientos o transacciones de compraventa para fines tributarios. De la conclusión a la que se llegue sobre su naturaleza jurídica, dependerá el tratamiento fiscal que les resulte aplicable.

4.2. Bonos perpetuos emitidos por empresas del sistema financiero

En el Perú, los bonos perpetuos se encuentran regulados de manera expresa en el artículo 233 de la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la

¹⁰ Ibid. p. 72.

¹¹ GOTLIB, Gabriel. En: Cahiers de Droit Fiscal International. Volumen LXXXV. p. 107.

¹² PENNEY, Mark. En: Cahiers de Droit fiscal International. Volumen LXXXV. p. 664.

¹³ En este sentido, Gabriel Gotlib señala que “los elementos que se toman en cuenta para favorecer la calificación como capital en préstamo son los siguientes: (a) relación préstamo-capital propio razonable; (b) existencia de garantías reales; (c) existencia de un día de vencimiento y pago efectivo en esa fecha; (d) ninguna dependencia respecto al pago de rentabilidad del deudor; (e) tasa de interés razonable y otras condiciones, tales como las modalidades de financiación, que hacen que la transacción sea una financiación de préstamo en condiciones de plena competencia; (f) fuente de financiación que no procede de partes ligadas al prestatario; (g) ausencia de derechos de voto para los prestadores; (h) ausencia de derechos sobre el producto, excepto los derivados del estatuto del prestador; en caso de liquidación del prestatario por los prestadores”. GOTLIB, Gabriel. Op. cit. p. 103.

Superintendencia de Banca y Seguros (Ley 26702).

Esta norma faculta a las empresas del sistema financiero a emitir bonos subordinados no redimibles, los cuales son parte del patrimonio por el íntegro de su valor, siempre que cumplan con las características que dicha norma establece.

Estos bonos tienen simultáneamente características propias de instrumentos de deuda (generan rendimientos constituidos por un interés fijo que no depende de los resultados del emisor) y de títulos de inversión (no son redimibles, forman parte del patrimonio del Banco y su pago se encuentra subordinado al cumplimiento de otras obligaciones).

No obstante sus características contradictorias, puede concluirse que estos bonos deben ser calificados, para propósitos tributarios, como instrumentos representativos de deuda y, a partir de ello, otorgarles el tratamiento fiscal que les corresponde (deducción como gasto de los intereses que se paguen a los tenedores y, en su caso, retención del Impuesto a la Renta por las sumas que reciban los inversionistas no domiciliados a título de retribución por el préstamo otorgado).

Ello en vista de que existe una norma legal expresa que califica como títulos de deuda a este tipo de instrumentos, no obstante que los mismos se emiten a perpetuidad (artículo 233 de la Ley 26702). Por tanto, al haberse determinado legislativamente la naturaleza de este tipo de instrumentos (títulos de deuda), la calificación tributaria de los mismos debe ceñirse a lo previsto en la Ley de la materia, al no existir disposición en contrario en las normas del Impuesto a la Renta.

Es importante mencionar que la Ley 26702 no condiciona a que la emisión de los bonos perpetuos se realice a favor de sujetos no vinculados, por lo que los accionistas de las empresas del sistema financiero válidamente pueden asumir la condición de tenedores de estos títulos manteniendo la relación jurídica acreedor-deudor que reconoce la Ley de Bancos.

SUNAT no podría invocar legalmente la Norma VIII del Título Preliminar del Código Tributario para recalificar la deuda como inversión, toda vez que, precisamente, la calificación jurídica del instrumento dada por la Ley 26702 permite concluir que efectivamente se trata de un título representativo de deuda y no de inversión.

Además, fuera de la perpetuidad, no existen otros elementos típicos de una operación de inversión que pudieran llevar a SUNAT a sustentar válidamente que los bonos perpetuos a que se refiere la Ley 26702 no constituyen títulos de deuda¹⁴.

4.3. Operaciones de reporte

La LIR no ha dispuesto un tratamiento específico para las operaciones de reporte bursátil. Según la doctrina mercantil, éstas pueden recibir el tratamiento de operaciones de financiamiento (préstamo) o de simples enajenaciones.

A pesar de existir diferentes posiciones doctrinarias sobre la naturaleza jurídica de las operaciones de reporte bursátil, el Reglamento de Operaciones en Rueda de Bolsa aprobado por Resolución CONASEV 021-99-EF/94.10 y modificado por Resolución CONASEV 049-2000-EF/94.10, trata a estas operaciones como venta y compra simultáneas.

Según el artículo 34 de la Resolución CONASEV 021-99-EF/94.10, las operaciones de reporte comprenden una venta de valores a ser liquidada dentro del plazo y una simultánea compra a ser liquidada dentro del plazo pactado, por la misma cantidad y especie de valores y a un precio determinado.

Tales operaciones suponen una enajenación, de tal manera que el beneficio del transferente tiene naturaleza de ganancia de capital y, por ello, goza de la exoneración establecida en el artículo 19 inciso I) de la LIR, en la medida en que se trata de valores mobiliarios inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores y que la transacción se realiza a través de mecanismos centralizados de negociación.

¹⁴ Así, por ejemplo, consideramos que SUNAT podría invocar con fundamento la referida Norma VIII en caso de que, desde un primer momento, los bonos se emitieran a favor de los accionistas de la empresa del sistema financiero y, adicionalmente, el rendimiento de los mismos se fijara en un monto equivalente a las utilidades que genere el emisor, o se otorgara derechos políticos a los titulares de los valores, entre otras características propias de los aportes de capital.

Sin embargo, siendo consecuentes con la línea interpretativa expuesta, los dividendos y otros beneficios que generen las acciones reportadas, corresponden al reportante, es decir, al adquirente de los valores mobiliarios en la operación de reporte bursátil, por lo que si éste tuviera la condición de persona jurídica no domiciliada o persona natural, sucesión indivisa o sociedad conyugal, domiciliadas o no en el país, corresponderá al emisor de las acciones practicar la retención del Impuesto a la Renta que grava los dividendos.

El sustento de dicha conclusión se encuentra en el literal a) numeral 1) del artículo 36 del Reglamento de Operaciones en Rueda de Bolsa que indica que “en el caso de dividendos, el reportante deberá entregar al reportado, al vencimiento de la operación o en la fecha de entrega si ésta última fuera posterior al vencimiento, una compensación económica por el importe del dividendo”. Es decir, los dividendos como tales no corresponden al reportado, sino al reportante, quien está obligado a transferir al primero sólo una suma equivalente al dividendo, importe que no tiene la naturaleza de dividendo para fines tributarios.

Distinta es la regulación prevista por la Superintendencia de Banca y Seguros para las operaciones de reporte que realizan las empresas del sistema financiero respecto de títulos representativos de deuda (bonos).

Así, la Resolución SBS 1067-2005 de 19 de julio de 2005, distingue dos tipos de operaciones de reporte:

- a) Operaciones de reporte y pactos de recompra que representan una transferencia de propiedad (artículo 3) si el reportante o adquirente puede negociar o intercambiar los valores objeto de la operación y se le transfieren los beneficios y riesgos asociados a dichos valores¹⁵.
- b) Operaciones de reporte y pactos de recompra que representan un préstamo garantizado (artículo 4) si el reportante o adquirente no puede negociar o intercambiar los valores objeto de la operación y/o el reportado o transferente mantiene los beneficios y riesgos asociados a dichos valores¹⁶.

De acuerdo con esta resolución, sólo las primeras operaciones podrían ser consideradas como transacciones de compraventa y, por tanto, sólo éstas podrían generar ganancias de capital exoneradas del Impuesto a la Renta de cumplir con los requisitos previstos en el inciso l) del artículo 19 de la LIR. Las otras operaciones calificadas como financiamientos –exclusivamente cuando son realizadas por empresas del sistema financiero y están referidas a títulos representativos de deuda– generarán intereses sujetos al régimen fiscal correspondiente a estos rendimientos.

Empero, la Tercera Disposición Complementaria y Final del Decreto Legislativo 979 (vigente a partir del 1 de enero de 2008) ha señalado expresamente que:

“Para los fines de la Ley, las operaciones de reporte o los pactos de recompra definidas en el Reglamento de Operaciones de Reporte y Pactos de Recompra aprobado por la Resolución SBS 1067-2005, o norma que lo sustituya, generan rentas de naturaleza similar a un interés. Dichas rentas se encuentran gravadas para el reportante o adquirente y constituirán gastos financieros deducibles para el reportado o transferente. Asimismo, para los fines de la Ley, los intereses provenientes de los valores subyacentes durante la operación de reporte o el pacto de re-compra, constituirán renta gravable del reportado o transferente”.

Por tanto, todas las operaciones de reporte que realicen las empresas del sistema financiero al amparo de la Resolución de la SBS antes mencionada (circunscrita a títulos representativos de deuda), serán consideradas como financiamientos, generando intereses sujetos al pago del Impuesto a la Renta.

Sin embargo, conviene reiterar que esta disposición no alcanza a las operaciones de reporte bursátil reguladas por la Resolución CONASEV 021-99-EF/94.10, las mismas que continuarán siendo consideradas como compraventa para fines tributarios, ya sea que las mismas tengan por objeto la negociación de títulos representativos de deuda o de inversión.

¹⁵ Para estos efectos, la norma señala que se considera que el reportante o adquirente puede negociar o intercambiar los valores objeto de la operación, si se encuentra contractualmente facultado para ello y si puede adquirir un valor del mismo tipo al negociado o intercambiado en el mercado para devolverlo al reportado o transferente. Agrega que sólo se permitirá considerar que una operación de reporte representa una transferencia de propiedad cuando la contraparte sea una cámara de compensación.

¹⁶ Se considera que el reportante o adquirente no puede negociar o intercambiar los valores objeto de la operación si no se encuentra contractualmente facultado para ello y/o si no puede adquirir un valor del mismo tipo al negociado o intercambiado en el mercado para devolverlo al reportado o transferente.

FUSIONES, ADQUISICIONES Y LA INFORMACIÓN EN EL MERCADO DE VALORES

José Antonio Payet Puccio*

Información material. Información en reserva. Insider trading. Deber de confidencialidad. Especulaciones respecto de fusiones y adquisiciones futuras. Las cotizaciones en un mercado de valores constantemente están sujetas a distintos factores, que, en cierta medida, el emisor no puede controlar. La información respecto de las operaciones futuras de los emisores, en este contexto, determina casi siempre fluctuaciones imprevistas. La regulación nacional al respecto parece no prever todos los supuestos posibles o resulta, en muchos casos, contradictoria. El universo de problemas que plantea este tema puede llevarnos a confusiones si no contamos con los criterios adecuados.

En un artículo imprescindible, el autor nos muestra el actual panorama global del manejo de la información relevante en el mercado de valores, sus límites, problemática más frecuente; así como sugerentes soluciones.

* Abogado por la Pontificia Universidad Católica del Perú. Master en Derecho por la Universidad de Harvard. Socio del Estudio Payet, Rey & Cauvi Abogados.

El jueves 24 de mayo de 2007, Peru Copper Inc., una empresa minera “junior” cuyas acciones se negocian en la Bolsa de Valores de Toronto, en la American Stock Exchange y en el segmento de capital de riesgo de la Bolsa de Valores de Lima, anunció la celebración de “un contrato de exclusividad con un tercero para facilitar las conversaciones con el mismo en relación con una posible transacción que puede involucrar la adquisición de la compañía u otras transacciones de sustancial importancia”. Añadió que el período de exclusividad terminaba el 28 de mayo de 2007, y que “no hay seguridad de llegar a un acuerdo sobre alguna transacción”. Al día siguiente las acciones de Peru Copper Inc. dieron un salto en la bolsa. Al cierre de las negociaciones de ese día, Reuters informaba que “las acciones de la minera Peru Copper cerraron extraoficialmente el viernes con una alza de 11,21 por ciento en la bolsa peruana, por un acuerdo de exclusividad con un “tercero” para facilitar conversaciones hacia su posible compra”. El martes 29 de mayo, Peru Copper emitió un nuevo comunicado informando que “el periodo de exclusividad que se informó anteriormente, otorgado a un tercero para facilitar las conversaciones, ha expirado sin que se alcancen acuerdos respecto a precios o a plazos”. Añadió asimismo que “no hay seguridad de que pueda concretarse acuerdo alguno sobre precios o plazos con un tercero o con cualquier otro” y que “Peru Copper continúa evaluando alternativas estratégicas para maximizar el valor de participación de su Proyecto de Cobre Toromochó”. Ese mismo día, Reuters informaba “Acciones de minera Peru Copper se desploman en Bolsa de Lima”, señalando que a las 9:32 de la mañana la acción había caído ya un 14,21 por ciento¹.

Los hechos relatados ilustran la gran importancia que tiene la información respecto de fusiones, adquisiciones y otras transacciones similares en el caso de empresas cuyas acciones se negocian en mercados públicos. La sola perspectiva de un acuerdo de venta de la compañía, o la existencia de negociaciones sobre una posible fusión, pueden determinar un cambio sustancial en las percepciones de los inversionistas sobre las acciones de la empresa y, en consecuencia, afectar

significativamente la cotización del valor. Como señalan Gao y Oler, “el anuncio de una adquisición societaria es una noticia de gran importancia que tiene un impacto significativo en el precio de las acciones de la empresa objetivo. Comparada con otras actividades corporativas, como por ejemplo anuncios recurrentes sobre utilidades, una adquisición es un evento mucho menos predecible, y todavía menos predecible es la fecha exacta del anuncio sobre la adquisición. Dado que las primas que se pagan en las adquisiciones societarias son generalmente positivas en monto importante, la anticipación y excitación alrededor de una adquisición pueden ser significativas. Hay un incentivo sustancial para que los inversionistas identifiquen empresas objeto de adquisiciones y tomen posiciones largas en sus acciones antes del anuncio (...)”².

La gran importancia que este tipo de transacciones tiene normalmente en el precio de los valores de una empresa subraya el carácter “material” que la información respecto de ellas revestirá usualmente. Por otro lado, el hecho de que las fusiones o adquisiciones sean con frecuencia el resultado de un proceso largo, complejo y plagado de incertidumbres, plantea la difícil cuestión de determinar en qué momento existe un grado de probabilidad tal de una operación concreta que la información respecto de ella adquiera relevancia desde el punto de vista regulatorio. También es necesario tener en cuenta la confidencialidad que muchas veces es requisito para la exitosa concreción de una operación de adquisición o venta de una empresa y los peligros que puede traer la revelación prematura de información. A la misma vez, la existencia de información material no revelada genera el riesgo de una utilización indebida, con las consecuencias que se atribuyen normativamente al “*insider trading*”. Todo ello presenta una compleja problemática desde el punto de vista de la regulación del mercado de valores.

La información, su calificación, posesión, uso y revelación, es el objeto fundamental de la regulación del mercado de valores. Por ello, se comprende fácilmente la trascendencia que la información sobre operaciones de fusión o

¹ El 11 de junio, Peru Copper Inc. anunció que había celebrado un acuerdo definitivo con Aluminum Corporation of China mediante el cual ésta última se comprometía, sujeto a ciertos términos y condiciones, a efectuar una oferta para comprar el 100% de las acciones de Peru Copper Inc., a un precio de \$ 6.60 por acción, precio que representa una prima de 21% con respecto de la cotización promedio ponderada de los veinte días de rueda anteriores al 23 de mayo de 2007.

² GAO, Yuan y Derek OLER. “Trading in target stocks before takeover announcements”. Consultado en: www.indiana.edu/~aisdept/people/files/Oler/takeover%20Oct%2026_04_withident.pdf.

adquisición societaria tiene desde el punto de vista regulatorio. En este artículo abordaré algunas de las principales cuestiones que, desde el punto de vista de la regulación de la información en el mercado de valores, se plantean respecto de la información sobre las fusiones y adquisiciones. Para ello repasaré en primer lugar brevemente el proceso que habitualmente siguen las operaciones de adquisición o venta de empresas, para luego abordar los conceptos o conjuntos normativos fundamentales en el contexto de las operaciones de fusión o adquisición: el concepto de materialidad, la obligación de informar, la prohibición del *insider trading*, y los requisitos para que se configure la responsabilidad. Finalmente, discutiré algunos aspectos particulares que se dan en operaciones que se realizan por medio de, o dan lugar a, una oferta pública de adquisición.

I. EL PROCESO DE FUSIÓN, ADQUISICIÓN O VENTA

Normalmente, la adquisición, venta o fusión de una empresa es el resultado de un proceso largo y complejo, en el que con frecuencia no existe la seguridad plena de que la operación se vaya a realizar hasta el momento de la consumación o cierre. Estos procesos tienen múltiples variaciones, hasta el punto tal en que puede decirse que nunca hay una operación igual que otra. No obstante, para efectos de analizar las consecuencias jurídicas de la información sobre estos procesos, puede resultar útil describir las etapas del proceso que usualmente se sigue, sin dejar de advertir que, como está dicho, hay múltiples patrones y secuencias, y una operación puede desviarse fácilmente de la secuencia habitual.

Generalmente, el proceso se inicia con el interés de una persona o grupo de personas por comprar, vender o buscar una combinación de empresas. Este interés puede darse al nivel de una sociedad listada (por ejemplo, si dicha sociedad está explorando la posibilidad de adquirir el control de otra), como de sus principales accionistas (por ejemplo, si éstos deciden analizar la posibilidad de vender sus acciones a un tercero). La distinción es relevante pues generalmente la obligación de informar al mercado pesa sobre la sociedad emisora y no sobre sus accionistas.

El interés por comprar o vender implica, en primer lugar, una labor de estudio o análisis que requiere el concurso de personas dentro o fuera de la empresa. La determinación del valor al que una empresa se puede comprar o vender, por ejemplo,

exige la aplicación de conocimientos de valorización que con frecuencia hacen necesaria la asistencia de firmas especializadas. Lo mismo ocurre con la identificación de quiénes son los potenciales interesados en la adquisición o venta, no sólo a nivel nacional sino internacional. Por esta razón, usualmente los asesores financieros del vendedor o comprador se involucran en la operación casi desde el primer momento. De hecho, en no pocos casos son ellos los que tienen la iniciativa de identificar una oportunidad y plantearla a los potenciales interesados. Existen también cuestiones legales que pueden resultar vitales para analizar la viabilidad y costos de una operación desde una etapa preliminar, tales como la existencia de un régimen antimonopolios que limite las concentraciones empresariales, el tratamiento fiscal de la operación, así como la normativa del mercado de valores. Todo ello obliga frecuentemente a involucrar a asesores legales especializados desde la etapa de planificación de la operación. Así pues, en un momento relativamente temprano del proceso, la persona o entidad interesada en comprar o vender involucra a terceros que adquieren conocimiento del proyecto. Naturalmente, a estas alturas la información es altamente confidencial y usualmente se adoptan las medidas necesarias para reguardar la reserva: es común suscribir acuerdos de confidencialidad con los asesores, usar claves para designar las partes de la operación y restringir el número de personas que adquieren conocimiento del proyecto y el nivel de información al que acceden a lo estrictamente necesario para la finalidad que se busca.

En algún momento se identifica a las posibles contrapartes y se entabla contacto con ellas para explorar la posibilidad de una transacción. El tipo de contacto y el nivel de información respecto de la posible venta pueden variar significativamente de un caso a otro. Por ejemplo, si una empresa tiene interés en adquirir a un competidor importante, seguramente se aproximará únicamente a éste y lo hará de una forma absolutamente reservada y confidencial. En este tipo de casos, la sensibilidad de la operación puede ser tal, desde el punto de vista regulatorio o de la posible interferencia de otros competidores en ella, que la confidencialidad resulta absolutamente indispensable. Un caso relativamente reciente que es bastante ilustrativo es la adquisición de la Administradora de Fondo de Pensiones Unión Vida por Prima AFP. Según información obtenida de la página web de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y

Valores (en adelante, "CONASEV")³, el 21 de julio de 2006, un viernes, el directorio de Prima autorizó la compra del 99,9% de las acciones de Unión Vida. En la misma fecha, Prima reportó esta información a CONASEV como un hecho reservado. Luego del fin de semana, el lunes 24 de julio de 2006, se firmó el contrato de compraventa definitivo y se anunció públicamente la operación. Es posible que hayan existido conversaciones antes del 21 de julio de 2006 –por ejemplo entre los accionistas principales de Prima y Unión Vida, que eran sociedades no listadas y por lo tanto sin obligación de informar hechos de importancia– pero éstas seguramente se mantuvieron en reserva para no poner en peligro la operación.

En cambio, si una empresa decide simplemente vender una determinada línea de negocios, probablemente otorgará un mandato a un banco de inversión para identificar y contactar a varios potenciales interesados y llevar a cabo un concurso privado entre ellos. En este tipo de casos es más difícil proteger la confidencialidad de la información y no es inusual que exista información pública sobre la intención de venta bastante antes de que la transacción haya llegado a concretarse. Por ejemplo, en enero de 2007 un analista de Buckingham Research Group anunció que McDonalds Corporation podría vender sus operaciones en Brazil, Argentina y otros mercados de Latinoamérica. Según reporta Bloomberg, una representante de McDonalds, consultada sobre la noticia, señaló que la venta de restaurantes a licenciarios en desarrollo es "un proceso en marcha y sería prematuro e inapropiado especular sobre detalles potenciales." Añadió que el proceso involucraba aproximadamente 2,300 restaurantes "incluyendo algunos en América Latina"⁴. El 20 de abril de 2007 McDonalds anunció que había celebrado un acuerdo para franquiciar cerca de 1,600 restaurantes existentes en América Latina a una organización de desarrollo de licencias⁵.

El inicio de las conversaciones entre las potenciales partes de la transacción añade aún mayor complejidad a los problemas relacionados con el manejo de la información. Por una parte, es necesario garantizar que la parte a la que uno ha contactado no divulgará la información, lo que podría ser contraproducente para las posibilidades

de éxito de la operación e incluso dañar al oferente. Por otro lado, el contacto con la potencial contraparte implica también el posible intercambio entre las partes de información no pública destinada a permitir la evaluación de una posible compraventa. Por ejemplo, en el caso de un concurso privado no es inusual que el vendedor entregue a los potenciales interesados un memorando informativo confidencial, así como otra información destinada a permitirles analizar la oportunidad de inversión que se les ofrece. En este sentido, es prácticamente una regla sin excepciones que en esta etapa se celebren acuerdos de confidencialidad destinados a proteger la reserva de la información sobre las conversaciones y la que se intercambió a causa de ellas. Es también posible que se celebre un acuerdo de exclusividad que limite las posibilidades de que una de las partes (o ambas) busquen a otro interesado en una operación similar. Este puede ser también el momento en el que se comience a estructurar el posible financiamiento de una oferta, lo que implica involucrar a uno o más bancos. Ello implica, a su vez, a los asesores financieros y legales de los nuevos interesados en la operación, así como el incremento de los riesgos de filtración de información. Todo esto en un contexto en el que es posible –y cada vez más frecuente– que las partes sean de distintos países y estén sujetos a distintos regímenes legales en materia de información, lo que vuelve más compleja aún la problemática.

La realización o recepción de una oferta, el inicio de conversaciones, la celebración de acuerdos de confidencialidad o de exclusividad; o la realización de algún nivel de *due diligence*, constituyen hitos en los cuáles se plantea la cuestión de si es necesario divulgar información al mercado o si surge alguna obligación adicional relacionada con la regulación de los mercados de valores. Surgen también, a medida que se hace más concreta la posibilidad de una operación, las preocupaciones relacionadas con el *insider trading*.

Es frecuente que en el desarrollo de las negociaciones se alcance un punto en el cual queden definidos los aspectos fundamentales de la operación que se plantea realizar: precio, estructura, plazo y condiciones. En este momento frecuentemente se documenta el acuerdo

³ Ver: www.conasev.gob.pe.

⁴ "McDonalds may sell Latin restaurants, analyst says" (Update 2). Consultado en: www.bloomberg.com/apps/news.

⁵ "McDonalds Press Release – 4/20/2007". Consultado en: www.mcdonalds.com/corp/news/corppr/2007.

alcanzado en principio a través de un memorando de entendimiento o carta de intención. El grado de vinculación jurídica que producen estos documentos puede ser diferente en cada caso. En algunas situaciones se pacta expresamente que el acuerdo no será vinculante salvo, por ejemplo, en aspectos accesorios como las obligaciones de confidencialidad o la sumisión jurisdiccional, por lo que respecto de la esencia de la operación, el acuerdo constituye meramente un compromiso moral. En otros casos, el acuerdo es plenamente vinculante y constituye un contrato preparatorio. La celebración de este tipo de acuerdos es especialmente frecuente en los casos en los que se requiere documentación relativamente compleja para formalizar la operación, o existen actos que deben realizarse previamente a la celebración de un contrato definitivo. Por ejemplo, un acuerdo de intención vinculante puede ser un requisito exigido por un vendedor potencial antes de permitir una revisión de información que considera sensible o el acceso a sus instalaciones o a su personal en un *due diligence*.

Con o sin memorando de entendimiento previo, una transacción exitosa llega siempre al momento de celebración de los contratos definitivos. En ellos se establece con todo detalle el contenido de los acuerdos alcanzados y las obligaciones y derechos de las partes con respecto a la operación. Con frecuencia, la celebración de estos contratos no implica por sí misma la consumación de la operación, y la ejecución de las prestaciones principales previstas en ellos —normalmente, la transferencia de las acciones de la sociedad objeto de la venta y el pago de la contraprestación pactada— se encuentra sujeta al previo cumplimiento de ciertas condiciones suspensivas, tales como la autorización de alguna entidad gubernamental o la exclusión de ciertos activos y/o pasivos de la empresa adquirida. Sin embargo, a partir del momento de la celebración de estos contratos, ambas partes quedan jurídicamente obligadas a consumir la operación, siempre que ocurran (o no ocurran) ciertos hechos que no dependen exclusivamente de su voluntad. Así, pues, el nivel de incertidumbre respecto de la consumación de la transacción definitiva resulta bastante más acotado, en estos momentos, que en las etapas anteriores del proceso. Cumplidas las condiciones suspensivas se procede, entonces, al cierre de la operación, lo que implica esencialmente la transferencia de la propiedad y el

control sobre la empresa al adquirente y el pago del precio en la forma convenida. A partir de este momento se está ante una transacción consumada. Normalmente, a estas alturas una transacción significativa que involucre una empresa obligada a divulgar información habrá ya sido revelada al mercado.

En caso que la sociedad adquirida haya tenido acciones con derecho a voto inscritas en una bolsa de valores, es posible que la operación haya tenido que consumarse a través de una oferta pública de adquisición (en adelante, “OPA”), sea por un imperativo práctico, habida cuenta del grado de dispersión del accionariado, o por razones legales, en caso que las normas aplicables establezcan un régimen de OPA previo. En otros casos, será posible que deba realizarse una OPA luego de la consumación de la adquisición. En todo caso, la realización de la OPA introduce complejidades adicionales en función de la normativa especial aplicable a la información sobre este tipo de operaciones.

En este artículo intento establecer algunos criterios para responder a las preguntas fundamentales que surgen, desde el punto de vista de la regulación de la información en el mercado de valores, en los procesos de adquisición o venta de empresas: ¿Qué información es relevante para efectos legales? ¿Cuándo es necesario divulgarla? ¿Qué consecuencias normativas derivan de la existencia de la información? Subrayo que no pretendo dar respuestas concretas y definitivas a las interrogantes planteadas, pues el propósito del artículo es simplemente explorar conceptos que puedan servir para contextualizar estas preguntas y establecer criterios para responderlas en las circunstancias de cada caso concreto.

II. ¿QUÉ INFORMACIÓN ES RELEVANTE? EL CONCEPTO DE MATERIALIDAD EN EL MERCADO DE VALORES

La finalidad esencial del derecho del mercado de valores es asegurar que los agentes económicos cuenten con acceso a la información relevante para adoptar decisiones de inversión adecuadamente informadas y que los mercados de valores operen en forma transparente⁶. Las razones principales que justifican la regulación son harto conocidas: la asimetría informativa que existe entre los

⁶ Ver: GOZHEN, Zohar y Gideon PARCHIOMSKY. “The essential role of securities regulation”. Consultado en: www.ssrn.com.

emisores y los inversionistas, el carácter de “bien público” de la información que dificulta que sea provista espontáneamente por los agentes privados y la gran importancia que tiene el mercado de capitales para el interés general, habida cuenta de su función de asignación de recursos en la economía⁷.

En este contexto, interesan particularmente dos de los mecanismos que utiliza la regulación del mercado de valores para promover la eficiencia, transparencia e integridad del mercado: la obligación de divulgar la información material sobre sus negocios o valores, que pesa sobre los emisores, y la prohibición de utilizar información material no revelada, que vincula a los *insiders* y a ciertas otras personas. Ambas instituciones no son más que dos caras de la misma moneda, consecuencias jurídicas de un mismo hecho, que es la existencia de información relevante o material. La información material que posee el emisor debe, en ciertas circunstancias, ser revelada al mercado. Y mientras no sea revelada, ciertas personas, en función de la relación que tengan con el emisor o por otras razones, deben abstenerse de revelar o utilizar dicha información en el mercado de valores.

El concepto central que subyace ambas instituciones es el de “materialidad” de la información. La información que es relevante para efectos de la regulación del mercado de valores –en particular, para efectos de la obligación de informar y de la prohibición del *insider trading*– es la información material. La palabra materialidad, utilizada en este sentido, es un anglicismo⁸ y hace referencia a la información que es relevante para la decisión del inversionista. Se trata, pues, de un concepto de carácter instrumental que permite “filtrar” la información que requiere ser revelada y que da lugar a la aplicación de la prohibición del *insider trading*, de aquella información que no requiere revelación y que no impide a los *insiders* transar sobre la base de ella. La utilidad de este concepto es evidente, pues ya que la regulación del mercado de valores persigue dar a los agentes

económicos la posibilidad de adoptar decisiones de inversión con la información relevante, es esta información, la relevante o material, la que debe ser puesta a disposición y no la información trivial o intrascendente.

El requisito de materialidad está presente en forma general en la normativa del mercado de valores a nivel comparado. Por ejemplo, la sección 11 de la Securities Act de 1933 de los Estados Unidos de América, que regula fundamentalmente la colocación pública de valores, establece la responsabilidad del emisor y ciertas otras personas “en caso que el *registration statement*, en el momento que adquirió efectividad, hubiera contenido una afirmación falsa sobre un hecho material u omitido mencionar un hecho material cuya mención era necesaria a fin de que lo allí señalado no fuese engañoso”. Asimismo, la Regla 10b-5 promulgada por la Securities and Exchange Commission (en adelante, “SEC”), bajo la Securities Exchange Act de 1934, señala que es ilegal “efectuar cualquier afirmación falsa de un hecho material u omitir señalar un hecho material necesario a fin de que las afirmaciones realizadas, en las circunstancias en las que fueron hechas, no resulten engañosas”, con relación a la compra o la venta de cualquier valor mobiliario⁹.

La Corte Suprema de los Estados Unidos definió el concepto de materialidad para efectos de la regulación federal del mercado de valores en el caso *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*¹⁰, estableciendo un estándar que se ha aplicado reiteradamente y que ha resultado tremendamente influyente en el derecho comparado. En el caso, el accionista principal de TSC Industries, Inc. (en adelante, “TSC”) había vendido su participación a National Industries Inc. (en adelante, “National”), lo que esencialmente habría permitido a National adquirir el control de TSC. Luego de ello, el directorio de TSC había acordado proponer a su junta de accionistas transferir todos los activos de TSC a National y liquidar la sociedad, a cambio de acciones preferentes de National que se entregarían a los

⁷ Ver: PAYET, José Antonio. “Razones para regular el mercado de valores”. En: THEMIS-Revista de Derecho 33. 1996. p. 93.

⁸ Para el diccionario de la Real Academia de la Lengua Española, “materialidad” es la cualidad de material, la superficie exterior o el sonido de las palabras.

⁹ La Regla 10b-5, expedida por la SEC de acuerdo con la Sección 10b de la Securities Exchange Act de 1934, es una de las piezas fundamentales de la regulación federal del mercado de valores en los Estados Unidos. La Regla 10b-5 señala: “It shall be unlawful for any person directly or indirectly, by the use of any means or instrumentalities of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange, (a) To employ any device, scheme or artifice to defraud, (b) To make any untrue statement of a material fact or omit to state a material fact necessary in order to make statements made, in light of the circumstances under which they were made, not misleading, or (c) To engage in any act, practice or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any persons, in connection with the purchase or sale of any security”.

¹⁰ 426 U.S. 438.

accionistas de TSC. TSC y National circularon a sus accionistas una propuesta conjunta, luego de lo cual las respectivas juntas generales aprobaron la transacción. El demandante, accionista de TSC, argumentaba que la documentación circulada para efectos de la votación en junta omitía revelar información material respecto del grado de control que tenía National sobre TSC, en violación de la regla 14a-9 emitida por la SEC. Dicha regla prohíbe que una solicitud de poder para voto enviada a un accionista contenga información falsa o engañosa sobre un hecho material u omita información sobre un hecho material necesaria para evitar que la información contenida en el documento resulte falsa o engañosa¹¹.

La Corte señaló que la información omitida no era material debido a que no se había demostrado que existía una probabilidad sustancial de que hubiera asumido una importancia significativa en la decisión de un inversionista razonable sobre cómo votar en la junta. Indicó al respecto: “(u)n hecho omitido es material si hay una probabilidad sustancial de que un accionista razonable lo consideraría importante en decidir cómo votar. (...) No se requiere probar que exista una probabilidad sustancial de que la revelación del hecho omitido hubiera causado que el accionista razonable cambie su voto. Lo que el estándar sí contempla es una demostración de que, bajo todas las circunstancias, el hecho omitido hubiera asumido un significado real en las deliberaciones del accionista razonable. Puesto de otra manera, debe haber una probabilidad sustancial de que la revelación del hecho omitido hubiera sido vista por el inversionista razonable como algo que hubiera cambiado significativamente la “mezcla total” de información puesta a disposición”.

El concepto de materialidad ha sido recogido de distintas maneras en el derecho comparado y en los requisitos de listados de distintas bolsas de valores que se refieren a la obligación de informar o a la definición de información privilegiada, pero su raigambre en los conceptos definidos por la

Corte Suprema de los Estados Unidos en el caso TSC es siempre perceptible.

En este sentido, por ejemplo, en el artículo 1 de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, del 28 de enero de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado)¹² (en adelante, “la Directiva 2003/6/CE”) se define información privilegiada como “la información de carácter concreto, que no se haya hecho pública, y que se refiera directa o indirectamente a uno o varios emisores de instrumentos financieros o a uno o varios instrumentos financieros, y que, de hacerse pública, podría influir de manera apreciable sobre la cotización de esos instrumentos financieros o sobre la cotización de instrumentos financieros derivados relacionados con ellos”. Las normas de aplicación de esta directiva, contenidas en la Directiva 2003/124/CE de la Comisión, del 22 de diciembre de 2003¹³ (en adelante, “la Directiva 2003/124/CE”), evidencian que dicha información es precisamente la que sería considerada por un inversionista razonable como importante para definir su decisión de inversión: “A efectos de la aplicación del punto 1 del artículo 1 de la Directiva 2003/6/CE, se entenderá por información que, si se hiciera pública, tendría un efecto significativo en los precios de los instrumentos financieros o de los instrumentos financieros derivados correspondientes la información que podría utilizar un inversor razonable como parte de la base de sus decisiones de inversión”. En Australia, la definición de materialidad está establecida en la sección 677 de la Australian Corporations Act, que señala que es material aquella información que “influiría o probablemente influiría a las personas que comúnmente invierten en valores a decidir si comprar o vender los valores en cuestión”.

El concepto de materialidad no está ausente en la legislación peruana. Así, en el artículo 28 de la Ley del Mercado de Valores¹⁴ (en adelante, “LMV”),

¹¹ La Regla 14a-9, expedida por la Securities and Exchange Commission, que regula la información contenida en las solicitudes de poderes que se envían a accionistas, señala: “No solicitation subject to this regulation shall be made by means of any proxy statement, form of proxy, notice of meeting or other communication, written or oral, containing any statement which, at the time and in the light of the circumstances under which it is made, is false or misleading with respect to any material fact, or which omits to state any material fact necessary in order to make the statements therein not false or misleading or necessary to correct any statement in any earlier communication with respect to the solicitation of a proxy for the same meeting or subject matter which has become false or misleading”.

¹² Diario Oficial de la Unión Europea de fecha 12 de abril de 2003. p. L 96/16.

¹³ Directiva 2003/124/CE de la Comisión, del 22 de diciembre de 2003, a efectos de la aplicación de la Directiva 2003/66 CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la definición y revelación pública de la información privilegiada y la definición de manipulación de mercado, artículo 1, punto 1. Diario Oficial de la Unión Europea. 24 de diciembre de 2003. L339/71.

¹⁴ Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por Decreto Supremo 093-2002-EF.

al establecerse la obligación de todo emisor de valores mobiliarios inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores de divulgar sus hechos de importancia, se señala que “la importancia de un hecho se mide por la influencia que pueda ejercer sobre un inversionista sensato para modificar su decisión de invertir o no en el valor”. El entroncamiento con la jurisprudencia norteamericana es evidente. La otra cara de la definición está contenida, en la ley peruana, en la sección sobre información privilegiada. Así, el artículo 40 de la LMV establece que se entiende por información privilegiada “cualquier información proveniente de un emisor referida a éste, a sus negocios, o a uno o varios valores por ellos emitidos o garantizados y cuyo conocimiento público, por su naturaleza, sea capaz de influir en la liquidez, el precio o la cotización de los valores emitidos (...)”¹⁵.

El hecho de que el legislador nacional haya fraccionado la definición de información material, colocando una parte de ella en el artículo 28, referido a la obligación de revelar los hechos de importancia, y la otra parte en el artículo 40, sobre información privilegiada, no implica que los conceptos que subyacen ambas disposiciones sean diferentes. La información que es susceptible de influir en el precio de un valor (artículo 40 de la LMV) lo es porque sería considerada importante por un inversionista sensato al adoptar una decisión de inversión (artículo 28 de la LMV). Existe una conexión lógica entre ambos elementos que hace que en realidad el distinto fraseo se refiera simplemente a dos facetas o maneras de describir una misma realidad. Es por ello que el artículo 82 de la Ley del Mercado de Valores de España define la información relevante como “toda aquella cuyo conocimiento pueda afectar a un inversor razonablemente para adquirir o transmitir valores o instrumentos financieros y por tanto pueda

influir de forma sensible en su cotización en un mercado secundario”¹⁶. Es por esa razón también que en la Directiva 2003/6/CE, la obligación de proveer información continua al mercado se establece con base en la definición de información privilegiada: “Los Estados miembros garantizarán que los emisores de instrumentos financieros hagan pública cuanto antes la información privilegiada que afecte directamente a esos emisores”.

Es importante subrayar, como lo hizo la Corte Suprema de los Estados Unidos, que no basta una mera posibilidad de que la información sea considerada relevante para que pueda considerarse material. Se requiere una probabilidad sustancial. Este elemento está recogido en la legislación europea a través del requisito de “precisión” que debe tener la información. Dice la Directiva 2003/124/CE que “se entenderá que la información es de carácter preciso si indica una serie de circunstancias que se dan o pueden darse razonablemente o un hecho que se ha producido o puede esperarse razonablemente que se produzca, cuando esa información sea suficientemente específica para permitir que se pueda llegar a concluir que el posible efecto de esa serie de circunstancias sobre los precios (...)”.

En suma, el análisis de materialidad es una cuestión fundamentalmente fáctica que implica aplicar una formula o estándar legal a los hechos y circunstancias de cada caso. No es una cuestión meramente cuantitativa –en la que pueda considerarse que hechos que determinan una afectación de determinada magnitud son automáticamente materiales– sino que implica también la consideración de factores cualitativos y, en general, del conjunto de circunstancias que rodean a cada empresa en cada momento¹⁷. Sin embargo, en función de los criterios desarrollados

¹⁵ El concepto de materialidad resulta bastante distorsionado en el artículo 4 del Reglamento de Hechos de Importancia, Información Reservada y Otras Comunicaciones, aprobado por Resolución CONASEV 107-2002-EF/94.10, el cual señala que se consideran hechos de importancia “los actos, hechos, decisiones y acuerdos que puedan afectar a un emisor y sus negocios, así como a las empresas que conforman su grupo económico”, “la información que afecte en forma directa o pueda afectar significativamente en la determinación del precio, la oferta o la negociación de los valores inscritos en el RPMV” y “en general, la información necesaria para que los inversionistas puedan formarse una opinión acerca del riesgo implícito de la empresa, su situación financiera y sus resultados de operación, así como de los valores emitidos”. Dado que las disposiciones reglamentarias no pueden validamente transgredir ni desnaturalizar la ley, sólo cabe concluir que los hechos mencionados en el artículo 4 del Reglamento de Hechos de Importancia tendrán el carácter de hechos de importancia en la medida que exista una probabilidad sustancial de que puedan ejercer influencia en la decisión de un inversionista sensato de invertir o no en el valor.

¹⁶ El texto del artículo 82 fue modificado para adaptarlo a las directivas europeas en materia de abuso del mercado. Ley 6/2007, del 12 de abril, de reforma de la Ley 24/1988, del 28 de julio, del Mercado de Valores, para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores. Boletín Oficial del Estado de 13 de abril de 2007. El subrayado en la cita es agregado.

¹⁷ Es por ello que en 1999 la SEC rechazó expresamente cualquier formulación del estándar de materialidad basada sobre fórmulas porcentuales. Ver: SEC Staff Accounting Bulletin 99 - Materiality. 17 CFR Part 211.

en el derecho comparado, cabe observar que los componentes centrales del estándar de materialidad son:

- El inversionista razonable. El análisis debe realizarse desde el punto de vista de un inversionista sensato, es decir del modelo abstracto de una persona que actúa razonablemente en función de las circunstancias. Interesa destacar que el estándar del inversionista sensato implica el de una persona con experiencia y conocimiento en materia de inversiones. Es por ello que la Corporations Act Australiana ha cuidado de definir la materialidad con base en el criterio de una persona que habitualmente invierte en valores.
- Efecto potencial en la decisión de inversión o en los precios. Para que la información sea relevante debe existir una probabilidad sustancial de que el inversionista sensato considere que, de contar con ella, se habría alterado significativamente el conjunto de información relevante para una decisión de inversión. Se trata, en consecuencia, de información con una relevancia o trascendencia especial, que si bien no resulta necesariamente determinante en el cambio de la decisión de inversión, sí asume un papel significativo en ello. Por esta misma razón, es información capaz de influir en el precio del valor.

Las dos caras de la definición son, como se ha visto, prácticamente sinónimos, pues la información capaz de influir en los precios es precisamente aquella que un inversionista sensato consideraría importante al momento de adoptar una decisión de inversión sobre el valor.

- Probabilidad sustancial. Para que la información sea material debe existir una "probabilidad sustancial" de que ésta sea de real relevante para la decisión de inversión. No basta que una mera posibilidad, sino que se requiere un grado mayor de certidumbre respecto de la relevancia de la información. De hecho, en la decisión del caso TSC, la Corte señaló expresamente que rechazaba la formulación basada en una mera posibilidad

("un hecho que un inversionista razonable podría considerar importante") y exigió un grado mayor de probabilidad de influencia en la decisión de inversión.

Una guía bastante ilustrativa para la determinación de la materialidad es la descripción de lo que las Disclosure Rules and Transparency Rules (en adelante, "DTR") expedidas por la Financial Services Authority del Reino Unido (en adelante, "FSA") llaman "test" del inversionista razonable ("*reasonable investor test*"). Señalan las DTR: "El test del inversionista razonable requiere que un emisor: (1) tome en cuenta que la relevancia de la información en cuestión variará significativamente de emisor a emisor, dependiendo de una variedad de factores tales como el tamaño del emisor, desarrollos recientes y el sentimiento del mercado respecto del emisor y el mercado en que opera; y (2) asuma que el inversionista razonable tomará decisiones de inversión relacionadas al instrumento financiero relevante a fin de maximizar su interés económico". Las DTR continúan indicando que "(n)o es posible prescribir cómo el test del inversionista razonable se aplicará en todas las situaciones posibles. Cualquier evaluación debe tener en consideración el impacto anticipado de la información a la luz de la totalidad de las actividades del emisor, la confiabilidad de la fuente de información y otras variables del mercado susceptibles de afectar el instrumento financiero relevante en las circunstancias del caso. Sin embargo, la información que probablemente sea considerada relevante para la decisión de inversión de un inversionista razonable incluye la información que afecte: (1) los activos y pasivos del emisor; (2) el desempeño o las perspectivas de desempeño de los negocios del emisor; (3) la condición financiera del emisor; (3) el curso de los negocios del emisor; (4) nuevos desarrollos importantes en los negocios del emisor, o; (5) información previamente revelada al mercado". Añaden finalmente que la determinación de si existe materialidad corresponde inicialmente al emisor: "El emisor y sus asesores tienen la mejor posición para hacer una determinación inicial sobre si determinada información constituye información privilegiada ('*inside information*')"¹⁸.

Cabe indicar que el concepto de materialidad resulta bastante distorsionado y tratado de forma

¹⁸ Al igual que en otros países de la Unión Europea, en el Reino Unido se asimila la información privilegiada con la información material no revelada, conforme al criterio contenido en la Directiva 2003/6/CE.

muy poco técnica en el artículo 4 del Reglamento de Hechos de Importancia, Información Reservada y Otras Comunicaciones¹⁹ (en adelante, “el Reglamento de Hechos de Importancia”), el cual señala que se consideran hechos de importancia “los actos, hechos, decisiones y acuerdos que puedan afectar a un emisor y sus negocios, así como a las empresas que conforman su grupo económico”, “la información que afecte en forma directa o pueda afectar significativamente en la determinación del precio, la oferta o la negociación de los valores inscritos en el RPMV” y “en general, la información necesaria para que los inversionistas puedan formarse una opinión acerca del riesgo implícito de la empresa, su situación financiera y sus resultados de operación, así como de los valores emitidos”. Esta definición prescinde del concepto de materialidad tal como es definido en la LMV y en el derecho comparado y parece comprender como hechos de importancia hechos o circunstancias que no revisten materialidad. Sin embargo, dado que las disposiciones reglamentarias no pueden válidamente transgredir ni desnaturalizar la ley, sólo cabe concluir que los hechos mencionados en el artículo 4 del Reglamento de Hechos de Importancia tendrán el carácter de verdaderos hechos de importancia únicamente en la medida que exista una probabilidad sustancial de que puedan ejercer influencia en la decisión de un inversionista sensato de invertir o no en el valor, es decir si revisten materialidad.

a. El concepto de materialidad en las fusiones y adquisiciones

Como señalamos anteriormente, una fusión o adquisición normalmente es una operación de importancia significativa para una empresa y es, por ello, susceptible de afectar el precio de los valores emitidos por ella. Por esta razón, la Securities and Exchange Commission de los Estados Unidos, al analizar el concepto de materialidad con el propósito de determinar la existencia de revelación selectiva (ver más adelante sección III.E), señala entre los eventos que tienen mayor probabilidad de ser considerados materiales a las fusiones, adquisiciones, ofertas públicas de

adquisición y *joint ventures*, así como a los cambios de control o administración del emisor²⁰. Estas operaciones no son materiales por sí mismas, pero, habida cuenta de la importancia que normalmente tienen, es más probable que se considere que revisten materialidad. Es importante tener presente, sin embargo, que la importancia de esas operaciones depende también del tamaño relativo de las empresas involucradas. Un criterio que ejemplifica este hecho es la definición que hace la SEC de lo que constituye una adquisición significativa que requiere ser reportada en la Forma 8-K. La adquisición de una empresa no listada debe ser reportada bajo este formulario si las inversiones de la adquirente en la adquirida exceden el 10% de los activos totales del adquirente, o si los activos de la adquirida representan al menos 10% del total de los activos de la adquirente, o si los ingresos que la compañía deriva de la subsidiaria representan al menos el 10% del total de sus ingresos²¹. En estos supuestos, la información sobre la adquisición podrá ser material para la adquirida, pero no para la adquirente.

Lo que complica más el juicio de materialidad en el caso de las fusiones o adquisiciones es el hecho de que éstas no sean operaciones que se concreten en forma instantánea, sino que sean el resultado de procesos más o menos largos, en los que existe un grado importante de incertidumbre respecto del resultado concreto. Por lo tanto, hasta que la operación en sí se consume, lo que existe es una posibilidad, mayor o menor, de que finalmente se lleve a cabo una transacción en particular. Como dice Robert Bruner, “las negociaciones sobre una fusión son altamente materiales para cualquier empresa objetivo. Sin embargo, pueden no ser muy importantes para los inversionistas si la fusión no es probable”²².

La decisión que define la aplicación del estándar de materialidad del caso TSC a las fusiones y adquisiciones es la adoptada por la Corte Suprema de los Estados Unidos en el caso *Basic Inc. v. Levinson*²³. En diciembre de 1978 Combustion Engineering, Inc. y Basic, Inc. (en adelante, “Combustion” y “Basic” respectivamente) acor-

¹⁹ Resolución CONASEV 107-2002-EF/94.10.

²⁰ U.S. Securities and Exchange Commission, Final Rule, Selective Disclosure and Insider Trading, Release Notes 33-7881. 34-43154. IC-24599. File 57-31-99. Consultado en: www.sec.gov.

²¹ Ver: 17 C.F.R. S 210.1-02 (w)

²² Bruner, Robert F. “M&A guide to rules of the road: securities law, issuance process, disclosure and insider trading”. p. 8. Consultado en: www.ssrn.com.

²³ 485 U.S. 224 (1988).

daron fusionarse. Durante los dos años precedentes, representantes de ambas compañías habían tenido varias reuniones y conversaciones respecto de una posible fusión. En este período, representantes de Basic hicieron tres comunicados públicos negando que hubiese negociaciones para una fusión o que supieran de cualquier desarrollo corporativo que explicara el intenso nivel de transacciones sobre sus acciones. Los demandantes, accionistas de Basic que vendieron sus acciones entre la fecha del primer comunicado de Basic negando que hubiese negociaciones sobre una fusión y la fecha en que se suspendió la negociación del valor justo antes del anuncio de la fusión, alegaban que habían sido afectados al vender sus acciones a precios deprimidos artificialmente por los comunicados de Basic, a los que acusaban de ser falsos o engañosos en violación de la Regla 10b-5²⁴.

La Corte señaló que, igual que en otros casos en los que la información se refiere a hechos futuros cuya ocurrencia es incierta, "la materialidad depende de la probabilidad de que la transacción vaya a ser consumada, y su trascendencia para el emisor de los valores. La materialidad depende de los hechos y, por tanto, debe ser determinada caso por caso". La Corte señaló también que "en general, a fin de establecer la probabilidad de que un evento ocurra, uno requeriría examinar si hay indicios de interés en la transacción en los niveles más altos de la corporación. Sin intentar catalogar todos esos posibles factores, notamos a guisa de ejemplo que los acuerdos de directorio, instrucciones a banqueros de inversión y negociaciones reales entre los principales o sus intermediarios pueden servir como indicios de interés. Para establecer la magnitud de la transacción para el emisor de los valores alegadamente manipulados, uno necesitaría considerar hechos tales como el tamaño de las dos compañías involucradas y las primas ofrecidas sobre el valor de mercado. Ningún evento o factor, salvo el cierre de la transacción, será ni necesario ni suficiente para hacer que las discusiones sobre una fusión se consideren materiales".

En este caso, la Corte rechazó expresamente dos posiciones que venía adoptando la jurisprudencia

norteamericana para establecer la materialidad de las negociaciones sobre una fusión o adquisición. La primera consistía en considerar que, por definición, las negociaciones sobre una fusión o adquisición no podrían considerarse materiales hasta que se hubiese alcanzado un acuerdo en principio respecto del precio y la estructura de la transacción. La argumentación que se daba para sustentar esta posición era que debido a que antes de un acuerdo en principio las negociaciones eran altamente especulativas y preliminares, su divulgación podría desorientar a los inversionistas y crear falsas expectativas. La Corte rechazó el argumento señalando que "la función del requisito de materialidad no es atribuir a los inversionistas una simplicidad infantil y una incapacidad de apreciar la relevancia probabilística de las negociaciones, (...) sino filtrar información inútil que un inversionista sensato no consideraría importante, incluso como parte de la mezcla de factores a considerar al tomar su decisión de inversión". La Corte también rechazó la posición adoptada por otro sector de la jurisprudencia norteamericana en el sentido que cuando una empresa realizaba un comunicado público negando la existencia de negociaciones, incluso negociaciones que de por sí no debieran ser consideradas materiales, adquirían ese carácter. La Corte indicó que, a fin de que exista responsabilidad, no basta simplemente demostrar que la información proporcionada por el demandado era falsa o engañosa, sino que lo era respecto de un hecho material.

De esta forma, conforme a la jurisprudencia norteamericana no es posible establecer *ex ante*, un momento predeterminado a partir del cual la existencia de conversaciones adquiere siempre materialidad. Tampoco es posible considerar *ex ante* que la existencia de conversaciones o negociaciones nunca adquiere materialidad hasta un determinado momento. La cuestión es netamente casuística y debe resolverse incorporando el concepto de probabilidad de ocurrencia junto con el de entidad o importancia, a fin de establecer el grado de influencia que el dato asumiría en las deliberaciones de un inversionista sensato respecto de su decisión de inversión en el valor. Este mismo elemento de

²⁴ La Regla 10b-5, expedida por la SEC de acuerdo con la Sección 10b de la Securities Exchange Act de 1934 es una de las piezas fundamentales de la regulación federal del mercado de valores en los Estados Unidos. La Regla 10b-5 señala: "It shall be unlawful for any person directly or indirectly, by the use of any means or instrumentalities of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange, (a) To employ any device, scheme or artifice to defraud, (b) To make any untrue statement of a material fact or omit to state a material fact necessary in order to make statements made, in light of the circumstances under which they were made, not misleading, or (c) To engage in any act, practice or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any persons, in connection with the purchase or sale of any security".

probabilidad se incorpora dentro de la definición europea, a través del requisito de que la información sea precisa: "A efectos de la aplicación del punto 1 del artículo 1 de la Directiva 2003/6/CE, se entenderá que la información es de carácter preciso si indica una serie de circunstancias que se dan o pueden darse razonablemente, o un hecho que se ha producido o que puede esperarse razonablemente que se produzca, cuando esa información sea lo suficientemente específica para permitir que se pueda llegar a concluir el posible efecto de esa serie de circunstancias o hechos sobre los precios de los instrumentos financieros o de los instrumentos financieros derivados correspondientes"²⁵.

Así, pues, en el contexto de las fusiones y adquisiciones, el análisis de materialidad implica tanto un análisis de la importancia en sí de la transacción, cuanto también la probabilidad de su ocurrencia. En caso que, considerando estos dos elementos, así como las demás circunstancias del caso, se llegue a la conclusión de que existe la posibilidad sustancial de que la información fuese considerada importante por un inversionista sensato para adoptar una decisión de inversión sobre el valor –o lo que es lo mismo, que dicha información de hacerse pública tendría un efecto significativo en los precios del valor– entonces la información será material. Es la información material la que adquiere relevancia para efectos de la regulación del mercado de valores y genera ciertas consecuencias jurídicas, tales como la obligación de informar y la prohibición del uso indebido de dicha información. A continuación nos referimos a esas consecuencias.

III. LA OBLIGACIÓN DE INFORMAR EN LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES

La obligación de los emisores de valores mobiliarios de divulgar información al mercado constituye la pieza fundamental de la regulación del mercado de valores. Más allá del debate académico sobre la necesidad de un sistema de revelación obligatoria de información y de los fundamentos económicos que lo subyacen²⁶, el hecho concreto es que el modelo universal de regulación del mercado de valores se basa

fundamentalmente en la obligación legal que incumbe a los emisores de valores de oferta pública de divulgar al mercado información sobre sus operaciones y negocios, así como sobre los valores por ellos emitidos.

Las obligaciones de informar de los emisores de valores de oferta pública son diversas y no se limitan a un determinado tipo de información o a una determinada oportunidad. En general, las obligaciones de informar de los emisores de valores mobiliarios pueden agruparse en tres grandes categorías.

En primer lugar, está el deber de informar referido a las emisiones y ofertas públicas de valores mobiliarios. Esta obligación, que gira alrededor del prospecto o folleto informativo, obliga a los emisores a elaborar y poner a disposición del público inversor, un folleto informativo que contenga toda la información relevante necesaria para que el inversionista pueda adoptar una decisión adecuadamente informada respecto de la invitación de inversión (o desinversión) que se le realiza. En segundo lugar, los emisores de valores mobiliarios de oferta pública están sujetos a la obligación de divulgar periódicamente cierta información sobre el desarrollo de sus negocios y operaciones. Esta información –"información periódica"– incluye los estados financieros anuales, los estados financieros intermedios, así como la discusión de la gerencia sobre el desarrollo de los negocios en el período (*management discussion and analysis* –en adelante, "MDA"–). Finalmente, en ciertas circunstancias, los emisores de valores están obligados a divulgar eventualmente información adicional sobre determinados hechos a medida que ocurran ("información eventual"). La obligación de presentar información eventual puede estar referida a hechos objetivos enumerados en la normativa, como también puede referirse a un deber más general de revelar toda la información "material". Con esta última obligación se cierra el círculo de un sistema de revelación continua (*continuous disclosure*) prevaleciente en muchas jurisdicciones, que permite que el mercado esté informado en forma actual de todos los hechos relevantes de un

²⁵ Directiva 2003/124/CE, punto 1, artículo 1.

²⁶ Ver, por ejemplo: EASTERBROOK, Frank H. y Daniel R. FISCHER. "Mandatory disclosure and the protection of investors". En: *Virginia Law Review* 70. 1984. p. 669; y COFFEE JR., John C. "Market failure and the economic case for a mandatory disclosure system". En: *Virginia Law Review* 70. 1984. p. 717. (Nota del editor: Ambos artículos han sido traducidos y publicados en THEMIS-Revista de Derecho 46 – Derecho Societario. 2003).

emisor²⁷. La información sobre fusiones adquisiciones puede existir en cualquiera de estos momentos y, por tanto, puede ser obligatoria su revelación. A continuación me refiero a algunos de los aspectos más relevantes de la cuestión de su revelación al mercado.

A. ¿Cuándo informar?

El punto de partida para analizar la obligación de informar es la existencia de información material. Mientras no exista un hecho que, considerando su importancia y su probabilidad de ocurrencia, sería susceptible de influir significativamente en la cotización del valor, no existe nada que informar. Resulta bastante claro que una operación societaria ya consumada –una adquisición o venta significativa o una fusión– debe normalmente revelarse al mercado, pues constituirá una operación material. Ello será especialmente notorio en los casos en los que dicha operación implique la absorción o una modificación en la estructura de control del emisor. Por otro lado, en los casos en los que existen apenas estudios o conversaciones preliminares sobre una posible transacción cuyo nivel de probabilidad es tal que el hecho no resultaría relevante para un inversionista sensato, no existe una obligación de informar, pues el hecho no reviste materialidad.

Pero la existencia de información material respecto de una operación de fusión o adquisición, siendo condición necesaria, no es suficiente de por sí para determinar la obligación legal de informar al mercado. La cuestión que surge más bien es la de determinar en qué casos, poseyendo información material sobre una transacción que lo involucra, un emisor puede abstenerse de divulgar dicha información al mercado.

La regla general que prevalece en los mercados de valores sujetos a obligaciones de información continua es que un emisor debe revelar la información que posea tan pronto ésta adquiera materialidad. En este sentido, por ejemplo, la sección 2.2.9 de las DTR señala que “un emisor debe notificar (...) toda la información privilegiada en su poder tan pronto sea posible”. En el mismo sentido, el numeral 3.1 de las Listing Rules de la

Australian Stock Exchange (en adelante, “ASX”) señala que “una vez que una entidad es consciente de cualquier información concerniente a sí misma que una persona razonable esperaría que tenga un efecto material sobre el precio o el valor de los valores de la entidad, la entidad debe inmediatamente entregar esa información a ASX”. El Reglamento de Hechos de Importancia contiene una formula similar, señalando que “los hechos de importancia deberán ser informados en el más breve plazo (...) como máximo dentro del día hábil siguiente de tomado el acuerdo o decisión o de ocurrido el hecho o acto, según sea el caso, y a más tardar a las 17:00 horas”.

B. El conocimiento de la información por el emisor

Es importante notar que la obligación de informar se gatilla a raíz de la posesión por el emisor de conocimiento respecto de la información relevante. No basta que exista el hecho o la negociación para que se configure una obligación de informar. Es necesario que el emisor sea conciente de dicha información. Ello es obvio porque no sería admisible una norma que obligue a un emisor a un hecho imposible como es revelar algo de lo que no tiene conocimiento. En este sentido, el plazo previsto en el Reglamento de Hechos de Importancia debe necesariamente computarse a partir del conocimiento del emisor sobre el hecho objeto de la obligación de informar.

La definición de lo que constituye conocimiento es, para estos efectos, de gran importancia, especialmente en el ámbito de las personas jurídicas. La Guía de Aplicación sobre las Listing Rules de la ASX señala al respecto que “(u)na entidad adquiere conciencia de la información si un director o ejecutivo (...) tiene, o razonablemente debiera tener, posesión de la información en el curso del cumplimiento de sus deberes como director o ejecutivo”²⁸. Es importante observar que la información cuyo conocimiento se imputa al emisor no sólo es aquella que es conocida por sus directores o ejecutivos, sino también la que estos debieran razonablemente conocer. De esta manera, la negligencia de un director o ejecutivo resulta im-

²⁷ El sistema de divulgación continua opera en los mercados de la Unión Europea, en Canadá y Australia, entre otros. Es también el sistema imperante en el Perú. No es el sistema que se aplica en la regulación federal del mercado de valores de los Estados Unidos, aunque sobre todo a raíz de la Ley Sarbanes Oxley de 2002 (que establece que las compañías listadas deberán revelar en forma rápida y corriente la información material relativa a cambios en su condición financiera o negocios que requiera la SEC mediante reglamento), existe una tendencia hacia mayores obligaciones de divulgar todos los hechos relevantes en forma continua y actual. Ver: BETHEL, Jennifer. “Recent Changes in Disclosure Regulation: description and evidence”. Consultado en: www.ssrn.com.

²⁸ Australian Securities Exchange. Guidance Notes 8 y 16.

putable a la empresa. Por otra parte, es interesante observar que no se imputa a la empresa toda la información que sus directores o ejecutivos conocían o debían conocer, sino sólo aquella que estos adquirieron o debieron adquirir “en el cumplimiento de sus deberes como directores o ejecutivos de la entidad”.

En el caso de las fusiones o adquisiciones, el conocimiento del emisor sobre una posible operación puede darse en distintos momentos del proceso. Tratándose de la empresa adquirente, por ejemplo, dado que el estudio y la determinación de realizar la operación viene de la misma empresa, lo normal será que exista conocimiento sobre la posible transacción desde una etapa relativamente temprana y que, por lo tanto, este elemento, necesario pero no suficiente para la existencia de una obligación de informar, quede configurado. La situación puede ser muy distinta en la sociedad adquirida, pues en caso que los vendedores sean los accionistas de la sociedad y no ésta, es posible que la empresa no adquiera conocimiento de la operación hasta un momento bastante tardío. En esta situación, pueden existir ciertos hechos que den indicación al emisor de la existencia de una negociación respecto de una operación societaria de importancia, pero ello no necesariamente implica el nivel de conocimiento tal que determine la obligación de informar.

Por ejemplo, la relación de un *due diligence* o revisión respecto de los negocios y situación financiera o legal de la empresa puede ser un indicativo para la administración de un emisor de que existe un interés de los accionistas por vender sus acciones o una negociación al respecto. Un accionista que controla una sociedad y está negociando la posible venta de sus acciones con un tercero podrá enfrentar el requerimiento del posible comprador de efectuar una revisión o *due diligence* de la empresa en forma previa a la concreción de la operación. La información necesaria para la revisión normalmente estará en poder de la empresa y no del accionista. En esta situación, el accionista deberá de alguna forma “causar” que la empresa ponga a disposición del posible comprador o de sus asesores, la información y documentación requerida para el *due diligence*. Ello obliga a poner en conocimiento de los ejecutivos de la empresa al menos el hecho de que existe algún tipo de revisión, de las que muchas veces preceden una operación societaria significativa. ¿Será esta situación suficiente para imputar a la empresa conocimiento de una negociación en curso y para gatillar una obligación de informar? Normalmente no, pues el solo hecho

de la realización de un *due diligence*, si bien permitiría especular sobre la existencia de una eventual transacción, no reviste el nivel de precisión necesario para configurar información material. Recuérdese la definición de la Directiva 2003/124/CE: “se entenderá que la información es de carácter preciso si indica una serie de circunstancias que se dan o pueden darse razonablemente o un hecho que se ha producido o que puede esperarse razonablemente que se produzca, cuando esa información sea suficientemente específica para permitir que se pueda llegar a concluir que el posible efecto de esa serie de circunstancias o hecho sobre los precios (...)”.

La información que debe revelarse es aquella concreta y de carácter preciso, y es con ese carácter concreto y preciso que la información debe ser conocida por el emisor para que exista obligación de informar. La obligación de informar no cabe ser interpretada o aplicada en forma de forzar a los emisores a revelar información que meramente dé lugar a especulación o, peor aún, a especular ellos mismos sobre el posible significado de información que no tiene carácter preciso. Es únicamente en este contexto que cabe interpretar las disposiciones anexas del Reglamento de Hechos de Importancia que exigen la revelación como hecho de importancia del “conocimiento por parte del emisor de planes de adquisición o enajenación de sus acciones, que otorguen de manera directa o indirecta un porcentaje igual o superior al diez por ciento (10%) del capital”. Se debe tratar de conocimiento preciso y objetivo de emisor sobre una operación concreta, no de una especulación sobre una mera posibilidad.

C. ¿Cuándo puede diferirse la revelación de información?

La regla general aplicable en los mercados con sistemas de divulgación continua que exige la divulgación inmediata de la información relevante conocida por el emisor admite excepciones, las que están basadas en el reconocimiento de que en ciertas circunstancias la divulgación prematura de información material puede dañar al emisor.

En este sentido, por ejemplo, el numeral 2 del artículo 6 de la Directiva 2003/6/CE señala: “Un emisor podrá, bajo su propia responsabilidad, retrasar la divulgación pública de la información privilegiada a que se refiere el párrafo primero para no perjudicial su intereses legítimos, siempre que tal omisión no sea susceptible de confundir al público y que el emisor pueda garantizar la confidencialidad de esta información. Los Estados miembros podrán exigir que el emisor informe

inmediatamente a la autoridad competente sobre su decisión de retrasar la divulgación pública de la información privilegiada". Y es que la obligación de divulgar información relevante no puede ser llevada al extremo de obligar a los emisores a sufrir daños injustificados ya que ello, al final, perjudica al propio público inversionista al afectar el valor de la empresa. En consecuencia, se reconoce que el emisor puede tener un interés digno de tutela jurídica en no revelar la información. Sin embargo, el interés de la empresa en mantener cierta información material sin revelar se protege en casos justificados y en tanto y en cuanto no ponga en peligro la transparencia del mercado. En caso de conflicto entre el interés de la empresa por no revelar y el de evitar el falseamiento del mercado, debe prevalecer este último. Como lo señala la guía de aplicación sobre las Listing Rules de la ASX, "la excepción reconoce que los anuncios prematuros pueden poner en peligro los legítimos intereses comerciales de una compañía y sus accionistas. Sin embargo, la excepción opera sólo en tanto la integridad del mercado no se vea afectada"²⁹.

La principal razón que justifica la postergación de la divulgación al mercado de información material poseída por la empresa en el contexto de operaciones de adquisición o venta es la existencia de una negociación aún no materializada en un contrato definitivo, que pueda verse afectada adversamente por la revelación de información. Como lo señala el artículo 3 de la Directiva 2003/124/CE de la Comisión, los intereses legítimos para no revelar información material pueden estar relacionados con "negociaciones en curso, o elementos relacionados, cuando el resultado o el desarrollo normal de esas negociaciones pueda verse afectado por la revelación pública de información". La norma continúa indicando que "en particular en el caso de que la viabilidad financiera del emisor esté en peligro grave e inminente, aunque no entre en el ámbito de la legislación sobre insolvencia aplicable, la revelación pública de información pondría en grave peligro el interés de los accionistas existentes y potenciales debilitando la conclusión de negociaciones específicas para garantizar la recuperación financiera a largo plazo".

Un criterio similar ha sido recogido con ocasión de las modificaciones a las reglas sobre revelación

de información en el formulario 8-K efectuadas por la SEC. En junio del 2002, la SEC publicó para comentarios una propuesta de modificación de sus reglamentos para ampliar significativamente los hechos que requerían ser revelados con el formulario 8-K, incluyendo, entre otros, la firma de cartas de intención y otros acuerdos no vinculantes, además de acuerdos definitivos que fueran materiales para la compañía. Las reglas finalmente promulgadas en agosto de 2004 descartaron expresamente la exigencia de informar la suscripción de acuerdos no vinculantes con el formulario 8-K, limitándola a acuerdos que fueran tanto materiales cuanto vinculantes para el emisor. La SEC señaló al respecto que "(m)uchos comentaristas se opusieron a nuestra propuesta para requerir la revelación de cartas de intención y otros acuerdos no vinculantes adicionalmente a la revelación de acuerdos definitivos que sean materiales para la compañía. Dichos comentaristas notaron que la revelación de acuerdos no vinculantes podría causar daños significativos a la empresa desde el punto de vista competitivo y generar excesiva especulación en el mercado. (...) En respuesta a los comentaristas, eliminamos el requisito de que las empresa revelan la suscripción de acuerdos no vinculantes de este ítem. (...) Hemos aclarado que solo acuerdos que establecen obligaciones que son materiales para la empresa y vinculantes respecto de ella, o derechos que son materiales para la empresa y que son exigibles por la compañía contra una o más de las partes del contrato, requieren ser reveladas de acuerdo con el ítem 1.01, independientemente de que el acuerdo material definitivo sea exigible sujeto a condiciones establecidas"³⁰.

Resulta especialmente interesante reproducir los comentarios de la American Bar Association (en adelante, "ABA") ante la SEC en el proceso de consulta previa de la regulación: "(C)onsideramos que es inapropiado exigir la revelación de acuerdos no vinculantes, debido a que tales acuerdos, por su propia naturaleza, no representan una obligación legalmente exigible frente a ninguna persona y, por lo tanto, no están maduros como para ser revelados obligatoriamente. Más aún, la revelación prematura de tales acuerdos podría ser engañosa para los inversionistas, debido a que no existe certeza de que un acuerdo vinculante será alcanzado, y podría generar daños competitivos a las partes.

²⁹ Australian Securities Exchange. Guidance Notes 8 y 30.

³⁰ U.S. Securities and Exchange Commission, Final Rule: Additional Form 8-K Disclosure Requirements and Acceleration of Filing Date. Release Notes 33-8400. 34-49424. File 57-22-02. Consultado en: www.sec.gov.

(...) Anuncios prematuros de fusiones o adquisiciones, en particular, pueden ser sumamente dañinos. Una compañía que es percibida como que está ‘a la venta’ puede tener dificultades conduciendo sus negocios y reteniendo empleados, clientes, proveedores y prestamistas. La volatilidad en los precios de la acción puede tener efectos disruptivos en las negociaciones. (...) Muchos acuerdos que serán ‘materiales’, especialmente acuerdos de fusiones o adquisiciones, no puede negociarse exitosamente en público. Más aún, muchas negociaciones preliminares se frustran; la revelación de acuerdos preliminares que al final no llegan a concretarse podría fomentar aún mayor especulación de la que normalmente surge luego del anuncio de acuerdos definitivos y podría causar disrupción en el mercado”. La ABA concluye recomendando en que se mantenga en estándar vigente en los Estados Unidos que no requiere la revelación de información sobre negociaciones en curso: “Las discusiones sobre fusiones y otras negociaciones comerciales generalmente no se revelan hasta que se celebra un acuerdo definitivo porque no existe un deber de revelar, no porque no sean materiales”³¹.

La existencia de negociaciones en curso como justificativo para diferir la revelación de información al mercado ha sido recogida por el artículo 34 de la LMV, que señala que “Puede asignarse a un hecho o negociación en curso el carácter de reservado cuando su divulgación prematura pueda acarrear perjuicio al emisor”. Es importante analizar los dos requisitos sustantivos que establece la LMV para que se configure la excepción. El primero es que se trate de un hecho o negociación “en curso”. Una negociación en curso es aquella que no ha concluido, es decir en la que existen aspectos pendientes de acuerdo o decisión. El lenguaje que utilizan las Listing Rules de la ASX, se debe tratar de “una propuesta o negociación incompleta”³². Una negociación estará “en curso” o no habrá sido completada en la medida en que no se haya alcanzado acuerdo entre las partes sobre todos los aspectos que componen el negocio u operación. Ello no se limita, a mi criterio, a los elementos de precio, estructura y condiciones que tipifican un “acuerdo en principio”, sino a todos los elementos necesarios para que se considere que existe un

contrato entre las partes, aunque dicho contrato tenga naturaleza preparatoria. No se olvide que conforme al artículo 1359 del Código Civil, “no hay contrato mientras las partes no estén conformes sobre todas sus estipulaciones, aunque la discrepancia sea secundaria”. De esta forma, deberá considerarse que existen negociaciones en curso hasta que las partes hayan alcanzado un acuerdo vinculante –un contrato– respecto de la operación.

Este criterio se identifica con la solución adoptada por la SEC respecto de la exigencia de revelación de contratos materiales. Existirá negociación en curso hasta que se alcance un acuerdo que vincule jurídicamente al emisor, lo que implica que la suscripción de cartas de intención y otros acuerdos no vinculantes, así contengan todos los elementos del negocio final, no implicarán normalmente la conclusión de las negociaciones. En los acuerdos no vinculantes no existe voluntad de las partes de obligarse jurídicamente. Se trata únicamente de documentos en los que se deja constancia de puntos sobre los cuales las partes tienen intención, sujeta a eventualidades y condiciones muchas veces plenamente potestativas de obligarse en el futuro. Frecuentemente, por su misma naturaleza estos acuerdos no implican la conclusión de una negociación ya que pueden ser objeto de revisión al solo criterio de una de las partes.

En cambio, la celebración de un contrato preparatorio o de un contrato sujeto a condiciones suspensivas en el que se establezca al menos las condiciones esenciales del negocio (precio, estructura, condiciones) sí implicará normalmente la conclusión de una negociación. En estos casos se habrá creado ya una relación jurídica obligacional que no puede ser modificada unilateralmente, lo que implicará a mi criterio, en principio, la conclusión de las negociaciones. Es por ello que en el artículo 11 del Reglamento de Hechos de Importancia se establece que “los hechos de importancia que requieran una aprobación adicional por parte de otros órganos societarios, autorizaciones administrativas, o de cualquier otra índole, deberán ser comunicados al mercado, indicando que la decisión o acuerdo está condicionado a la aprobación por el órgano correspondiente y/o la obtención de las

³¹ American Bar Association. Section on Business Law. Carta del 12 de setiembre de 2002 a la Securities and Exchange Comisión. Consultada en: www.sec.gov/rules/proposed/s72202/skeller1.htm.

³² Australian Securities Exchange. Listing Rules, 3.1.A3.

autorizaciones administrativas que sean exigidas” y que “las decisiones o acuerdos adoptados con condición suspensiva, deberán también ser comunicados al mercado como hechos de importancia (...) precisando expresamente que los mismos están sujetos al cumplimiento de determinada condición”.

Sin embargo, no debe perderse de vista que el análisis de si la celebración de un acuerdo implica la conclusión de las negociaciones será siempre una cuestión casuística que deberá resolverse en función a las circunstancias. Por ejemplo, si un emisor de valores cotizados celebra un contrato de opción –que le da el derecho, pero no la opción de adquirir un determinado activo– ese hecho no determinará necesariamente la conclusión de las negociaciones, pues para concretar la adquisición probablemente será necesario aún efectuar una revisión y adoptar decisiones internas de celebrar el contrato definitivo. En este caso, por más que se haya celebrado un contrato (y, en sentido estricto, hayan concluido las negociaciones respecto de la opción) podrían no considerarse concluidas las negociaciones sobre la posible adquisición.

El segundo elemento sustantivo que exige la LMV para que proceda mantener en reserva información sobre un hecho de importancia es que la revelación prematura pueda causar perjuicio al emisor. Como se ha visto anteriormente, los perjuicios que puede ocasionar la revelación prematura de información son diversos. Pueden darse, por un lado, respecto de la negociación en sí misma, que seguramente requiere de un grado de confidencialidad para poder desarrollarse. La divulgación de una negociación puede también despertar el interés de los competidores y de esa forma frustrar una operación de adquisición que hubiera sido beneficiosa para la empresa. Puede dificultar la obtención de una aprobación regulatoria, en los casos en los que la exposición en prensa pueda “politizar” una decisión que debiera ser estrictamente técnica, como, por ejemplo, en el caso de sectores sujetos a control de concentraciones.

Desde el punto de vista formal, el artículo 34 de la LMV exige que el acuerdo de mantener un hecho de importancia bajo reserva sea adoptado al

menos por las tres cuartas partes de los integrantes del directorio. El artículo 35 de la LMV señala que “el acuerdo (...) debe ser puesto en conocimiento de CONASEV dentro del día siguiente a su adopción” y que “el hecho debe ser divulgado tan pronto cese la causa de la reserva”. Finalmente, el artículo 36 establece que “quienes, por dolo o culpa, contribuyan con su voto a la adopción del acuerdo que califique como reservado un hecho o negocio sin que concurren los supuestos que para ello se señala en el artículo 34^o, responden solidariamente, entre sí y con la sociedad, por los perjuicios que con ello ocasionen a terceros”.

La intención de la norma, al establecer un requisito de aprobación en el directorio con mayoría calificada y un régimen de responsabilidad personal por una indebida calificación, es claramente confiar la adopción de esta decisión a los emisores, regulando los mecanismos e incentivos necesarios para que la decisión se adopte en forma cuidadosa. Por esta razón la LMV no atribuyó a CONASEV la facultad de levantar la reserva de la información calificada como tal por el emisor. No obstante ello, en el Reglamento de Hechos de Importancia esta institución estableció que “una vez recibida la solicitud de reserva, la Presidencia del Directorio de CONASEV evaluará la justificación presentada así como las medidas adoptadas por el emisor para salvaguardar la información reservada o privilegiada (...), a fin de decidir si el hecho informado con carácter de reserva reúne las características de tal”. La norma añade que “(e)sta decisión es irrecurrible”.

Naturalmente, puede cuestionarse la auto-atribución por una entidad administrativa de una facultad que no le ha sido conferida legalmente. Como lo expresa magistralmente García de Enterría: “(L)a legalidad atribuye facultades a la Administración, precisamente. La legalidad otorga facultades de actuación, definiendo cuidadosamente sus límites, apodera, habilita a la Administración para su acción, confiriéndole al efecto poderes jurídicos. Toda actuación administrativa se nos presenta así como ejerció de un poder atribuido previamente por la Ley y por ella delimitado y construido. Sin una atribución legal previa de facultades la Administración no puede actuar, simplemente”³³.

³³ GARCÍA DE ENTERRÍA, Eduardo y Tomás FERNÁNDEZ. “Curso de Derecho Administrativo”. Tomo I. Duodécima edición. Madrid: Thomson Civitas. 2004. p. 449.

Es también cuestionable la constitucionalidad de una disposición reglamentaria que consagre el carácter irrecurrible de una decisión de la administración que produce efectos jurídicos sobre los intereses de un administrado en una situación concreta, teniendo en cuenta que el derecho a la revisión jurisdiccional de las decisiones administrativas está garantizado por el artículo 148 de la Constitución.

Sin perjuicio de lo anterior, no resulta razonable suponer que la administración cuente con la capacidad para determinar si la divulgación de un hecho o negociación en curso es prematura o puede causar perjuicio al emisor mejor que el directorio del emisor, que, por lo demás, ha actuado con la altísima mayoría calificada que exige la LMV y bajo la amenaza de la responsabilidad personal y solidaria que dicha norma prescribe. Menos aún pareciera que dicha determinación se pueda hacer en una decisión “irrecurrible” que sólo parecería propia de un ser infalible. No se debe olvidar que la divulgación prematura de una negociación en curso puede generar perjuicios muy significativos y posiblemente irremediables a un emisor (y, por tanto, a los tenedores de sus valores mobiliarios) y puede generar desconcierto y falta de información adecuada en el mercado. El numeral 1 del artículo 6 de la Directiva 2003/6/CE señala por ello que la decisión de retrasar la divulgación de un emisor corresponde al emisor, quien la adopta “bajo su propia responsabilidad”. Nótese igualmente cómo las DTR señalan expresamente que la determinación de si un emisor tiene o no un interés legítimo que podría ser afectado por la revelación de información privilegiada “es una determinación que debe ser efectuada por el emisor en primera instancia”. Incluso en el caso de las Listing Rules de la ASX, cuya exigencia de transparencia es ciertamente elevada, la facultad de la ASX de solicitar la revelación de información que el emisor ha determinado debe mantenerse en reserva está vinculada a la existencia de un falseamiento del mercado, es decir de circunstancias –tales como la filtración de información o especulación con bases erróneas– que afecten la transparencia del mercado. La Guía de Aplicación de las Listing Rules señala que aún en tal caso, “la práctica usual de ASX es consultar a la entidad sobre cualquier preocupación respecto de que exista un falseamiento del mercado antes

de tomar cualquier tipo de acción bajo la regla”³⁴. Parece claro, entonces, que el tratamiento de la denominada información reservada en la LMV y el Reglamento de Hechos de Importancia requiere ser revisado.

D. Requisitos adicionales

En el derecho comparado se exige que concurren ciertas circunstancias, además del potencial daño para el emisor, para que se mantenga la reserva del hecho. Las principales de ellas tienen que ver con la confidencialidad de la información y las medidas para controlar su flujo y evitar su filtración. Mientras la información no sea revelada al mercado en la forma establecida legalmente, ésta debe ser mantenida bajo estricta confidencialidad y reserva. El rompimiento de la reserva precipita el deber de divulgación pública, sin perjuicio de las responsabilidades que pueden derivar del régimen aplicable a la información privilegiada.

El concepto de confidencialidad a aplicar para estos efectos es estricto. Al respecto, la guía de aplicación sobre las Listing Rules de la ASX señalan: “Confidencial en este contexto tiene el sentido de secreto. Quiere decir que la información está en posesión únicamente de quienes no transarán en los valores del emisor y que existe control sobre el uso de la información. Si es claro que la información no es confidencial o ASX tiene esa opinión, la Regla 3.1A.2 no se cumple y la excepción no es aplicable (...). La pérdida de confidencialidad puede ser indicada por cambios en el precio de los valores de la entidad que no pueden explicarse de otra forma o por referencias a la información en los medios o en reportes de analistas. ASX tomará en consideración todas las circunstancias de cada caso para decidir si considera que la confidencialidad se ha perdido. Será más probable considerar que la confidencialidad se ha perdido cuando las referencias a la entidad o sus propuestas son significativas y creíbles y los detalles son razonablemente específicos”³⁵.

En este sentido, en el numeral 2 del artículo 3 de la Directiva 2003/124/CE de la Comisión se establece que los siguientes requisitos, relacionados al resguardo de la confidencialidad, deben concurrir a fin de que el emisor pueda diferir

³⁴ Australian Securities Exchange, Guidance Notes 8 y 42.

³⁵ Australian Securities Exchange, Guidance Notes 8 y 34.

la revelación pública de información privilegiada: (i) “que los emisores hayan adoptado las medidas oportunas para negar el acceso a esa información a personas que no sean las que deban tenerlo en el ejercicio de sus funciones en el emisor”; (ii) “que los emisores hayan adoptado las medidas necesarias para garantizar que las personas que tengan acceso a esa información reconozcan las obligaciones legales y reglamentarias que implica y sean conscientes de las sanciones relacionadas con el uso inadecuado o impropio de la sanción de dicha información”; y (iii) “que los emisores cuenten con medidas que permitan la revelación pública inmediata de información en caso de que el emisor no pudiera garantizar la confidencialidad de la información privilegiada pertinente”. Adicionalmente, el numeral 3 del artículo 6 de la Directiva 2003/6/CE exige que los emisores o las personas que actúan en su nombre o por cuenta de ellos, cuenten con una lista de las personas que trabajan para ellas y que tengan acceso a información privilegiada.

El Reglamento de Hechos de Importancia establece requisitos similares a los contenidos en la normativa europea. Así, el artículo 10 señala que “durante la fase de reserva, el emisor deberá observar lo siguiente: 1. No podrá comentar o revelar hechos que hayan sido calificados como información reservada; 2. Limitar el número de personas que tengan acceso a la información reservada, que se lleve un registro con sus nombres y que se les advierta expresamente su condición, sin perjuicio de la presunción de acceso a información privilegiada a que se refiere la Ley; 3. Exigir un compromiso de confidencialidad a las personas ajenas a la entidad que sean conocedoras de la información reservada y que no estén vinculadas por las Normas Internas de Conducta del emisor a que se refiere el artículo 13 del presente reglamento; 4. Llevar un control riguroso de los documentos, de forma que no estén al alcance físico ni informático de personas no conocedoras de información reservada”. Adicionalmente, el artículo 9 del Reglamento de Hechos de Importancia exige que al comunicar el hecho reservado el emisor incluya la lista de las personas que conocen la información.

E. Rumores y filtraciones

La existencia de rumores, menciones en la prensa sobre una posible transacción, o la variación súbita de los precios, son factores que pueden determinar la necesidad de que la información por cuya reserva se ha optado deba ser revelada o que se efectúe algún otro tipo de declaración con la finalidad de evitar el falseamiento del mercado.

De hecho, no es infrecuente en el mercado de valores peruano que se publique en medios de comunicación sueltos o rumores respecto de supuestas operaciones de compra o venta de empresas. Tampoco es infrecuente que un emisor, mencionado o no en tales publicaciones, reciba una comunicación de la Bolsa de Valores de Lima o de la CONASEV solicitando información respecto de una supuesta operación de fusión o adquisición mencionada en la prensa o de cualquier hecho que el emisor conozca que pueda explicar movimientos inusuales en sus acciones. En el supuesto de rumores o publicaciones, de haberse comunicado en su momento un hecho de importancia de carácter reservado, la CONASEV puede requerir al emisor su divulgación. Así, el segundo párrafo del artículo 9 del reglamento de Hechos de Importancia señala que “En caso que CONASEV advierta rumores en los medios de comunicación o en los mercados, o movimientos especulativos que afecten al valor y que estén relacionados con la posible filtración de la referida información, pondrá en conocimiento del emisor tal circunstancia a fin de que proceda a difusión como hecho de importancia”. Adicionalmente, el artículo 7 del Reglamento de Hechos de Importancia consagra normativamente un deber de los emisores velar por la exactitud y transparencia de la información en el mercado y de corregir versiones falsas: “En el caso que se difunda en el mercado información falsa, inexacta o incompleta respecto de hechos de importancia y otras comunicaciones, los emisores deben aclarar o desmentir esas informaciones (...)”. Ello implica que, en muchos casos, el simplemente negarse a comentar rumores no resultará acorde con la obligación de informar de un emisor cuyos valores se negocian en el mercado público en el Perú.

Surge siempre la cuestión de cómo debe responder un emisor a rumores respecto de posibles operaciones que se presentan en el mercado. Con frecuencia, la actitud del emisor es simplemente responder con un “sin comentarios”, indicando que la empresa no se pronuncia sobre especulaciones o comentarios periodísticos. Sin embargo, ello no siempre resulta apropiado en circunstancias en las que los rumores y la ausencia de una versión clara por parte del emisor puede comenzar a afectar la transparencia del mercado. En estas circunstancias, un emisor puede verse requerido a dar información para evitar el falseamiento del mercado. En este punto resulta ilustrativa la explicación contenida en la Guía de Aplicación de las Listing Rules de la ASX: “En general, al determinar si un anuncio es requerido, ASX examinará el contexto en el que los comentarios en medios o la especulación ocurren,

el grado de detalle y la materialidad de la información. ASX tendrá en cuenta anuncios relevantes previos hechos por la entidad y comentarios relevantes previos en la prensa. Cuando los comentarios en los medios expresan la opinión o una suposición de un analista o comentarista del mercado sobre una transacción o estrategia probables y no hay movimiento aparente en el volumen de negociación o precio de la acción, no es probable de que ASX tenga la posición de que se requiere un anuncio. Cuando el comentario en los medios parece recoger en detalle y en forma específica un cambio material de estrategia o una transacción material próxima a ocurrir, o la información sea atribuida a los involucrados en el hecho, o existan o es probable que existan movimientos en el precio o volumen de transacción de la acción, ASX probablemente tenga la posición de que un anuncio se requiere³⁶.

También resulta interesante al respecto el tratamiento previsto en el numeral 202.03 del Manual para Empresas Listadas de la New York Stock Exchange (en adelante, "NYSE"): "El mercado de los valores de una compañía debe ser vigilado cuidadosamente en la época en la que se está considerando asuntos corporativos significativos. Si rumores o actividad inusual en el mercado indican que se ha filtrado información sobre desarrollos próximos, una declaración franca y explícita es claramente requerida. Si los rumores son falsos o inexactos, deben ser prontamente negados o aclarados. Declarar que la compañía no tiene conocimiento de desarrollos corporativos que afecten la actividad inusual del mercado puede tener un efecto saludable. (...) Si los rumores son correctos o hay desarrollos, una declaración inmediata y transparente al público sobre el estado de las negociaciones o desarrollo de planes corporativos en el área objeto de los rumores debe ser efectuada en forma abierta y directa. Tales declaraciones son esenciales a pesar de los inconvenientes que puedan causar desde el punto de vista empresarial y así la materia no haya sido presentada aún al directorio de la empresa para su consideración"³⁷.

F. Revelación selectiva

Una práctica que ha venido mereciendo la atención de los reguladores de los mercados más

desarrollados es la denominada revelación selectiva ("*selective disclosure*"), consistente en la revelación de información sensible respecto de la empresa, sus negocios y planes, a analistas y accionistas importantes, normalmente en una conferencia telefónica o presentación cerrada. Mediante la revelación selectiva, es posible discutir con un grupo de inversionistas o analistas especialmente importantes una operación de adquisición o venta que la compañía viene analizando, sin que dicha información sea revelada al mercado en su conjunto.

Evidentemente, la revelación selectiva de información material no pública plantea importantes cuestiones desde el punto de vista de la obligación de informar en el mercado de valores y las prohibiciones de revelar información privilegiada. Por estas razones, en el año 2000 la SEC emitió la Regulation FD ("*fair disclosure*") con la finalidad de poner término a la revelación selectiva de información que pudiera afectar la transparencia del mercado. La SEC expresó que "(m)uchos emisores están revelando información no pública de importancia, tal como avisos anticipados de resultados, a analistas de valores o a determinados inversionistas institucionales, o a ambos, antes de hacer una revelación de dicha información al público en general. Donde esto ha sucedido, aquellos que tuvieron acceso a la información anticipadamente fueron capaces de realizar una ganancia o evitar una pérdida a expensas de aquellos que fueron mantenidos a oscuras. Consideramos que la práctica de revelación selectiva lleva a una pérdida de confianza de los inversionistas en la integridad de nuestro mercado de capitales. Inversionistas que vean que el precio de un valor cambia dramáticamente y sólo luego reciban acceso a la información que justifica ese movimiento, tienen razón en cuestionar si están jugando en una cancha pareja con los "*insiders*"³⁸.

La Regulation FD establece que toda información material que un emisor revele a analistas de inversiones o a accionistas del emisor que podrían transar sobre la base de la información, debe también revelarse al conjunto del mercado. Dicha revelación al público debe efectuarse simultáneamente a la revelación selectiva en caso de ser ésta conciente y tan pronto sea posible en

³⁶ Ibidem.

³⁷ New York Stock Exchange. Listed Company Manual. Consultado en: www.nyse.com/lcm.

³⁸ U.S. Securities and Exchange Commission. Final Rule, Selective Disclosure and Insider Trading, release 33-7881, 34-43154, IC-24599, File S7-31-39. Consultado en: www.sec.gov.

caso que la revelación selectiva no haya sido conciente. La norma exceptúa del tratamiento como información selectiva, entre otras, a las comunicaciones hechas a personas que prestan servicios a un emisor con relación a una transacción y tienen un deber de confidencialidad tales como abogados o banqueros de inversión, así como a las personas que expresamente se comprometen a guardar la confidencialidad de la información. El modelo norteamericano de regulación de la información selectiva ha sido recogida en la Directiva 2003/6/CE de la Unión Europea, que señala: "Cuando un emisor o una persona que actúe en su nombre o por cuenta de aquél revele información privilegiada a un tercero en el normal ejercicio de su trabajo, su profesión o sus funciones, según lo mencionado en la letra a) del artículo 3, los Estados miembros exigirán que haga pública tal información, debiendo hacerlo simultáneamente en el caso de revelación intencional, o bien prontamente en el caso de revelación no intencional"³⁹. La misma disposición añade que tales consecuencias no serán de aplicación "si la persona que recibe la información tiene un deber de confidencialidad, con independencia de que esa obligación se base en una norma legal, reglamentaria, estatutaria o contractual".

De acuerdo con el tratamiento de la información selectiva en el derecho comparado, la empresa puede revelar a sus asesores información material sobre una operación en curso sin incurrir en la obligación de revelar dicha información al mercado, en la medida que dichos asesores tengan o asuman una obligación de confidencialidad. De aquí la importancia que asumen los compromisos de confidencialidad que muchas veces se asume en el contexto de operaciones de fusiones y adquisiciones. La LMV no contempla un tratamiento específico para la revelación selectiva. Sin embargo, la regulación de la información reservada contenida en el reglamento de Hechos de Importancia conduce a admitir implícitamente la licitud de la revelación que haga un emisor de información privilegiada a las personas que requieran conocerla por razón de

su función en la medida que estén vinculadas por obligaciones de confidencialidad. Asimismo, implica que dicha revelación no conlleva la pérdida de reserva de la información ni genera la obligación de revelarla al mercado⁴⁰. Sin embargo, como se indica más adelante, habida cuenta de la importancia del tema y de las graves consecuencias que derivan de la revelación de información privilegiada, es necesario que se incorpore como excepción a la prohibición de revelación de información privilegiada aquella que se haga a los asesores de la empresa en el contexto del análisis o ejecución de una operación de fusión o adquisición, entre otros supuestos.

G. ¿Cómo informar?

La divulgación de información al mercado respecto de una operación de fusión o adquisición normalmente se realiza a través de un comunicado de prensa ("*press release*"). Este puede ser emitido por la empresa adquirente, por la adquirida, o por ambas, individual o conjuntamente. Con frecuencia, incluso en los casos en que el comunicado no es conjunto, ambas partes convienen en la necesidad de que cuente con su mutua aprobación. El comunicado describe sucintamente la operación y frecuentemente incluye expresiones del representante de la empresa o empresas que lo emiten respecto a la operación que se anuncia. Obsérvese lo que señala al respecto el Listed Company Manual de la NYSE: "El medio normal para publicar información corporativa de importancia es un comunicado de prensa. Este puede ser por teléfono o escrito. Cualquier emisión de información que razonablemente pueda esperarse que tenga impacto en el mercado de los valores de la empresa debe ser remitido a los servicios noticiosos y la prensa "para difusión inmediata"⁴¹.

La comunicación al público en general debe normalmente ser acompañada o precedida de la entrega de la información a las bolsas de valores o a los reguladores del mercado de valores. Al respecto, por ejemplo, los numerales 2 y 3 del artículo 82 de la Ley del Mercado de Valores de

³⁹ La letra a) del artículo 3 de la Directiva 2003/6/CE establece como excepción a la prohibición de revelar información privilegiada la que se haga a cualquier persona "en el ejercicio normal de su trabajo, profesión o funciones".

⁴⁰ En tal sentido, no obstante que el inciso 1 del artículo 10 del Reglamento de Hechos de Importancia establece que durante el período de reserva el emisor "no podrá comentar o revelar hechos que hayan sido calificados como información reservada", el inciso 2 indica que a la vez deberá "limitar el número de personas que tengan acceso a la información reservada, que se lleve un registro con sus nombres y que se les advierta expresamente de su condición (...)" y el inciso 3 señala que el emisor debe "exigir un compromiso de confidencialidad a las personas ajenas a la entidad que sean conocedoras de la información privilegiada y que no estén vinculadas por las Normas Internas de Conducta del Emisor a que se refiere el artículo 13 del presente Reglamento".

⁴¹ New York Stock Exchange, Listed Company Manual 202-06.

España señalan: “Los emisores de valores están obligados a hacer pública y difundir, en los términos que reglamentariamente se establezcan, inmediatamente al mercado toda información relevante. Asimismo, remitirán a la Comisión Nacional del Mercado de Valores esa información. (...) La comunicación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores deberá hacerse simultáneamente a su difusión por cualquier otro medio y tan pronto como sea conocido el hecho, se haya adoptado la decisión o firmado el acuerdo o contrato con terceros del que se trate. El contenido de la comunicación deberá ser veraz, claro, completo y, cuando así lo exija la naturaleza de la información, cuantificado, de manera que no induzca a confusión o engaño. Los emisores de valores difundirán también esta información en sus páginas de Internet. No obstante, cuando la información relevante pueda perturbar el normal desarrollo de las operaciones sobre los valores del emisor o poner en peligro la protección de los inversores, el emisor deberá comunicar la información relevante, con carácter previo a su publicación, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que la difundirá inmediatamente”.

Un mecanismo más interesante es el del Reino Unido, donde las DTR establecen que la información a ser revelada debe entregarse a un “Regulated Information Service” (en adelante, “RIS”) que es cualquiera de los sistemas de recopilación y revelación de información operados por empresas privadas que haya sido debidamente autorizado por la FSA⁴². Asimismo, los emisores deberán asegurarse que la información difundida por un RIS se encuentre disponible en la página web de la empresa a más tardar al cierre de las operaciones del día hábil siguiente a la difusión del anuncio a través del RIS.

El artículo 28 de la LMV establece la obligación del emisor de divulgar sus hechos de importancia a la CONASEV y a la Bolsa de Valores y la de “divulgar tales hechos en forma veraz suficiente y oportuna”. El artículo 3 del Reglamento de Hechos de Importancia señala únicamente que los emisores “se encuentran obligados a informar a CONASEV y, cuando corresponda, a la Bolsa o al responsable del mecanismo centralizado de negociación respectivo, los actos, hechos acuerdos o decisiones y otras comunicaciones a que se refiere el presente Reglamento”, omitiendo la

obligación del emisor, consagrada en la LMV, de divulgar tales hechos al mercado en forma veraz, suficiente y oportuna. Evidentemente, con ello no se ha derogado la obligación legal que tiene el emisor de divulgar la información directamente al mercado. Sin embargo, la omisión permite percibir el énfasis que el Reglamento de Hechos de Importancia pone en exigir que la información se entregue a la CONASEV.

Ello sucede incluso en caso de que exista en el mercado información falsa o inexacta, situación en la que, según el artículo 6, los emisores tienen la obligación de aclarar o desmentir esas informaciones. En este supuesto, la norma no exige, como uno podría suponer, que los emisores emitan y entreguen de inmediato un comunicado o nota de prensa a los medios, sino que ordena que hagan la aclaración “mediante una comunicación presentada oportunamente conforme al procedimiento establecido en el presente Reglamento para los hechos de importancia” (es decir, a la CONASEV, y en su caso a la Bolsa). El Reglamento de Hechos de Importancia obliga también a presentar a CONASEV toda nota de prensa, declaración a medios de comunicación, exposiciones a analistas o inversionistas, etcétera, en las que se entregue información relativa a la evolución general del emisor o su grupo económico, y obliga a los emisores a “asegurarse que la información proporcionada a través de medios de comunicación no difiera de la presentada al RPMV, a la Bolsa o al responsable del mecanismo centralizado de negociación respectivo”.

Un aspecto positivo que merece relevarse de la labor de CONASEV consiste en la puesta en funcionamiento del denominado Sistema MVNet, regulado por Resolución CONASEV 8-2003-EF/94.10. Este sistema permite que los emisores de valores inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores comuniquen sus hechos de importancia a través de un sistema electrónico, a través del cual la información debe aparecer sin mayor demora en la página web de CONASEV. Al respecto, el artículo 11 del Reglamento del Sistema MVNet señala que “(l)a información calificada y comunicada por la entidad obligada como hecho de importancia, será publicada instantánea y automáticamente en la página web de CONASEV y en las páginas web de las Bolsas respectivas, por lo que será de entera responsabilidad de la entidad

obligada la difusión al mercado de aquellos hechos calificados como de importancia”.

H. Aspectos multijurisdiccionales

A raíz de la internacionalización de los mercados de valores, es cada vez más frecuente que un emisor tenga sus valores cotizados en mercados de más de un país, así como que las operaciones de fusiones o adquisiciones involucren partes de diferentes jurisdicciones. En estos casos se presenta la necesidad de cumplir con normas de revelación de información respecto de operaciones propias de las distintas jurisdicciones afectadas.

El tratamiento que normalmente se busca en estos casos es que el anuncio sea hecho simultáneamente en las jurisdicciones o mercados relevantes. En este sentido, por ejemplo, el numeral 4 del artículo 2 de la Directiva 2003/6/CE señala que “los Estados miembros exigirán a los emisores que tengan un cuidado razonable para asegurarse de que la divulgación de información privilegiada al público sea lo más sincronizada posible entre todas las categorías de inversores de todos los estados miembros en los que estos emisores hayan solicitado o aprobado la admisión a cotización de sus instrumentos financieros en un mercado regulado”. En forma similar, las Listing Rules de la ASX establecen que la información sobre un anuncio debe ser presentada a ASX no más tarde que cuando se entrega en un mercado extranjero. La norma, sin embargo, faculta que la divulgación se realice primero en el mercado extranjero cuando ASX está cerrada y las normas del mercado extranjero exigen la divulgación inmediata. Finalmente, establecen que los emisores listados en ASX deben presentar a ésta cualquier información material que presenten a una bolsa de valores en el extranjero⁴³.

A este respecto, el Reglamento de Hechos de Importancia señala que “los emisores que por iniciativa oferten valores en el país y en el extranjero deberán presentar a CONASEV a la Bolsa o al responsable del mecanismo centralizado de negociación respectivo, toda información no contemplada en el presente reglamento que publique o ponga a disposición de los potenciales inversionistas, en la misma oportunidad de

entrega establecida en los otros países en los que la oferta se lleve a cabo”⁴⁴. La norma es claramente insuficiente, pues no incluye el requisito de información simultánea en los diferentes mercados. Asimismo, la norma puede conducir a que se presente en el Perú información que no resulte material y que se entregue en otras jurisdicciones por razones regulatorias.

Por otra parte, hay que destacar que la norma se aplica sólo a las sociedades cuyos valores sean objeto de oferta pública en el Perú por propia iniciativa, y no de aquellas sociedades extranjeras cuyos valores resultan listados en el Perú por iniciativa de una sociedad agente de bolsa, de acuerdo con lo previsto en el artículo 15 del Reglamento de Inscripción y Exclusión de Valores Mobiliarios en la Rueda de Bolsa⁴⁵. Dicho artículo establece que, cuando un valor extranjero admitido a negociación en las bolsas de valores o mercados organizados, debidamente autorizados, de países que forman parte del Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores, se lista a solicitud del emisor, “éste deberá cumplir con presentar a la bolsa, durante la vigencia del listado, la misma información que se exige en las Bolsas o Mercados donde el valor se encuentre listado”. En el caso de valores de emisores extranjeros que no se encuentren admitidos a cotización en los referidos mercados, el emisor se encuentra sujeto a las obligaciones de transparencia de la normativa nacional. Por otro lado, la normativa correspondiente al segmento de capital de riesgo de la Bolsa de Valores de Lima establece también que en ciertos casos las obligaciones de informar de los emisores cuyos valores se inscriben para negociación en ese segmento se sujetan a las normas del mercado principal en el que están listados⁴⁶.

IV. EL USO INDEBIDO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA

El segundo de los grandes temas que suscita la información en el contexto de las fusiones y adquisiciones es el del uso indebido de información privilegiada. La relación entre fusiones y adquisiciones e información privilegiada es bastante clara en la literatura y muchos de los casos de *insider trading* más conocidos se

⁴³ Australian Securities Exchange. Guidance Notes 8 y 63.

⁴⁴ Reglamento de Hechos de Importancia, artículo 7.

⁴⁵ Resolución CONASEV 125-1998-EF/94.10.

⁴⁶ Resolución CONASEV 026-2005-EF/94.10.

encuentran vinculados a fusiones o adquisiciones⁴⁷. Numerosos estudios, realizados principalmente con base en el mercado de valores de los Estados Unidos, evidencian importantes incrementos en el precio y el volumen de negociación de los valores de una sociedad en el período previo al anuncio público de una adquisición. Los autores ofrecen dos tipos de explicaciones para este fenómeno: el *insider trading* y la compra de valores por parte de inversionistas alertados por la publicación de notas o rumores aparecidos en la prensa⁴⁸. Un estudio empírico de los casos de *insider trading* seguidos por la SEC indica que aproximadamente la mitad del incremento de precios anterior al anuncio de una adquisición es atribuible a operaciones realizadas por *insiders*⁴⁹. En palabras de uno de los más ardorosos defensores de la penalización del *insider trading*, el profesor James Cox: "Las fusiones y adquisiciones están plagadas de casos de *insider trading* en la etapa pre anuncio. Esto es así porque estas operaciones involucran primas significativas respecto de la cotización de mercado de la firma adquirida y porque su planeamiento y ejecución involucran a un gran número de personas, cada una de las cuales enfrenta la tentación de obtener ganancias seguras y de incierta detección en caso que decidan negociar con base en su conocimiento anticipado de la transacción. Cada estudio hecho respecto de la negociación alrededor de adquisiciones demuestra consistentemente que las filtraciones y el abuso de la información privilegiada es un problema general con relación a las fusiones y adquisiciones"⁵⁰.

Existen diferentes posiciones filosóficas y doctrinales respecto de la conveniencia o inconveniencia de proscribir el *insider trading*⁵¹. Sin embargo, más allá del debate académico, la prohibición del *insider trading* es un elemento universal en la legislación del mercado de valores

y tiene implicaciones fundamentales en el contexto de las fusiones y adquisiciones.

En general, las disposiciones en materia de información privilegiada tienen la finalidad de evitar que ciertas personas, en posesión de información material no pública respecto de los valores de una determinada empresa, realicen transacciones en el mercado de valores sobre la base de dicha información. Como se comprende fácilmente, el tratamiento de la información privilegiada es de importancia fundamental en el contexto de las fusiones y adquisiciones. Desde el momento en que existe información material y hasta que ésta se haya difundido al mercado, existen una serie de conductas prohibidas para el emisor, personas relacionadas con éste y terceros. En esta sección analizaré los principales aspectos en los que la regulación del *insider trading* resulta relevante para efectos de las fusiones y adquisiciones.

A. El origen de la prohibición en el derecho norteamericano

La prohibición del uso indebido de la información privilegiada, como muchas de las instituciones fundamentales del derecho del mercado de valores, se origina en el derecho federal norteamericano. Sin embargo, en este caso se trata fundamentalmente de una construcción jurisprudencial alrededor de la Regla 10b-5 expedida por la SEC de acuerdo con lo previsto en la Sección 10B de la Exchange Act de 1934⁵². La prohibición tiene dos tipos de fundamentos conceptuales. El primero es el de la violación de un deber fiduciario que los "*insiders*" de una sociedad tienen frente a ella y a sus accionistas, de no revelar o aprovecharse de determinada información de la empresa. El deber se extiende a las personas, fuera de la empresa emisora, que

⁴⁷ Ver, en general: PRAT RODRIGO, Margarita. "Uso ilegal de la información privilegiada en las ofertas públicas de adquisición de acciones". Madrid: Deusto. 1990.

⁴⁸ PRAT RODRIGO, Op. cit. pp. 48 y siguientes.

⁴⁹ MUELBROEK, Lisa. "An empirical analysis of illegal insider trading". Journal of Finance 47. 1961-1999. 1992. Para una excelente descripción de la literatura sobre la materia ver: ARNOLD, Tom; ERWIN, Gayle; NAIL, Lance y Terry NIXON. "Do option markets substitute for stock markets? Evidence from trading on anticipated tender offer announcements". Consultado en: www.fma.org/Chicago/Papers/InformedOptions.pdf.

⁵⁰ COX, James. Testimonio ante el United States Senate Committee on the Judiciary. 26 de setiembre de 2006. Consultado en: judiciary.senate.gov/print_testimony.cfm.

⁵¹ Desde el punto de vista económico se argumenta, a favor de despenalizar el *insider trading*, que esta práctica ayuda a que los precios reflejen más rápidamente información material que no pueda ser revelada razonablemente por el emisor y que permite retribuir y dar incentivos correctos a los administradores de la empresa. En defensa de la prohibición del *insider trading* se señala que ésta es un elemento necesario para que funcione el sistema de divulgación obligatoria de información material; que el uso de información privilegiada afecta negativamente a los inversionistas y al emisor; que es injusto; y que al permitir la apropiación y uso de información de la empresa afecta los incentivos para producir información útil. Ver: BAINBRIDGE, Stephen N. "Securities Law, insider trading". New York: Foundation Press. 1999. pp. 125 y siguientes.

⁵² Ver, en general: BAINBRIDGE, Stephen N. Op. cit. Loc. cit.

reciben la información con base en una relación fiduciaria o de confianza con la persona que se las transmite. Este deber impide transar con acciones de la propia empresa emisora cuando se está en posesión de información material que no ha sido puesta a disposición de los accionistas, pero no alcanza el supuesto en que la información proviene de una fuente ajena a la empresa. El segundo fundamento conceptual es la teoría llamada “*missappropriation*” o “apropiación indebida”, según la cual la prohibición alcanza a las personas que, sin tener una relación fiduciaria directa o indirecta con el emisor o sus accionistas, se apropian indebidamente de información material no pública. Esta teoría permite penalizar la actuación con base en información material no pública cuya fuente no es la empresa emisora. El tratamiento del *insider trading* en los Estados Unidos tiene además un régimen especial cuando la información se relaciona con una oferta pública de adquisición. Sin embargo, no existe, en la regulación federal del mercado de valores de los Estados Unidos, una prohibición general de uso de información material no pública como la que puede existir en otras jurisdicciones⁵³.

Generalmente se considera que la prohibición federal del *insider trading* se inició con la decisión de la SEC en el caso *Cady Roberts & Co*⁵⁴. En los hechos, J. Chever Cowdin, uno de los socios de una casa de bolsa, Cady, Roberts & Co, era también integrante del directorio de la Curtiss-Wright Corporation (en adelante, “Curtiss-Wright”). El directorio de dicha empresa decide recortar el dividendo trimestral y, antes que la información sea hecha pública, Codwin le cuenta el hecho a uno de sus socios, Robert M. Dintel, el cual vende varios miles de acciones de Curtis-Wright de sus clientes. Cuando se emite el anuncio sobre el recorte del dividendo, la acción cae significativamente. En este caso la SEC enuncia la regla de “*disclose or abstain*” (revelar o abstenerse) según la cual las personas que poseen información privilegiada deben abstenerse de utilizarla hasta que se divulgue al mercado. Señala que esta obligación deriva de dos factores: “Primero, la existencia de una relación que da acceso, directa o indirectamente, a información que debía estar disponible sólo para un propósito corporativo y no para el beneficio personal de nadie; y, segundo,

la inherente injusticia que existe cuando una parte saca ventaja de tal información sabiendo que no está disponible para aquellos con los que está negociando”⁵⁵.

La primera de las decisiones judiciales que configuran la prohibición del *insider trading* en los Estados Unidos fue expedida en el caso *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co*⁵⁶. Los hechos resultan particularmente interesantes. En marzo de 1959, Texas Gulf Sulphur Co. (en adelante, “TGS”), una empresa minera, encuentra evidencia de un yacimiento mineral en Ontario, Canadá. En octubre de 1963 comienza a realizar estudios más profundos en el área. En noviembre realiza perforaciones a profundidad y el examen visual de las muestras sugiere presencia de depósitos significativos de cobre y zinc. El presidente de TGS ordena al equipo que mantenga absoluta confidencialidad sobre el hallazgo, incluso respecto de otros trabajadores y ejecutivos de la empresa. En diciembre análisis químicos confirman la presencia de contenidos importantes de cobre, zinc y plata. En los siguientes meses, TGS adquiere la propiedad superficial sobre este importante yacimiento. En marzo y principios de abril, nuevas pruebas confirman que TSC había hecho un descubrimiento mineral muy significativo. Después de negar varios rumores sobre el descubrimiento, TGS finalmente lo anuncia en una conferencia de prensa el 16 de abril de 1964. Entre noviembre de 1963 y marzo de 1964 varios empleados y funcionarios de TGS compraron acciones de la compañía y dieron información a otras personas para que lo hagan. Los precios de compra fluctuaron entre 10 y 25 dólares por acción. Luego del anuncio, las acciones de TSC se negociaban a 58 dólares por acción.

La Corte de Apelaciones estableció que un *insider* que posea información material no pública debe revelar dicha información antes de transar, o abstenerse de hacer operaciones con los valores del emisor (“*disclose or abstain*”). La Corte reconoció que TGS no tenía un deber de revelar la información sobre el hallazgo efectuado y que, de hecho, la revelación le hubiera resultado perjudicial pues estaba negociando la compra de los derechos superficiales del yacimiento encontrado. Asimismo, reconoció que los *insiders*

⁵³ Consultar: STEINBER G, Mark. “Insider Trading: A comparative perspective”. pp. 3-8. Consultado en: www.imf.org.

⁵⁴ 40 S.E.C.907 (1961). Nótese que es un caso administrativo resuelto por la SEC y no un caso judicial en el que la SEC actúa como demandante, porque se trataba de una acción disciplinaria contra funcionarios de una casa de bolsa sujeta al control de la SEC.

⁵⁵ Ibid. pp. 9-12.

⁵⁶ *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F 2d. 833 (2d Cir. 1968), cert denied 394 U.S. 976 (1969).

tampoco estaban en posición de revelar la información, precisamente por sus deberes fiduciarios frente a la empresa. Sin embargo, la consecuencia de todo ello era que los *insiders* debían abstenerse de transar⁵⁷.

En el caso *Chiarella v. United States*⁵⁸ la Corte Suprema de los Estados Unidos analizó la aplicación de la prohibición del *insider trading* en una situación en la que la fuente de la información no era la empresa cuyas acciones fueron objeto de negociación. Vincent Chiarella era un operario que trabajaba en una imprenta a la que con frecuencia se encargaba la impresión de prospectos de OPA. En la etapa previa a la impresión los prospectos no llevaban el nombre de la empresa objetivo, que se incluía recién en el último momento, en la noche previa a la oferta. Sin embargo, Chiarella, encargado de la composición, pudo adivinar la identidad de algunas de las empresas objetivo con ayuda de otros datos contenidos en los documentos y se valió de esa información para comprar acciones previamente al lanzamiento de las OPAs. A Chiarella se le inició un proceso penal por *insider trading* y fue condenado en primera instancia, decisión que fue confirmada por la Corte de Apelación.

En una decisión por mayoría, la Corte Suprema revocó la condena, basándose en la ausencia de un deber fiduciario entre Chiarella y las empresas con cuyos valores había transado. “Una persona que omite revelar información material antes de la consumación de una transacción comete fraude sólo si tiene un deber de revelar la información. Y el deber de revelar surge cuando una parte tiene información que la otra parte tiene derecho a saber debido a una relación fiduciaria u otra relación similar de confianza entre ellas. (...) En su decisión del caso *Cady Roberts*, la Comisión reconoció una relación de confianza entre los accionistas de una compañía y aquellos *insiders* que han obtenido información confidencial por razón de su posición en la compañía. Esta relación da lugar al deber de revelar debido a la necesidad de evitar que un *insider* de una compañía saque indebida ventaja de los accionistas minoritarios no informados (...) La aplicación de un deber de revelar antes de transar garantiza que los *insiders* de una corporación, que tienen una obligación

de anteponer el interés de los accionistas al suyo propio, no se beneficiarán personalmente por el uso fraudulento de información material no pública. En este caso, el solicitante estaba acusado de violar la sección 10 (b) a pesar de que no era un *insider* de la compañía ni recibió información alguna de la empresa objetivo. (...) No podemos confirmar la condena del demandante sin reconocer un deber general de todos los participantes en transacciones del mercado de valores de no realizar acciones basadas en información material no pública. La formulación de ese amplio deber, que departe radicalmente de la doctrina establecida de que dicho deber nacer de una relación específica entre dos partes, no debe ser realizada sin una evidencia explícita de intención del legislativo”.

Chiarella no podría ser condenado bajo la teoría tradicional de la violación del deber fiduciario con la parte a quien el *insider* compró las acciones, es decir con los accionistas de la empresa objetivo. Sin embargo, cuatro de los cinco miembros de la corte suscribieron votos disidentes apoyando la teoría de la apropiación indebida, conforme a la cual Chiarella sí podría ser condenado por haberse apropiado de información confidencial que le había sido entregada por su empleador bajo una relación de confianza. El voto del Juez Burger señala: “Yo leería la sección 10 (b) y la regla 10b-5 en el sentido que (...) una persona que se ha apropiado indebidamente de información material no pública tiene un deber absoluto de revelar dicha información o de abstenerse de transar”.

La teoría de la apropiación indebida fue aceptada finalmente por la Corte Suprema de los Estados Unidos en el caso *United States v. O’Haggan*⁵⁹. James H. O’Haggan era socio del estudio de abogados Dorsey & Whitney, de Minneapolis, Minnessota. Dorsey & Whitney fue contratado por una corporación inglesa, Grand Metropolitan PLC (en adelante, “Grand Met”) con relación a una OPA que estaba considerando lanzar sobre las acciones de la Pillsbury Company (en adelante, “Pillsbury”), una empresa domiciliada en Minneapolis. O’Haggan no estaba encargado del caso, pero aparentemente obtuvo información sobre la potencial OPA de uno de sus socios y, entre agosto y setiembre de 1988, adquirió

⁵⁷ Ver: BAINBRIDGE, Stephen N. Op. cit. pp. 42-48.

⁵⁸ 445 U.S. 222 (1980).

⁵⁹ 117 S. Ct. 2199 (1977).

acciones de Pillsbury y opciones de compra respecto de tales valores. Cuando Grand Met anunció la OPA, en octubre de 1988, la acción subió de 39 dólares a 60 dólares. O'Haggan liquidó su posición y obtuvo ganancias de más de 4.3 millones de dólares. La Corte de Apelaciones había revocado la condena de O'Haggan considerando que éste no tenía un deber fiduciario con los accionistas de la empresa objetivo⁶⁰. La Corte Suprema revocó la decisión considerando que el deber fiduciario con los accionistas vendedores no era la única base para la condena por *insider trading*. O'Haggan había utilizado la información violando un deber fiduciario con el estudio de abogados al que pertenecía y con el cliente de éste, lo que justificaba la imposición de responsabilidad bajo la teoría de la apropiación indebida. La Corte señaló: "En lugar de basar la responsabilidad en un deber fiduciario entre el *insider* de la compañía y el vendedor de las acciones de la compañía, la teoría de la apropiación indebida basa la responsabilidad en la defraudación que comete un fiduciario que negocia con las acciones, respecto de aquellos que le confiaron información privilegiada. Las dos teorías son complementarias. (...) La teoría clásica tiene como sustento la violación del deber fiduciario de un *insider* corporativo respecto de los accionistas con los que transa; la teoría de la apropiación indebida prohíbe transar con base en información que no se ha hecho pública a un *outsider* corporativo en violación de un deber que se tiene no frente a la contraparte en la transacción, sino a la fuente de la información".

Una cuestión tan importante como la determinación de la base de la prohibición es establecer qué tan lejos llega ésta en los casos de transmisión de información de una persona a otra. El caso en el que la Corte Suprema de los Estados Unidos enunció su doctrina sobre la responsabilidad de la persona que recibe información de un *insider* y actúa con base en ella fue el de *Dirks v. SEC*⁶¹. Dirks trabajaba en una casa de bolsa, dedicado fundamentalmente a proveer análisis especializado de valores emitidos por compañías de seguros a inversionistas institucionales. En marzo de 1973, Dirks recibe información de Ronald Secrist, funcionario de Equity Funding of America, una de las empresas

que cubría Dirks, respecto de la existencia de un fraude masivo y de la inclusión de activos inexistentes o sobrevalorados en las cuentas de la empresa. Dirks emprende una investigación que dura unas dos semanas, en la que varios empleados corroboran las acusaciones de fraude. Durante este periodo discute abiertamente su investigación y los resultados obtenidos con muchos de sus clientes, que tenían posiciones sustanciales en acciones de Equity Funding of America. Dirks también habla con periodistas del Wall Street Journal solicitándoles que expongan públicamente el fraude, aunque éstos prefieren no hacerlo. Durante esas dos semanas, las acciones de Equity Funding of America caen de 26 dólares a 15 dólares. Inmediatamente, los reguladores estatales intervienen la compañía y el fraude masivo se hace público. La SEC inicia una investigación sobre el rol de Dirks en todo el proceso y lo sanciona por violar la Regla 10b-5 por haber informado del posible fraude a sus clientes, quienes vendieron sus acciones con base en esa información. La posición de la SEC es que "cuando una persona –independientemente de su motivación u ocupación– adquiere información corporativa material que sabe que es confidencial o que debería saber que proviene de un *insider* corporativo, debe revelar públicamente la información o abstenerse de transar".

La Corte revoca la decisión de la SEC considerando que una persona que recibe información confidencial está sujeta a las prohibiciones referidas al *insider trading* sólo cuando la persona que le dio la información está incumpliendo un deber fiduciario y el receptor de la información lo sabe o debe saberlo. Al respecto, la Corte señaló: "Algunas personas que reciben información confidencial deben asumir el deber de un *insider* frente a los accionistas no porque reciben información privilegiada, sino porque se les ha entregado impropriamente. (...) Por tanto, una persona que recibe información confidencial asume un deber fiduciario frente a los accionistas de una compañía de no transar con base en información privilegiada sólo cuando el *insider* ha violado su deber fiduciario frente a los accionistas por revelar información al tercero y éste sabe o debe saber que ha habido una violación... Es claro que ni Secrist ni los demás empleados de

⁶⁰ La Corte de Apelaciones también había declarado la ilegalidad de la Regla 14-e3(a) de la SEC, mediante la cual se prohibía a toda persona transar sobre la base de información no pública respecto a una OPA, siempre que supiera o debiese saber que la información provenía directa o indirectamente de una fuente relacionada con el oferente o la empresa objetivo. La legalidad de esta regla fue confirmada por la Corte Suprema.

⁶¹ 463 U.S. 646 (1983).

Equity Funding violaron sus deberes fiduciarios (...) frente a los accionistas al revelar información. Estas personas no recibieron beneficio monetario o personal alguno por revelar los secretos de Equity Funding, ni era su propósito hacer un regalo de información valiosa a Dirks. Como los hechos del caso claramente lo demuestran, estas personas estaban motivadas por el deseo de ver expuesto el fraude. En ausencia de una violación de un deber frente a los accionistas, no existió violación derivada por parte de Dirks”.

Mediante la Regla 14e-3 la SEC estableció un régimen especial aplicable a la información privilegiada en el contexto de una oferta pública de adquisición. En términos generales y sujeto a ciertas excepciones, la Regla 14e-3 establece que desde que se han tomado pasos sustanciales para lanzar una OPA, cualquier persona que tenga información material sobre ésta y que sepa o deba saber que dicha información ha sido obtenida directa o indirectamente del oferente o de la empresa objetivo, debe abstenerse de revelar dicha información, de transar con los valores objeto de la OPA o de causar que se efectúen transacciones con éstos, hasta un tiempo razonable luego que dicha información haya sido revelada públicamente⁶². Esta norma establece una prohibición de mucho mayor alcance que la aplicable bajo la Regla 10b-5, la cual, como se ha visto, depende de la violación de un deber fiduciario.

La regulación norteamericana sobre el *insider trading* ha sido criticada debido a que adolece de falta de sistemática y a que su desarrollo casuístico da lugar a vacíos que atentan contra un tratamiento orgánico y coherente de la materia. Como señala Steinberg: “Desde una perspectiva general, parece inevitable la conclusión de que las leyes de los Estados Unidos sobre *insider trading* distan mucho de ser ideales. La legislación es mayormente silenciosa sobre el tema, dejando en consecuencia este tema a las cortes. La Corte Suprema de los Estados Unidos, rechazando las doctrinas de paridad de información y de igual acceso, se ha centrado en aspectos tradicionales del derecho estatal relacionados con los deberes fiduciarios. Esta aproximación, a su vez, como lo demuestran los casos *Chestman* y *Switzer*⁶³, ha llegado a decisiones ilógicas de las cortes inferiores. En otro frente, la SEC, buscando combatir las interpretaciones restrictivas de la Corte Suprema sobre *insider trading* bajo la Sección 10(b), ha afirmado interpretaciones administrativas expansivas de dichas decisiones. La Comisión, frustrada por su ahora limitada autoridad bajo la Sección 10(b), ha respondido promulgado las Regla 14e-3 y la Regulation FD. La consecuencia final es la presencia de una regulación inconsistente y errática sobre el *insider trading* que mal sirve al público inversor. Por lo tanto el marco norteamericano sobre el *insider trading* no debe ser emulado”⁶⁴.

⁶² La Regla 14e-3 señala: “If any person has taken a substantial step or steps to commence, or has commenced, a tender offer (the “offering person”), it shall constitute a fraudulent, deceptive or manipulative act or practice within the meaning of section 14(e) of the Act for any other person who is in possession of material information relating to such tender offer which information he knows or has reason to know is non public and which he knows or has reason to know has been acquired directly or indirectly from: 1. The offering person, 2. The issuer of the securities sought or to be sought by such tender offer, or 3. Any officer, director, partner or employee or any other person acting on behalf of the offering person or such issuer, to purchase or sell or cause to be purchased or sold any of such securities or any securities convertible into or exchangeable for any such securities or any option or right to obtain or to dispose of any of the foregoing securities, unless within a reasonable time prior to any purchase or sale such information and its source are publicly disclosed by press release or otherwise. A person other than a natural person shall not violate paragraph (a) of this section if such person shows that: 1. The individual(s) making the investment decision on behalf of such person to purchase or sell any security described in paragraph (a) of this section or to cause any such security to be purchased or sold by or on behalf of others did not know the material, nonpublic information; and 2. Such person had implemented one or a combination of policies and procedures, reasonable under the circumstances, taking into consideration the nature of the person’s business, to ensure that individual(s) making investment decision(s) would not violate paragraph (a) of this section, which policies and procedures may include, but are not limited to, those which restrict any purchase, sale and causing any purchase and sale of any such security or those which prevent such individual(s) from knowing such information (...)”.

⁶³ El precedente del caso *Dirks* ha llevado a decisiones inconsistentes y posiblemente cuestionables en las cortes inferiores. Por ejemplo, en el caso *SEC v. Switzer*, *Barry Switzer*, entrenador de los *Dallas Cowboys*, escucha como un alto ejecutivo de una corporación le cuenta a su esposa que tiene que salir de viaje para cerrar la fusión de la empresa para la que trabaja. *Switzer* deduce inmediatamente de qué se trata, compra acciones de la empresa y obtiene grandes beneficios. La Corte decide que no es culpable porque el ejecutivo no violó ningún deber fiduciario al comentar el hecho con su esposa, siendo que por lo demás no era consciente de que *Switzer* estaba escuchando. La solución hubiera sido distinta si se hubiera tratado de una OPA y no de una fusión, pues hubiera resultado de aplicación la Regla 14e-3, que establece una prohibición en la que basta que el poseedor de la información (*Switzer*) sepa o deba saber que ésta proviene de una de las empresas involucradas en la operación. El caso *United States v. Chestman*, *Ira Waldbaum*, presidente y accionista controlador de *Waldbaum, Inc.*, una empresa listada, decide vender sus acciones a A&P a 50 dólares por acción, una prima de 100% respecto del precio de mercado anterior, en una OPA que debería lanzar el adquirente. *Waldbaum* le cuenta a su hermana, *Shirley*, de la transacción. *Shirley* se lo cuenta a su hija *Susan Loeb*, que a su vez le cuenta a su esposo *Keith Loeb*. Cada persona en la cadena le había dicho a la siguiente que mantenga la información en reserva. *Keith* le dio la información a su broker, un tal *Robert Chestman*, que compra acciones de *Waldbaum* para sí y para ciertos clientes. Se inicia acciones contra *Chestman* tanto por violación a la Regla 10b-5 como por vulnerar la Regla 14e-3. La Corte lo exonera de responsabilidad bajo la Regla 10b-5 considerando que no violó un deber fiduciario al revelar la información a su broker. En cambio, lo condena por violación de la Regla 14e-3 debido a que en ésta no se exige violación de un deber fiduciario. Lo que condenó a *Chestman* es que, a diferencia de *Switzer*, su actuación fue con relación a una OPA y no a una fusión. Ver: *STEINBERG*, *Stephen N.* Op. cit. pp. 12-15.

⁶⁴ *STEINBERG*, *Stephen N.* Op. cit. pp. 15-16.

Probablemente por las razones que indica Steineberg, el tratamiento del *insider trading* en las legislaciones de otros mercados desarrollados presenta más organicidad y generalidad que en el caso norteamericano. Si bien son perceptibles algunas líneas rectoras al tratamiento clásico de la violación del deber fiduciario y de la apropiación indebida, las prohibiciones referidas a la información privilegiada tienen usualmente un alcance mayor y se sustentan en una exigencia de paridad de información necesaria para asegurar la transparencia y la integridad del mercado. De hecho, los ordenamientos legales de mercados desarrollados parecen seguir más la estructura desarrollada por la SEC que los estándares jurisprudenciales de la Corte Suprema de los Estados Unidos. En tal sentido, por ejemplo, el artículo 4 de la Directiva 2003/6/CE establece que las prohibiciones de utilizar o revelar información privilegiada o de recomendar operaciones con valores sobre los que se tenga información privilegiada se aplican “a cualquier persona (...) que posea información privilegiada, cuando esa persona sepa, o hubiera debido saber, que se trata de información privilegiada”, tal como lo hace la regla 14e-3 (aunque sólo en el contexto de OPAs). Un tratamiento similar establece la Sección 1043 de la Corporations Act de Australia. Como lo expresa el memorando explicativo de esta ley, el fundamento es claro y simple: “Es necesario controlar el *insider trading* para proteger a los inversionistas y hacer atractivo para ellos confiar fondos a los emisores de valores, para el mayor y más eficiente desarrollo de los recursos de Australia”⁶⁵.

A continuación me refiero a los principales aspectos relevantes de la prohibición del *insider trading* para efectos de las fusiones y adquisiciones. En primer lugar discutiré el presupuesto de la prohibición –información material no pública–, luego haré referencia al contenido de las prohibiciones normativas –no transar, no revelar y no recomendar operaciones– tal como resultan de aplicación en el contexto de una fusión o adquisición.

B. Presupuesto de las prohibiciones: información material no pública

Las prohibiciones relacionadas al uso indebido de información privilegiada adquieren relevancia

desde el momento en que existe información material no pública y mientras ésta se mantenga con ese carácter. Como se ha visto ya, la información privilegiada es, en lenguaje de la Directiva 2006/6/CE, “toda información de carácter concreto, que no se haya hecho pública y que se refiere directa o indirectamente a uno o varios emisores de instrumentos financieros o a uno o varios instrumentos financieros, y que, de hacerse pública, podría influir de manera apreciable sobre la cotización de esos instrumentos financieros o sobre la cotización de instrumentos financieros derivados de ellos”.

No es pertinente en esta sección tratar respecto de la materialidad de la información, concepto que se ha analizado exhaustivamente en la sección II de este artículo. Baste señalar que se trata de un requisito *sine qua non*: si la información no es material, no puede considerarse privilegiada así no sea pública. Quiero, sin embargo, referirme a un requisito contenido en la definición legal contenida en el artículo 40 de la LMV y que puede, a mi criterio, crear un vacío importante en el tratamiento de esta importante materia.

Como se sabe, el artículo 40 señala que “se entiende por información privilegiada cualquier información proveniente de un emisor referida a éste, a sus negocios, o a uno o varios valores por ellos emitidos o garantizados, no divulgada al mercado y cuyo conocimiento público, por su naturaleza, sea capaz de influir en la liquidez, el precio o la cotización de los valores emitidos. Comprende, asimismo, la información reservada a que se refiere el artículo 34 de esta ley⁶⁶ y aquella que se tiene de las operaciones de adquisición o enajenación a realizar por un inversionista institucional en el mercado de valores, así como aquella referida a las ofertas públicas de adquisición”.

En esta sección quiero llamar la atención respecto del requisito establecido en la LMV de que la información sea “proveniente de un emisor”. Ello supone que fuera de los casos de las OPAs, que abordaremos más adelante, y de las operaciones de inversionistas institucionales, toda información material no pública que no provenga de un emisor carecerá de carácter privilegiado y no le resultarán aplicables las prohibiciones legales. Ello puede tener consecuencias muy importantes en el

⁶⁵ Ver: Explanatory memorandum. Corporations Legislation Amendment 1991. Paragraph 307. Citado en: “Commonwealth of Australia, Insider Trading, Position and Consultation Paper”. Marzo 2007. p. 2. Consultado en: www.treasury.gov.au.

⁶⁶ La referencia a la información reservada es claramente innecesaria, pues por definición la información reservada –que es información material no pública– es información privilegiada.

tratamiento de la información privilegiada en las fusiones o adquisiciones.

En efecto, en el contexto de una operación de fusión o adquisición, la información privilegiada puede referirse al adquirente, a la empresa objetivo, o a ambas. Asimismo, puede tener como fuente a cualquier de las partes de la operación. En todo caso, lo relevante es la materialidad de la información y que el emisor sobre el cual se posea información privilegiada tenga sus valores inscritos en un mercado público. Supongamos, en el contexto de las fusiones y adquisiciones, la situación de una empresa que ha tomado la determinación y está a punto de efectuar una oferta para adquirir parte sustancial de los activos de una sociedad listada (por ejemplo, una de sus subsidiarias principales) pagando una prima importante sobre el valor contable. Esta oferta, de ser informada al mercado por la empresa vendedora, con toda probabilidad generaría un importante incremento del valor de sus acciones. Es, por tanto, información material no pública. Sin embargo, la información que los funcionarios y asesores de la empresa adquirente tienen sobre esa posible transacción no tendrá carácter privilegiado pues si bien se refiere a la empresa adquirida y a sus valores, no proviene de ésta. Nada impediría entonces, a los asesores o funcionarios de la empresa adquirente, utilizar la información y comprar las acciones de la empresa a la que se dirigirá la oferta de compra, así como revelar dicha información a sus amigos para que éstos también aprovechen la oportunidad y compren las acciones antes de que suban de precio.

Un tratamiento similar tendría información sobre una oferta de compra a ser lanzada con una prima significativa por una persona que no califique como inversionista institucional para adquirir un porcentaje representativo de las acciones o de otros valores de una sociedad listada, en la medida que no de lugar a una OPA⁶⁷. En tal caso, por ejemplo, los funcionarios y asesores del oferente, podrían comprar acciones de la sociedad objetivo antes de que se haga pública la oferta, sin violar prohibición alguna. El tratamiento contrasta con el que prevalece en el derecho comparado, donde la definición de información privilegiada no gira alrededor de la fuente de dicha información, sino

de su carácter material y no público. La fuente de la información puede ser relevante para establecer el alcance de las prohibiciones, mas no para determinar la existencia o no de información privilegiada. Se trata de un importante vacío en la definición legal peruana, que debe ser cubierto legislativamente.

Por otro lado, es importante destacar que a nivel del derecho comparado se tiende a considerar que la información sobre las órdenes que un agente de bolsa recibe de su cliente pueden tener carácter de información privilegiada. En este sentido, en el artículo 1 de la Directiva 2003/6/CE se señala que “en cuanto a las personas encargadas de la ejecución de las órdenes relativas a los instrumentos financieros, también se considerará información privilegiada toda información transmitida por un cliente en relación con sus propias órdenes pendientes, que sea de carácter concreto, y que se refiera directa o indirectamente a uno o varios emisores de instrumentos financieros o a uno o varios instrumentos financieros y que, de hacerse pública, podría tener repercusiones significativas en los precios de dichos instrumentos financieros o en los precios de los instrumentos financieros derivados relacionados con ellos”. Con ello, se busca proscribir la práctica denominada “*front running*”, en la que un agente de intermediación infiel compra o vende para sí lo mismo que un cliente le ha ordenado comprar o vender, antes de ejecutar una orden de un cliente que pueda afectar la cotización.

Al respecto, la LMV señala que se considera información privilegiada la que se tiene de las operaciones de inversión a realizar en el mercado de valores por un inversionista institucional. Ello cubre en parte la práctica del *front running*, pero no suficientemente. En efecto, a diferencia del artículo 40 de la LMV, la Directiva 2003/6/CE no restringe la definición de “*front running*” a las operaciones de inversión a realizar por un inversionista institucional, estableciendo más bien un criterio finalista basado en la materialidad. Ello es mucho más acorde con la naturaleza de la información privilegiada, pues una orden dada por un inversionista institucional para comprar o vender al precio de mercado un número relativamente menor de valores de alta liquidez, al no ser idónea para afectar el precio, no debería

⁶⁷ No parece que la definición de inversionistas institucionales contenida en la séptima de las disposiciones transitorias del Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios (Resolución CONASEV 141-1998-EF/94.10), dada en el contexto de las ofertas primarias y de venta de valores, sea aplicable para efectos de la calificación de información privilegiada.

ser considerada información privilegiada. Por el contrario, una orden para comprar un número significativo de valores poco líquidos a un precio por encima del de mercado sí debería ser considerada información privilegiada, al ser por su naturaleza capaz de afectar el precio del valor, aunque no haya sido dada por un inversionista institucional.

Finalmente, como se verá en mayor detalle más adelante, la LMV coincide con el tratamiento en el derecho comparado, al establecer el carácter privilegiado de la información no pública que se tenga respecto de una oferta pública de adquisición.

La información privilegiada no sólo debe ser material, sino que no debe ser de conocimiento público. Este elemento es de importancia fundamental pues así como el surgimiento de información material determina el momento de inicio en la aplicación de las prohibiciones referidas a la información privilegiada, el momento en que dicha información se vuelve de conocimiento público determina la terminación de la aplicación de esas prohibiciones. En el derecho comparado, la verificación de que la información se haya hecho de conocimiento público no se agota en constatar que se haya entregado un comunicado a la entidad reguladora del mercado de valores o bolsa de valores correspondiente. Se trata más bien de verificar que, en la realidad, la información haya estado a disposición del público inversor en una forma tal que sea libremente accesible. De esta forma, es posible que información que se haya comunicado al ente regulador o a la bolsa sea aún información privilegiada, en la medida que la información no se haya difundido adecuadamente al mercado. Por otro lado, es también posible que, a pesar de que determinada información no haya sido comunicada formalmente al regulador del mercado o a la bolsa, no tenga sin embargo carácter privilegiado por haberse hecho de conocimiento general, por ejemplo, a través de los medios de difusión⁶⁸.

En los ordenamientos de los mercados más modernos se realiza un análisis centrado en la realidad de la posibilidad del público de conocer la información, más que en una simple constatación de carácter formal. Así, por ejemplo,

el Code of Market Conduct de la FSA señala los siguientes factores a fin de establecer si determinada información está disponible generalmente: (i) si ha sido revelada a un RIS; (ii) si está contenida en registros de acceso público; (iii) si de otra forma está disponible generalmente, incluyendo a través del Internet; (iv) si la información puede obtenerse por simple observación por los miembros del público; y, (v) el grado en el que la información puede obtenerse mediante el análisis de información que está disponible generalmente⁶⁹. En algunos casos no sólo se exige que la información haya sido puesta a disposición del público o divulgada públicamente, sino que lo haya sido por un plazo razonable a fin de que el público la haya podido conocer realmente. Así, la Sección 1042C de la Corporations Act de Australia establece que se considerará que determinada información está disponible generalmente si ha sido comunicada de una manera que la haga, o probablemente la haga, de conocimiento de las personas que normalmente invierten en los valores cuyo precio podría ser influenciado por la información y ha transcurrido un tiempo suficiente como para que se divulgue entre tales personas. El requisito de un plazo razonable luego de la comunicación es también establecido en la Regla 14e-3 de la SEC.

El artículo 40 de la LMV señala que la información privilegiada es la de carácter material “no divulgada al mercado”. El artículo 43 utiliza la misma expresión para establecer la duración de la prohibición de revelar o confiar la información a otras personas: “hasta que ésta se divulgue al mercado”. Estas disposiciones concuerdan con el artículo 28 de la LMV, referido a la obligación del emisor de informar los hechos de importancia a la CONASEV y a la Bolsa y de “divulgar tales hechos en forma veraz, suficiente y oportuna”. Por ello, cabe concluir que el carácter privilegiado de la información en el derecho peruano surge en el momento en que se configura la existencia de información material y concluye cuando dicha información es divulgada al mercado. El concepto de divulgación no se limita necesariamente a la comunicación de la información a la CONASEV de acuerdo con lo previsto en el Reglamento de Hechos de Importancia, sino que, dependiendo de las circunstancias, puede ser necesario incluir la realización de otras acciones para permitir el

⁶⁸ En este caso, el emisor puede haber incumplido un deber administrativo de informar al regulador o a la Bolsa, pero no existe información privilegiada.

⁶⁹ Financial Services Authority. The Code of Market Conduct 1.2.12.

conocimiento del público inversor respecto del hecho. Por otro lado, es posible que exista información que se ha divulgado al mercado a pesar de no haber sido comunicada a la CONASEV. Por lo tanto, al revelar información material referida a una fusión o adquisición, la empresa obligada no debe necesariamente limitarse a cursar una comunicación sobre un hecho de importancia a la CONASEV. Si bien ello es una obligación legal y cumple una función importante de divulgación, sobre todo al ponerse dicha información a disposición del mercado a través del Internet, es posible, en función de las circunstancias, que se requiera adoptar medidas adicionales para la divulgación de dicha información al público antes de que cese su carácter privilegiado.

C. Contenido de las prohibiciones

Las prohibiciones clásicas referidas a la información privilegiada son las de transar, revelar y recomendar operaciones con valores a los cuales se refiere la información privilegiada. A continuación, examino cómo se materializa cada una de ellas en el contexto de las fusiones y adquisiciones.

1. Prohibición de transar

La prohibición de realizar operaciones con el valor al cual se refiere la información privilegiada es la primera de las prohibiciones reconocidas en el derecho comparado. Por ejemplo, la Directiva 2003/6/CE de la Unión Europea señala que los Estados miembros deberán prohibir “Utilizar dicha información (privilegiada), adquiriendo o cediendo o intentando adquirir o ceder, por cuenta propia o de terceros, directa o indirectamente, instrumentos financieros a que se refiera dicha información”. La prohibición no se refiere sólo a comprar, sino también a vender, y no se extiende sólo a los valores emitidos por la sociedad respecto de la cual se tiene información privilegiada, sino también a los valores derivados de éstos (por ejemplo, una opción). Esta prohibición está establecida en el artículo 43 de la LMV en los siguientes términos: “Hacer uso indebido y valerse, directa o indirectamente, en beneficio propio o de terceros, de la información privilegiada”.

En el contexto de las fusiones y adquisiciones, la prohibición de transar puede referirse a los valores emitidos por la empresa adquirente como también a los emitidos por la empresa adquirida, o a ambos. La determinación de la extensión de la prohibición va a depender de si los valores están cotizados en un mercado público y de si la

información tiene carácter material para el emisor en particular. Como se ha visto, la adquisición de una empresa mediana por una gran corporación multinacional puede ser material para la empresa adquirida, pero no necesariamente lo será para la empresa adquirente.

Ahora bien, aunque exista información privilegiada, no toda adquisición de valores resulta prohibida por la norma. En los casos de fusiones y adquisiciones, se admite en la normativa de los mercados más desarrollados que el oferente no se ve impedido de realizar operaciones respecto de las acciones de una empresa objetivo simplemente por el hecho de que su propia determinación o intención de efectuar una adquisición pueda constituir información material no pública. En este sentido, por ejemplo, en la Sección 1043 I de la Corporations Act de Australia se establece una excepción a la prohibición de transar cuando la información privilegiada concierne a las propias intenciones o actividades de la persona que realiza la transacción: “Una persona jurídica no contraviene la subsección 1043 A (1) por celebrar una transacción o acuerdo con relación a productos financieros emitidos por otra persona simplemente porque la persona jurídica es conciente de que tiene el propósito de celebrar, o ha previamente celebrado o propuesto la celebración de, una o más transacciones o acuerdos en relación a los productos financieros emitidos por la otra persona o por terceros”. Algo similar se indica en el numeral (30) de la Directiva 2003/6/CE: “La adquisición o cesión de instrumentos financieros supone necesariamente la decisión previa de adquirir o ceder por parte de la persona que efectúa una de esas operaciones, por lo que el hecho de realizar dicha adquisición o cesión no debe considerarse en sí mismo como constitutivo de información privilegiada”. Por la razón expuesta, la decisión de una persona o empresa de lanzar una OPA respecto de las acciones de otra, siendo información material no pública, no impide a dicha persona realizar transacciones con las acciones de la empresa objetivo.

En este sentido, la prohibición de transar con valores del emisor que presumiblemente serán objeto de una OPA que establece la Regla 14e-3 de la SEC sólo se aplica a personas distintas al oferente que posean información material sobre la futura OPA. Un tratamiento diferente llevaría a un resultado absurdo, pues la propia decisión de buscar una adquisición impediría al potencial adquirente realizar adquisiciones y otras operaciones destinadas a facilitar o asegurar el resultado de la adquisición. En este contexto, el numeral (29) del preámbulo de la Directiva

2003/6/CE señala que “el acceso a la información privilegiada de otra empresa y el uso de la misma en el contexto de una oferta pública de adquisición con el objeto de obtener el control de dicha empresa o de proponer una fusión con la misma no debe considerarse en sí mismo como constitutivo de abuso de información privilegiada”. Esta disposición es incluso más amplia que la regla 14-e 3, pues no sólo permite transar con base en información referida a la futura oferta, sino también teniendo conocimiento de información material no pública proveniente de la empresa objetivo.

En efecto, como lo indica el Code of Market Conduct de la FSA, la información comprendida en dicho numeral (29) incluye tanto la información referida a que el oferente o el potencial oferente va a hacer o está considerando hacer una OPA sobre la empresa objetivo, como también la información sobre la empresa objetivo obtenida a través del *due diligence*. En estos casos, señala la FSA, son lícitas para el potencial adquirente las adquisiciones de acciones de la empresa objetivo así como la celebración de otros tipos de acuerdos, tales como la obtención de compromisos de accionistas de la empresa objetivo de apoyar la OPA o vender sus acciones en ésta⁷⁰. Es importante subrayar, sin embargo, que en todos estos casos son sólo las operaciones hechas por el potencial oferente las que se encuentran fuera de la prohibición. En cambio, se consideran ilícitas y prohibidas las operaciones que puedan realizar por su propia cuenta las personas, relacionadas o no al emisor, que obtengan esta información y pretendan beneficiarse con ella.

La prohibición de transar con base en información privilegiada contenida en la LMV no contiene las excepciones consagradas en el derecho comparado y puede, por ello, llevar a resultados contraproducentes en las operaciones de fusiones y adquisiciones. Por un lado, en cuanto a la decisión de una persona o empresa de proceder a la adquisición de una sociedad listada, ésta normalmente no será considerada información privilegiada debido a que no constituirá información “proveniente de un emisor referida a éste (...)”. Por tanto, no sólo el potencial adquirente, sino las personas que reciban información de él, podrán transar libremente con la información.

En cambio, tal información sí será considerada información privilegiada en el caso que el potencial adquirente sea un inversionista institucional o en caso que la adquisición se pretenda realizar a través de una OPA. En este caso, sin embargo, quedará por determinar aún si el hecho de que el oferente potencial celebre contratos preparatorios destinados a asegurar el éxito de la adquisición, o adquiera acciones de la empresa objetivo con miras a facilitar el éxito de la futura adquisición, debe considerarse “hacer uso indebido y valerse directa o indirectamente, en beneficio propio o de terceros, de la información privilegiada”. La redacción del inciso c) del artículo 43 de la LMV parece indicar que el hacer uso indebido y el valerse de la información privilegiada son dos elementos distintos cuya concurrencia es necesaria para configurar la información. Ello implicaría que en ciertos casos, el simplemente valerse de la información privilegiada no configuraría la infracción, en la medida en que el uso realizado se no se considere reprochable (es decir, indebido). Bajo esta lectura, podría admitirse dentro del marco del inciso c) del artículo 40 de la LMV, la adquisición o la celebración de contratos preparatorios respecto de acciones de una empresa objetivo antes del lanzamiento de una OPA, en concordancia con las normas vigentes en mercados más desarrollados.

2. Prohibición de revelar

La segunda prohibición clásica es la de revelar la información privilegiada. El artículo 3 de la Directiva 2003/6/CE señala, por ejemplo, que los Estados miembros dictarán normas para prohibir el “revelar información privilegiada a cualquier persona, a menos que se haga en el ejercicio normal de su trabajo, profesión o funciones”. Nótese, sin embargo, que la prohibición no es absoluta, pues se admite la licitud de la revelación de la información privilegiada a las personas que deban conocerla en el ejercicio normal de sus funciones o su profesión. Las razones para la excepción son evidentes, ya que así como debe prevenirse la filtración de información para evitar distorsiones en el mercado y proteger el interés de la propia empresa en la confidencialidad, la comunicación de la información a los ejecutivos y trabajadores de la empresa, o a terceros, resultará en la gran mayoría de los casos indispensable por legítimas razones de negocio.

⁷⁰ Financial Services Authority. The Code of Market Conduct 1.3.17. Naturalmente, nada de ello afecta el deber de respetar la regla de precio único y las demás disposiciones que garantizan la transparencia y la igualdad de trato en las OPAs. Se debe observar, de otro lado, que estas disposiciones resultan plenamente concordantes con el sistema de OPA obligatoria posterior que prevalece en la Unión Europea.

La situación antedicha es especialmente clara en el contexto de las fusiones y adquisiciones. En este tipo de operaciones, la información necesariamente debe ser comunicada a ciertas personas al interior de la empresa, o a sus asesores, con la finalidad de que la operación que se plantea puede ser diseñada o evaluada. En una etapa posterior, la información sobre la posible transacción deberá ser compartida con la contraparte potencial; y ésta a su vez la compartirá con sus funcionarios y asesores. Nada de ello debería considerarse reprochable o contrario a la transparencia del mercado. Por esta razón, la sección d de la Regla 14e-3 de la SEC, que establece la prohibición de revelar información material no pública sobre una OPA, exceptúa expresamente de dicha prohibición a las comunicaciones hechas de buena fe "a los funcionarios, directores, socios o empleados del oferente, a sus asesores y a otras personas involucradas en el planeamiento, financiamiento, preparación o ejecución de dicha oferta"; "al emisor cuyos valores se busca adquirir por dicha oferta, a sus funcionarios, directores, socios, empleados a sus asesores y a otras personas involucradas en el planeamiento, financiamiento, preparación o ejecución de dicha oferta"; y, a "cualquier persona en virtud de un requerimiento legal o regulatorio". Naturalmente, las personas que reciben la información quedan sujetas a las prohibiciones de transar, revelar y recomendar operaciones con la información.

Lamentablemente, la LMV no contiene excepciones a la prohibición de revelar información privilegiada establecida en el inciso a) del artículo 43. Sin embargo, consideramos que resulta forzoso concluir que la revelación de información sobre una operación de fusión o adquisición hecha en el contexto de su estudio o preparación, a personas a las que se advierte sobre su confidencialidad y que se obligan a resguardarla, no puede lógicamente considerarse ilícita. Como se ha visto anteriormente, en el caso de la información que es calificada como reservada y se informa a CONASEV, el Reglamento de Hechos de Importancia establece que el emisor debe limitar el número de personas que tienen acceso a la información, advertirles de su carácter confidencial, y, en el caso de personas ajenas a la entidad que no estén vinculadas por las Normas Internas de Conducta del emisor, exigirles la celebración de un acuerdo de confidencialidad. Ello implica que se encuentra admitida reglamentariamente la posibilidad de que la información privilegiada sea revelada a estas personas sin violar la prohibición contenida en el inciso a) del artículo 43. En cambio, queda un vacío normativo en los casos de operaciones a realizar por un inversionista insti-

tucional o de información sobre una OPA, en los que no procedería la calificación de un hecho como reservado.

3. Prohibición de recomendar

La tercera prohibición referida a la información privilegiada es la de recomendar la realización de operaciones respecto a valores sobre los que se posee información privilegiada. En esta situación, la persona sujeta a la prohibición no utiliza la información privilegiada ni la revela a otros; sin embargo, basándose en la información privilegiada, recomienda la realización de una operación con los valores afectados a un tercero. En el lenguaje de la Directiva 2003/6/CE, se prohíbe "recomendar a otra persona que adquiera o ceda, o inducirle a ello, basándose en información privilegiada, instrumentos financieros a que se refiere dicha información". La prohibición está consagrada en el inciso b) del artículo 43 de la LMV en los siguientes términos: "Recomendar la realización de las operaciones con valores respecto de los cuales se tiene información privilegiada". En el contexto de las fusiones o adquisiciones, ello implica que las personas que posean información privilegiada y se vean afectadas por la prohibición deberán incluso de abstenerse de recomendar la realización de operaciones con los valores a que se refiere la información, aunque sea sin revelarla.

4. Personas afectadas

La cuestión de las personas afectadas por la prohibición es de vital importancia en el contexto de las fusiones y adquisiciones. Como se ha visto, en el derecho comparado, las soluciones a esta cuestión varían. En la jurisprudencia norteamericana alrededor de la Regla 10b-5, las personas afectadas por la prohibición son las que adquieren, emplean o revelan la información con violación directa o indirecta de un deber fiduciario con el emisor de los valores o con la fuente de la información. En el contexto de las OPAs, la regla 14e-3 establece que la prohibición de transar, por ejemplo, se aplica a cualquier persona distinta al oferente "que esté en posesión de información material relacionada a la OPA, la cual sepa o tenga razón para saber que no es pública y la cual sepa o tenga razón para saber que ha sido adquirida directa o indirectamente: 1. Del oferente, 2. Del emisor de los valores cuya adquisición se persigue con la OPA, o 3. Cualquier funcionario, director, socio, empleador o cualquier otra persona que actúa por cuenta del oferente o del referido emisor".

Por su parte la Directiva 2003/6/CE establece que las prohibiciones se aplicarán "a cualquier persona

que esté en posesión de esa información: a) por su condición de miembro de los órganos de administración, gestión o control del emisor; por su participación en el capital del emisor; c) por tener acceso a dicha información debido al ejercicio de su trabajo, de su profesión o de sus funciones, o d) debido a sus actividades delictivas". Adicionalmente, extiende tales prohibiciones a cualquier persona distinta de las mencionadas "que posea información privilegiada, cuando esa persona sepa, o hubiera debido saber, que se trata de información privilegiada". La Corporations Act de Australia, de otro lado, establece que las prohibiciones se aplican a toda persona que posea información privilegiada siempre que la persona "sepa, o razonablemente deba saber, que los aspectos señalados en los literales (a) y (b) de la definición de información privilegiada contenidos en la sección 1042 A se cumplen con relación a la información"⁷¹.

En este sentido, en el derecho comparado, la prohibición se aplica a las personas que poseen información privilegiada. Se exige, además, que las personas sujetas a la prohibición tengan conocimiento de que la información que poseen tiene efectivamente la calidad de información privilegiada. Este segundo elemento, sin embargo, se dispensa en algunos ordenamientos en el caso de las personas que tienen un vínculo particular con el emisor o con el oferente, tales como los sus funcionarios, asesores o quienes actúan por cuenta de ellos.

Por otro lado, se establece que la persona jurídica en sí resulta de alguna manera afectada por el conocimiento de sus funcionarios y, por lo tanto, afecta a las prohibiciones (en particular, la prohibición de transar), salvo en supuestos excepcionales, como los de la existencia de murallas chinas ("*chinese walls*") y otros mecanismos similares. En tal sentido, por ejemplo, en la Regla 14e-3 de la SEC se establece que una persona jurídica que posea información privilegiada no vulnerará la prohibición de transar cuando los individuos que adoptan la decisión de inversión no tienen conocimiento de la información privilegiada y cuando dicha persona jurídica tiene implementados procedimientos destinados a asegurar que las personas encargadas de tomar tales decisiones de inversión no tengan conocimiento de la

información privilegiada que posee la entidad. Una regla similar se establece en la sección 1043 F de la Corporations Act de Australia.

Así pues, en el contexto de una adquisición, estarán afectos a las prohibiciones referidas al uso indebido de información privilegiada, con las limitaciones antedichas y en la medida que posean la información, el emisor de los valores objeto de adquisición, el potencial adquirente, sus funcionarios y sus asesores, tales como banqueros de inversiones y abogados. En algunos ordenamientos, tal como los de la Unión Europea, no se exigirá que tales personas tengan conocimiento de que la información tiene carácter privilegiado. En otros casos, como el de Australia, sí se exigirá dicho conocimiento. Estarán también afectos a la prohibición los terceros, es decir personas que carezcan de la relación de pertenencia o servicios con las entidades que son parte de la operación, pero siempre sujeto a que tengan o deban tener conocimiento de que la información tiene carácter privilegiado.

La normativa peruana se aparta de estos estándares y establece un tratamiento sumamente estricto –uno diría draconiano– que, de aplicarse literalmente, conduciría a importantes problemas prácticos e incluso afectaría derechos constitucionales. Así, el artículo 43 señala que las prohibiciones se aplican a "las personas que poseen información privilegiada". Sin embargo, en ningún caso exige el conocimiento de que la información tiene carácter privilegiado, incluso para las personas que no tienen vinculación con el emisor, o con el oferente o inversionista institucional. En este sentido, por ejemplo, si un agente de bolsa le comenta a uno de sus clientes que sería conveniente comprar acciones de una determinada empresa minera, pues las últimas prospecciones realizadas en el yacimiento del que es titular han determinado un significativo incremento de las reservas y el cliente realiza la operación, es posible que esté violando la prohibición de uso de información privilegiada en la medida que la información no haya sido divulgada al mercado, así el cliente no tenga o deba tener conocimiento de que la información no había sido hecha de conocimiento público. Obviamente, el estándar de los mercados más desarrollados, que exige que se demuestre que el

⁷¹ La definición legal de información privilegiada contenida en la Companies Act es: "Información respecto a la cual los siguientes párrafos se cumplen: (a) la información no está disponible generalmente; (b) si la información estuviera disponible generalmente, una persona razonable esperaría que tenga un efecto material en el precio o valor de determinados (...) productos financieros".

inversionista sabía o debía saber que la información era privilegiada, es necesario para evitar resultados contraproducentes, consistentes en la imposición de sanciones a personas que no han cometido una conducta reprochable pues se han limitado a recibir de buena fe información que no tenían por qué suponer que hubiera tenido una fuente indebida.

Pero, como si ello no fuera suficiente, la LMV establece además unas presunciones de conocimiento de información privilegiada que no sólo dan lugar a graves problemas de aplicación, sino que resultan claramente cuestionables desde el punto de vista constitucional. Así, el artículo 41 señala que se presume, salvo prueba en contrario, que los directores y gerentes del emisor y de sus sociedades vinculadas, los accionistas con una participación superior al 10% del capital social del emisor, y el cónyuge y los parientes hasta el primer grado de consanguinidad de las personas anteriores “poseen información privilegiada”. Nótese que la LMV no señala sobre qué se presume que poseen información privilegiada estas personas. Parecería que la ley les imputa un conocimiento absoluto de todos los negocios y operaciones del emisor y, en consecuencia, asume que basta que exista información material no revelada para que automáticamente y sin más requisito se asuma que las personas enumeradas en la disposición conocen dicha información. Se dirá que la prohibición no es absoluta y que admite prueba en contrario. Sin embargo, la prueba de la falta de conocimiento sobre un hecho es la más diabólica de las pruebas. El resultado práctico es que si esta disposición se aplicase en sus términos, las personas enumeradas en el artículo 41 deberían abstenerse de efectuar transacciones con valores del emisor al que se encuentran relacionados.

El artículo 42, por su parte, establece presunciones *iuris tantum* de que poseen información privilegiada, entre otros, “los administradores, asesores, operadores y demás representantes de los agentes de intermediación” y “las personas que presten servicios de asesoría temporal o permanente al emisor vinculadas a la toma de decisiones de gestión”. En este caso, las presunciones se aplican sólo en la medida que las personas afectadas “puedan tener acceso al hecho objeto de la información”. No obstante la falta de

claridad de la disposición, parecería que el sentido de la norma es establecer una presunción de que las personas mencionadas en la norma conocen cualquier información privilegiada contenida en documentos a los que hayan tenido acceso o referida a hechos o circunstancias en los que hayan participado o cuya información se haya puesto a su disposición. El resultado, sin embargo, parecería ser tan contraproducente como el que genera la presunción del artículo 41, pues conllevaría a sancionar a personas por uso indebido de información privilegiada sin que se tenga que probar siquiera que han tenido conocimiento de la información.

En realidad, por el hecho de permitir la imposición de sanciones sin evidencia de la comisión de una falta, ambas presunciones resultan contrarias al principio de presunción de inocencia que reconoce el literal e) del inciso 24 del artículo 2 de la Constitución. Esta garantía se aplica a los procedimientos administrativos sancionadores, de acuerdo a lo que se señala en el inciso 9 del artículo 230 de la Ley del Procedimiento Administrativo General: “Las entidades deben presumir que los administrados han actuado con apego a sus deberes mientras no cuenten con evidencia en contrario”. Como lo ha señalado el Tribunal Constitucional español, la presunción de inocencia “por sí determina la exclusión de la presunción inversa de culpabilidad de cualquier persona en cuanto no demostrara su inocencia y, a la vez, el reconocimiento de la aludida presunción de inocencia mientras que en el expediente administrativo sancionador no se demuestre o pruebe su culpabilidad; no incumbiendo al expedientado la carga de la prueba de su inocencia sino que la carga de la prueba de su culpabilidad viene atribuida al que la mantiene”⁷². Siendo este un derecho de rango constitucional, no cabe duda de que la aplicación de una sanción basada en la presunción de posesión de información privilegiada sería inconstitucional por violatoria de la presunción de inocencia, así la presunción se encuentre establecida en norma con rango de ley.

D. Particularidades aplicables en las OPAs

Con frecuencia, la adquisición de una sociedad se realiza por medio de una OPA o da lugar a ella. Cuando las acciones con derecho a voto de la sociedad adquirida se encuentran inscritas en una

⁷² Sentencia del 28 de febrero de 1989 (Artículo 1462; Martínez San Juan), citada por: NIETO, Alejandro. “Derecho Administrativo Sancionador”. Tecnos: Madrid. 2002. p. 383.

bolsa de valores, o en ciertos otros supuestos, puede ser obligatorio realizar la adquisición a través de una oferta pública de adquisición. Así, por ejemplo, el numeral 1 del artículo 1 de la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a las ofertas públicas de adquisición⁷³ (en adelante, “la Directiva 2004/25/CE”) señala que sus disposiciones serán de aplicación a las ofertas públicas de adquisición de valores que confieran derechos de voto en una sociedad, “cuando todos o parte de dichos valores estén admitidos a negociación en un mercado regulado (...) en uno o varios Estados miembros”. En otros casos, la realización de una OPA no deriva de una obligación legal, sino que se debe a razones prácticas, habida cuenta del grado de dispersión del accionariado. Ello sucede, por ejemplo, en la regulación de los Estados Unidos, donde la normativa federal no establece la obligación de realizar una OPA, pero sí regula la información y los plazos y procedimientos en los casos en los que se efectúe voluntariamente una oferta pública de adquisición⁷⁴. No es este el lugar para abordar en forma general el tratamiento de las OPAs⁷⁵. Me referiré simplemente a algunas notas que pueden derivar de la aplicación de las disposiciones referidas a la información en las OPAs en el contexto de operaciones de fusión y adquisición.

En los casos en los que una operación de adquisición implique la realización de una OPA, sea que se trate de una OPA voluntaria o de una OPA obligatoria, o de una OPA previa o una posterior, entran a tallar en la operación las disposiciones del ordenamiento sobre OPAs referidas a la información, las cuales están destinadas a asegurar que los accionistas a los que se dirige la oferta tengan a disposición la información necesaria y el tiempo requerido para evaluarla adecuadamente. Como lo expresan los General Principles del Takeover Code británico (la fuente normativa más importante para la regulación sobre esta materia): “2. Los tenedores de valores de una empresa objetivo deben tener suficiente tiempo e información para permitirles alcanzar una

decisión adecuadamente informada sobre la oferta”⁷⁶. El tratamiento de la información previsto en las normas sobre OPA es un elemento más que debe considerarse con relación al régimen de la información referido a las fusiones y adquisiciones. Este régimen se superpondrá a las consideraciones relacionadas a la obligación de informar y al tratamiento de la información privilegiada descritos anteriormente, e implicará ciertas obligaciones y restricciones adicionales.

Sin embargo, la trascendencia que tendrá el régimen de información sobre las OPAs y el momento en que surgirán las cuestiones normativas correspondientes variará significativamente según si la OPA que se prevea realizar sea una OPA previa o una OPA posterior. En efecto, tanto las ofertas públicas de adquisición obligatorias como las voluntarias pueden efectuarse en forma previa a la adquisición del control sobre la empresa objetivo, como también en forma posterior. En el primer caso, son el medio a través del cual se adquiere el control de la sociedad objetivo, mientras que en el segundo caso son normalmente consecuencia de la adquisición del control⁷⁷. En una OPA previa, las cuestiones relativas a la información tienen mucho mayor trascendencia y sensibilidad, pues la eventual adquisición de control del potencial oferente respecto de la sociedad objetivo no será normalmente conocida, lo que permite subrayar el carácter material y no público de la información. En cambio, en las OPAs posteriores, la toma de control ya se ha consumado y conocido, de manera que el componente más trascendente y sensible de la información se habrá hecho público ya e incorporado a los precios de los valores.

El artículo 68 de la LMV establece un régimen de OPA obligatoria y señala que “la persona (...) que pretenda adquirir o incrementar, en un solo acto o en actos sucesivos, participación significativa en una sociedad que tenga al menos una clase de acciones con derecho a voto inscrita en rueda de bolsa, debe efectuar una oferta pública de adquisición dirigida a los titulares de acciones con

⁷³ Diario Oficial de la Unión Europea, 30 de abril de 2004. L 142/12.

⁷⁴ Ver LOSS, Louis. “Fundamentals of securities regulation”. Boston: Little Brown & Co. 1988. pp. 507 y siguientes.

⁷⁵ Para un análisis de los fundamentos de política legislativa de la OPA obligatoria ver: GARCIA DE ENTERRÍA, Javier. “La OPA Obligatoria”. Madrid: Civitas. 1996; y SALA I Andrés, Anna María. “Las OPAs obligatorias ordinarias”. Barcelona: Bosch. 2000. Para una descripción del tratamiento normativo contemporáneo de las OPAs en la Unión Europea, incluyendo instituciones tales como el derecho de venta y el derecho de compra forzosa y la neutralización de restricciones a la libre transmisibilidad y al derecho de voto sobre las acciones, consultar la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, del 21 de abril de 2004, sobre las ofertas públicas de adquisición, en: Diario Oficial de la Unión Europea. 30 de abril de 2004. L 142/12.

⁷⁶ Takeover Code. General Principles 2.

⁷⁷ Ver: SALA I Andrés, Anna María. Op. cit. pp. 127 y siguientes.

derecho a voto y de otros valores susceptibles de otorgar derecho a voto en dicha sociedad". El artículo 71 de la LMV, a su vez, habilita a CONASEV a "dictar las normas para regular el régimen de la oferta pública de adquisición y los supuestos de excepción a la obligación de efectuar la misma, determinar los casos en los que corresponda la realización de una oferta pública de adquisición, así como las consecuencias que se deriven en caso de no efectuarlas y las normas para su aplicación (...)".

De acuerdo con esta disposición, CONASEV ha dictado el Reglamento de Oferta Pública de Adquisición y de Compra de Valores por Exclusión⁷⁸ (en adelante, "el Reglamento de OPA"), en el cual ha consagrado un régimen mixto de OPA previa y OPA posterior. En este sentido, el artículo 6 del Reglamento de OPA señala que la OPA debe realizarse en forma previa a la adquisición, salvo cuando la adquisición de participación significativa se haya efectuado de forma indirecta, o como consecuencia de una oferta pública de venta, o en no más de cuatro actos dentro de un período de tres años. Nada impide, además, utilizar la OPA en forma puramente voluntaria.

Lamentablemente, el Reglamento de OPA optó por no establecer un sistema puramente posterior para la OPA obligatoria y mantener la OPA previa como un mecanismo voluntario, como sí lo hace el Takeover Code británico, modelo que ha sido adoptado por la Unión Europea en la Directiva 2004/25/CE⁷⁹. Al mantener la obligación de efectuar una OPA previa en ciertas circunstancias, se dificulta la toma de control en contra de una de las finalidades de la normativa de OPA, se obliga a analizar la intención del oferente y se generan diferencias de tratamiento normativo que rayan en lo arbitrario. En todo caso, independientemente de esas consideraciones, el hecho es que las partes en una operación de adquisición y en particular el potencial adquirente, deberán analizar cuidadosamente el régimen de oferta pública de adquisición a fin de establecer si existirá obligación

de efectuar una OPA y el tipo de ésta, ya que ello tendrá consecuencias importantes, entre otras cosas, en el tratamiento de la información respecto de la operación.

1. Etapa anterior al anuncio de una OPA

La información sobre una OPA respecto de los valores de un determinado emisor es especialmente idónea para generar movimientos significativos en el precio. Puede también tener impacto respecto del precio de los valores del potencial oferente. Es por ello que la normativa internacional normalmente incluye disposiciones destinadas a garantizar la reserva de dicha información hasta que se anuncie la potencial OPA y acelerar, en el mayor grado posible, la realización de dicho anuncio. Al respecto, el Takeover Code británico señala lo siguiente: "La importancia vital de un secreto absoluto antes de un anuncio debe ser enfatizada. Todas las personas que conozcan la información confidencial, y en particular información capaz de influir el precio (*"price-sensitive information"*) respecto de una oferta u oferta potencial deben tratar dicha información como secreta y sólo pueden comunicársela a otra persona si es necesario hacerlo y si esa persona es hecha conciente de la necesidad de mantener el secreto. Todas esas personas deben conducirse de forma de minimizar las posibilidades de una filtración accidental de la información"⁸⁰. En este sentido, el artículo 40 de la LMV califica expresamente comp información privilegiada a "aquella referida a las ofertas públicas de adquisición". Ello determina que, hasta que la información respecto de una posible OPA sea divulgada al mercado, serán de aplicación las prohibiciones de transar, revelar y recomendar mencionadas precedentemente, en la forma que allí se indica.

2. Anuncio preliminar de intención de formular una OPA

En algunos ordenamientos se establece normas destinadas a evitar que transcurra demasiado tiempo entre la decisión de efectuar una oferta y

⁷⁸ Resolución CONASEV 009-2006/94.10.

⁷⁹ Señala el numeral 1 del artículo 5 de la Directiva 2004/25/CE: "Cuando una persona física o jurídica, de resultas de una adquisición por su parte o por la de personas que actúen en concierto con ella, venga en posesión de valores de una sociedad (...) que, sumados, en su caso, a los que ya poseyera y a los de las personas que actúen de concierto con ella, le confieran directa o indirectamente un determinado porcentaje de derechos de voto en dicha sociedad y le brinden así el control de la misma, los Estados miembros velarán por que dicha persona esté obligada a presentar una oferta a fin de proteger a los accionistas minoritarios de la sociedad. Dicha oferta se dirigirá cuanto antes a todos los titulares de valores y se realizará por la totalidad de sus valores al precio equitativo que se define en el apartado 4". Y el numeral 2 añade: "La oferta obligatoria contemplada en el apartado 1 no será aplicable cuando el control se haya adquirido tras una oferta voluntaria presentada conforme a la presente Directiva a todos los titulares de valores por la totalidad de sus valores".

⁸⁰ Takeover Code 2.1.

el anuncio. En este sentido, en el numeral (12) de la parte considerativa de la Directiva 2003/25/CE se señala que “a fin de limitar el riesgo de operaciones con información privilegiada, debe exigirse a los oferentes que anuncien lo antes posible su decisión de presentar una oferta y que informen de ésta a la autoridad supervisora”.

El Takeover Code británico establece más bien ciertas circunstancias en las cuales es necesario efectuar un anuncio respecto de la intención de efectuar una OPA. Entre ellas se incluye situaciones en las que “luego de una aproximación a la compañía objetivo, ésta es objeto de rumores o especulaciones o hay un movimiento adverso en el precio de sus acciones”; o cuando, sin que exista una aproximación, se generan tales rumores o movimientos de precio “y existen motivos razonables para suponer que son las acciones del potencial oferente las que han conducido a la situación”; o “cuando las negociaciones o discusiones van a ser extendidas para incluir a más de un número muy restringido de personas (fuera de los que necesitan conocer la información en la compañías involucradas y sus asesores)” tales como, por ejemplo, los encargados de estructurar el financiamiento de la oferta⁸¹. Si no existe aún una intención firme de lanzar una oferta o no se han cumplido las condiciones para hacerlo, todavía no se requiere efectuar un anuncio definitivo. Como lo señala el Takeover Code, normalmente bastará “un breve anuncio de que existen conversaciones (no existe necesidad de informar el nombre del potencial oferente) o que un potencial oferente está considerando realizar la oferta será normalmente suficiente”⁸². Es importante destacar que para el Takeover Code, mientras el oferente potencial no haya contactado al directorio de la empresa objetivo, la responsabilidad sobre cualquier anuncio le corresponde al potencial oferente. En cambio, cuando se ha efectuado ya el contacto, la responsabilidad de cualquier anuncio corresponderá normalmente al directorio de la potencial empresa objetivo⁸³.

3. Anuncio de intención firme de formular una OPA

No existe, en el derecho comparado, una fecha fija en la que deba comunicarse públicamente la

intención firme de realizar una OPA previa. El numeral 1 del artículo 6 de la Directiva 2004/25/CE señala, por ejemplo, que “los Estados miembros velarán por que se haga pública inmediatamente la decisión de presentar una oferta y se informe al respecto a la entidad supervisora”. Sin embargo, no queda claro si lo que gatilla dicha obligación es la determinación interna de la sociedad oferente o la comunicación de dicha intención a la sociedad objetivo. Al respecto, por ejemplo, el Takeover Code señala que se requiere un anuncio “cuando una intención firme de realizar una oferta (cuya realización no está, o ha dejado de estar, sujeta a cualquier pre condición) es notificada al directorio de la sociedad objetivo de una fuente serie, independientemente de la actitud del directorio sobre la oferta”⁸⁴. Ello evidencia que, bajo la normativa británica, la comunicación se volvería obligatoria una vez que la intención firme de efectuar la oferta ha sido comunicada al directorio de la sociedad objetivo y no simplemente por el hecho de que el potencial oferente ha tomado la determinación de efectuarla. De otra parte, debe efectuarse una comunicación sobre la intención de efectuar una OPA posterior cuando se alcanza el porcentaje de participación en los derechos de voto que da lugar a la obligación de realizarla.

Es importante tener presente que el anuncio sobre la intención firme de efectuar una OPA da lugar en algunos casos a las limitaciones a la actuación del emisor correspondientes a la “*passivity rule*”⁸⁵. Así, el numeral 2 del artículo 9 de la Directiva 2004/6/CE señala que dichas limitaciones se aplican desde la fecha en que el directorio de la empresa objetivo reciba la comunicación del oferente comunicándole la intención de realizar la OPA, prescribiendo también que los Estados miembros pueden adelantar dicha fecha de inicio “por ejemplo, a partir de aquél (momento) en que el órgano de administración o dirección de la sociedad afectada tenga conocimiento de la inminencia de la oferta”. En un sentido similar el artículo 56 del Reglamento de OPA señala que tales limitaciones operan “desde que (los órganos de administración del emisor) tomen conocimiento de la eventual formulación de una OPA y hasta la publicación del resultado”. Así pues, el anuncio de la intención de lanzar una OPA puede

⁸¹ Takeover Code 2.2.

⁸² Takeover Code 2.4.

⁸³ Takeover Code 2.3.

⁸⁴ Takeover Code 2.2. (a).

⁸⁵ Ver: PAYET, José Antonio. “OPA hostiles y medidas de protección”. En: *Ius et Veritas* 23. 2001.

tener una utilidad estratégica en el caso de una toma de control hostil, dando origen a la aplicación del deber de neutralidad de la administración.

El anuncio hecho por un potencial oferente de su intención de efectuar una OPA puede tener consecuencias dramáticas sobre la empresa objetivo, así como sobre el precio de sus valores. De un lado, dicho anuncio puede significar que la compañía está “en juego” y que puede ocurrir prontamente un cambio de control. De otro lado, puede implicar también la aplicación la regla de pasividad y limitar la actuación de los órganos de administración de la empresa. Es por esta razón que en los mercados de valores más desarrollados la normativa advierte expresamente sobre el cuidado que debe observar una empresa antes de realizar un anuncio de este tipo y la seriedad que debe revestir su propósito respecto de la oferta. Así, el Takeover Code señala que “un oferente sólo debe anunciar una intención firme de realizar una oferta luego de la consideración más cuidadosa y responsable. Tal anuncio debe ser hecho sólo cuando un oferente tiene todas las razones para considerar que tiene y continuará teniendo la capacidad de implementar la oferta”⁸⁶ y que “cuando se haya realizado un anuncio de una intención firme de realizar una OPA, el oferente debe normalmente proceder con la oferta salvo que, de acuerdo con las disposiciones de la Regla 13, el oferente pudiera invocar una condición a la oferta en caso que la oferta fuera hecha”⁸⁷. En los Estados Unidos la regla 14e-8 califica como fraudulento el anunciar la intención de realizar una OPA en caso no se tenga la intención de realizar la oferta y completarla en un tiempo razonable y no se cuente con una creencia razonable en que se tiene los medios para cumplir con los términos de la oferta⁸⁸.

En la regulación peruana no existen normas similares a las reseñadas sobre las OPAs. Ésta únicamente contempla, como se verá más adelante, que la OPA se debe comunicar formalmente el día anterior a su inicio.

4. La comunicación de OPA

Normalmente, la forma como una OPA debe ser comunicada y los requisitos referidos a la información que debe brindarse tanto a la empresa objetivo cuanto a los destinatarios últimos de la oferta son regulados detalladamente. Así, por ejemplo, el numeral 2 del artículo 6 de la Directiva 2004/25/CE señala que “los Estados miembros velarán porque el oferente tenga la obligación de elaborar y publicar oportunamente un folleto de oferta que contenga la información necesaria para que los titulares de valores de la sociedad afectada puedan tomar una decisión respecto de la oferta con pleno conocimiento de causa”. Establece también un régimen administrativo de control de la información contenida en el prospecto y exigencias de publicación de los documentos de oferta, a fin de que esos documentos sean fácilmente accesibles⁸⁹.

La normativa peruana sigue el modelo europeo y es bastante exigente en cuanto al contenido de los documentos donde consta la comunicación formal y los términos de la oferta. En este sentido, el artículo 12 del Reglamento de OPA ordena que la OPA se comunique el día anterior a su entrada en vigencia a la sociedad objetivo, a CONASEV y a la Bolsa, adjuntando un prospecto informativo con la información exigida por la norma, el texto del aviso de OPA requerido, así como otra documentación. El aviso debe publicarse en los medios, así como en el boletín diario de la Bolsa, y el prospecto informativo debe estar a disposición de los interesados durante toda la duración de la oferta.

5. El informe del directorio

En el derecho comparado se exige que el directorio de la sociedad objetivo, como parte de sus deberes fiduciarios, emita un informe a los accionistas de la sociedad emisora manifestando su opinión respecto de la OPA. Así, por ejemplo, en la Takeover Code se señala que el directorio de la empresa objetivo debe obtener asesoría independiente

⁸⁶ Takeover Code 2.5.

⁸⁷ Takeover Code 2.7. La Regla 13 del Takeover Code prohíbe las condiciones meramente potestativas y regula el requisito de objetividad de las condiciones a una OPA.

⁸⁸ Regla 14e-8: “It is a fraudulent, deceptive or manipulative act or practice within the meaning of section 14(e) of the Act for any person to publicly announce that the person (or a party on whose behalf the person is acting) plans to make a tender offer that has not yet been commenced, if the person: a. Is making the announcement of a potential tender offer without the intention to commence the offer within a reasonable time and complete the offer; b. Intends, directly or indirectly, for the announcement to manipulate the market price of the stock of the bidder or subject company; or c. Does not have the reasonable belief that the person will have the means to purchase securities to complete the offer”.

⁸⁹ Directiva 2004/25/CE, artículos 6 y 8.

respecto de la oferta y poner el contenido sustancial de dicho asesoramiento en conocimiento de los accionistas⁹⁰. Igualmente, la Directiva 2004/25/CE señala en su artículo 9, numeral 5, que “el órgano de administración o dirección de la sociedad afectada redactará y hará público un documento que recoja su dictamen motivado sobre la oferta, en particular, en cuanto a sus repercusiones sobre el conjunto de intereses de la sociedad, incluido el empleo, y los planes estratégicos del oferente enumerados en el folleto de oferta”. Una obligación similar se establece en el artículo 15 del Reglamento de OPA, que señala que el órgano de administración de la sociedad objetivo “deberá emitir un informe fundamentado indicando las ventajas y desventajas de aceptar la OPA formulada, detallando sus observaciones a favor y en contra”⁹¹.

6. El deber de neutralidad

El artículo 56 inciso c) del reglamento de OPA señala que “desde que tomen conocimiento de la eventual formulación de una OPA, y hasta la publicación del resultado, los órganos de administración del emisor, deberán actuar con absoluta neutralidad frente a potenciales ofertas competidoras, priorizando en todo momento el interés de los accionistas (...)”.

Una de las manifestaciones principales del deber de neutralidad se da en materia de acceso a la información de distintos oferentes competidores. Se sabe que la información respecto de las operaciones y negocios de la empresa objetivo es de vital importancia en una adquisición y que la posesión de mayor información puede permitir a un oferente perfilar mejor su oferta que otro y darle una ventaja significativa en una eventual competencia por el control de la empresa objetivo. En este sentido, la igualdad de acceso a la información entre potenciales oferentes competidores es fundamental. Como lo señala el Takeover Code británico: “Cualquier información, incluyendo los datos de los accionistas, que se de a un oferente, nombrado o no nombrado, debe, a solicitud, ser entregada por igual y prontamente a cualquier otro

oferente o potencial oferente de buena fe, aún si el otro oferente es menos bienvenido (...)”⁹².

V. CONCLUSIÓN

El tratamiento de la información desde el punto de vista de la regulación del mercado de valores tiene una importancia fundamental en las operaciones de fusiones y adquisiciones. En estas operaciones surgirá información no pública, cuya divulgación tendría la capacidad de influir en el precio de los valores de un emisor. Esta información genera importantes consecuencias normativas, tanto desde el punto de vista de la obligación de informar, como de las prohibiciones relacionadas con la información privilegiada. En los casos en que se realice una oferta pública de adquisición, se superpondrán, además, las disposiciones especiales que regulan la información en este tipo de transacciones. Todo ello obliga a analizar cuidadosamente el régimen legal de la información cuando se planifique y ejecute una operación de adquisición, venta o fusión de empresas, a fin de determinar el grado de contacto que existe con el mercado público de valores, el surgimiento de información material, la obligación de revelarla y la posibilidad de diferir su revelación; las medidas de control que se debe adoptar para evitar filtraciones; las respuestas ante éstas o ante rumores o publicaciones en prensa; así como el régimen de prohibiciones aplicable mientras la información no sea pública.

El ordenamiento jurídico peruano en esta materia presenta importantes deficiencias, vacíos e inconsistencias que requieren corrección. Ello se manifiesta, principalmente, en un tratamiento imperfecto y confuso del concepto de hecho de importancia en las normas reglamentarias dictadas por CONASEV, en los requisitos normativos para que tales hechos puedan mantenerse en reserva y en el tratamiento de la información privilegiada. Ello hace indispensable, a mi criterio, una pronta revisión de la LMV y sus normas reglamentarias en estos aspectos a la luz de los avances realizados en la regulación de los mercados más desarrollados.

⁹⁰ Takeover Code, Regla 3.

⁹¹ La indicada disposición exige que en el informe se deje constancia de “a) La información relativa a la existencia de algún acuerdo entre el ofertante y la sociedad objetivo y/o los miembros de sus órganos de administración y/o los accionistas de la sociedad objetivo; b) La información proporcionada por los miembros del Directorio, el Gerente General o los principales ejecutivos de la sociedad objetivo, que pudiera implicar la existencia de cualquier conflicto de interés, actual o potencial, que pudieran tener respecto de la oferta; c) Las observaciones o reparos, y su respectivo sustento que hubiere formulado cualquier director, respecto de las ventajas y desventajas de aceptar la OPA; d) Cualquier otra información que sea de conocimiento del Directorio y que sea relevante para la decisión a ser adoptada por los destinatarios de la oferta”.

⁹² Takeover Code 20.2.

UNA VISIÓN GENERAL SOBRE LA TITULIZACIÓN DE ACTIVOS EN EL PERÚ

Jorge Lazo Navarro*

En el presente artículo, el autor nos explica detalladamente el instrumento financiero conocido como titulización; de forma clara y didáctica.

Sumergiéndose en el tema, el especialista nos brinda definiciones y varios puntos de vista del concepto de la titulización, así como del objeto, de las estructuras, de las modalidades y de las garantías de la misma.

Teniendo en consideración la relevancia del aspecto práctico que caracteriza al Derecho financiero, nos instruye respecto de la evolución y aplicación de este instrumento desde su entrada en vigencia (hace once años, con la Ley de Mercado de Valores), y sobre las ventajas que genera su utilización.

* Socio del Estudio Grimaldo & Lazo Abogados. Encargado de la primera operación de titulización bajo la actual Ley del Mercado de Valores (fideicomiso de titulización de Ferreyros S.A.A. con intervención de Citicorp Perú Sociedad Titulizadora). Asimismo, en los últimos años, es uno de los principales asesores de operaciones de titulización de activos en Perú.

Se van a cumplir once años de haberse dictado, a través de la Ley del Mercado de Valores (Decreto Legislativo 861), el marco normativo para desarrollar operaciones de titulización de activos en nuestro país. Por esta razón, y por la evolución que aún queda en el desarrollo y aplicación de este instrumento en nuestro mercado, es que hemos considerado conveniente repasar los aspectos generales de la misma, haciendo énfasis en las ventajas y desventajas que ofrece nuestra legislación, y la experiencia práctica ocurrida en los últimos años a través de la distintas emisiones colocadas en el mercado local.

Durante los últimos años, uno de los procesos de mayor auge que se viene dando en la economía mundial es el relativo a la “desintermediación financiera”, que se origina como consecuencia de la evolución del mercado de valores como una alternativa para obtener financiamiento o capitales de inversión al menor costo posible y en forma directa, reduciendo el costo que representa la intermediación bancaria.

I. ANTECEDENTES

El desarrollo del mercado de valores ha dado lugar a una sofisticación cada vez mayor de los instrumentos que se ofrecen a los inversionistas en general, y más aún, a los denominados inversionistas institucionales, quienes demandan mejores niveles de rentabilidad y de seguridad para su inversión. Como bien apunta el tratadista argentino Silvio Lisoprawski, “el gran atractivo que sufren las economías, reside en la diversificación de los instrumentos de inversión. Con ello se genera progresivamente un cambio en el rol tradicional de la banca local, en lo que al monopolio del financiamiento se refiere”¹.

Simultáneamente al crecimiento del mercado de valores, las necesidades de financiamiento o de obtención de liquidez sin incrementar sus pasivos por parte de los agentes que intervienen en distintas actividades de la económica se han incrementado o responden a nuevas situaciones como son el crecimiento de las ventas a plazo o el auge del crédito de consumo.

Dentro del contexto antes descrito, surgió con éxito en mercados más desarrollados el proceso de titulización de activos, que tiene distintas denominaciones en los países en los cuales es

utilizado. Así, en los Estados Unidos, Japón y Europa, por lo general, se le conoce como “securitización”; en México como “bursatilización”; y en Colombia se le denomina “titularización”.

El mercado peruano no fue ajeno a la evolución del mercado de capitales y, menos aún, a la aparición de nuevos instrumentos financieros capaces de satisfacer las necesidades de los distintos agentes económicos que intervienen en nuestra economía. Por esta razón, se creó un marco normativo que permitiera el uso de la titulización de activos como una herramienta de financiamiento. A partir de la vigencia del marco regulatorio sobre la materia, una serie de empresas de primer nivel en el mercado local han hecho uso de esta herramienta a fin de obtener financiamiento fuera de balance y/o de acelerar su flujo futuro de ingresos, en la medida en que la titulización es un instrumento eficiente para el tomador de fondos y de riesgo reducido (esto en función a las características del activo subyacente y al nivel de atomización y diversificación).

II. DEFINICIÓN

Uno de nuestros primeros objetivos es llegar a establecer una definición que, en términos claros y generales, defina los alcances de la operación de titulización de activos, y que incluya tanto una perspectiva legal cuanto financiera.

La palabra titulización deriva del vocablo inglés “securitización” que, en un concepto amplio, puede ser entendido como aquel mecanismo o técnica por la cual se estructura un préstamo o un endeudamiento mediante la emisión de valores mobiliarios destinados a ser colocados a terceros, ya sea mediante oferta pública o privada.

También puede asociarse la denominación de securitización al vocablo en inglés “*security*” que, en un sentido amplio, puede ser traducido como el mecanismo para representar, a través de un título financiero, un activo subyacente, el que no es fácilmente canjeable, como podría ser el caso de una cartera de créditos hipotecarios.

En este sentido, la titulización podría asemejarse a la definición clásica de emisión de obligaciones, la cual, parafraseando a Manuel Antonio Domínguez García, consiste en títulos valores, de soporte documental o magnético, emitidos en

serie, que representan, con carácter principal o fundamental, una deuda pecuniaria o promesa abstracta de pago por parte de la sociedad emisora, integrada en una operación económica unitaria de financiación externa de la cual se constituyen en parte alícuota y, con carácter accesorio, la posición de miembro de la asociación o sindicato de obligacionistas².

Por su parte, para Manuel Broseta Pont, las obligaciones son créditos "(...) que se incorporan por mandato (de la ley) a documentos o títulos valores que, siendo títulos de rescate, sirven para legitimar al acreedor frente a la sociedad para el ejercicio frente a ella de sus derechos y, además, para facilitar su ágil transmisión a terceros"³.

Sin embargo, en términos más específicos, la titulización de activos tiene una connotación que supera la definición de obligaciones, puesto que como se podrá apreciar en las siguientes líneas, dicha operación tiene alcances mayores en cuanto a los activos que pueden ser titulizados, así como por los valores que se pueden emitir como consecuencia de dicho proceso.

Continuando con nuestra intención de acercarnos a una definición más exacta de la titulización de activos, conviene citar al argentino Silvio Lisoprawski, quien define a dicha operación como "un rediseño (mediante el armado de paquetes) del flujo de caja que generan individualmente los activos reunidos con el propósito señalado". Continúa diciendo Lisoprawski, "(c)onsiste en mancomunar o reunir un conjunto de activos, reagrupándolos para que sirvan de respaldo a la emisión de títulos-valores o participaciones que son colocadas entre inversores"⁴.

Por su parte, desde un punto de vista jurídico, el español Alberto Javier Tapia define a la titulización de activos como "el proceso en virtud del cual un sujeto (acreedor originario) que ostenta una posición jurídica acreedora (actual o potencial) respecto de otro u otros sujetos (deudores) que deben hacer frente al pago de su deuda en uno o varios momentos futuros, cede (cedente) aquel derecho de crédito de manera onerosa mediante

una compraventa a otro sujeto, con personalidad jurídica o sin ella, pero dotado, en todo caso, de autonomía patrimonial (cesionario), quien integra aquel crédito en su patrimonio y emite valores negociables con la garantía del derecho o derechos de crédito cedidos, valores que serán adquiridos por inversores, preferentemente institucionales"⁵.

Por su parte, para Ernesto Eduardo Martorell, la titulización consiste en "mancomunar o reunir un conjunto de activos, reagrupándolos, para que sirvan de respaldo a la emisión de títulos valores o participaciones que son colocadas entre inversores". Continúa, "(e)s una fuente alternativa de financiación que permite la movilización de activos de los balances"⁶.

Como se puede apreciar, existe más de una forma de definir a la titulización de activos, por ello, Martín Esteban Paolantonio, citando a otros autores, señala que "la securitización o titulización ha sido objeto de múltiples definiciones, cuya transcripción puede ser útil desde una perspectiva descriptiva"⁷. Así se ha entendido por securitización o titulización:

- a) La transformación de deuda ilíquida en títulos valores.
- b) El agrupamiento de créditos y su conversión a títulos valores, los que se suscriben y son colocados entre los inversores, estando los créditos incorporados a los títulos garantizados por los activos subyacentes y su flujo de fondos asociado.
- c) El proceso mediante el cual los flujos financieros originados por una agrupación predeterminada de operaciones crediticias, que son cedidas básicamente por entidades financieras, se destinan, una vez transformados, a la emisión de valores negociables atendidos con dichos flujos.
- d) El procedimiento de conversión de elementos del activo en instrumentos financieros aptos para permitir su ágil negociación en los mercados de capitales.

² DOMÍNGUEZ GARCÍA, Manuel Antonio. "La emisión de obligaciones por sociedades anónimas". Madrid: Editorial Aranzadi. 1994. p. 47.

³ BROSETA PONT, Manuel. "Manual de Derecho Mercantil". Sexta edición. Madrid: Editorial Tecnos. 1986. p. 284.

⁴ LISOPRAWSKI, Silvio. Op. cit. p. 1.

⁵ TAPIA HERMIDA, Alberto Javier. "Sociedades y Fondos de Inversión y Fondos de Titulización". Madrid: Editorial DYKINSON. 1998. p. 279.

⁶ MARTORELL, Ernesto Eduardo. "Contratos Bancarios". Buenos Aires: Editorial Depalma. 1996. p. 665.

⁷ PAOLANTONIO, Martín Esteban. "Operaciones Financieras Internacionales". Buenos Aires: Editorial Rubinzal-Culzoni. 1998. p. 318.

- e) El proceso de conversión de cuentas por cobrar y otros activos que no son fácilmente negociables en títulos valores que pueden ser colocados y negociados en el mercado de capitales.
- f) El proceso mediante el cual una o varias entidades financieras o no venden a otra entidad o vehículo (*special purpose vehicle*) uno o más préstamos o derechos de crédito, de similares características, que dicho vehículo agrupa (cuando son varios) y, con su respaldo, emite valores de tal modo que exista cierta relación entre los flujos de caja que generen los activos adquiridos y los pagos en concepto de principal e intereses que se deriven de los valores emitidos.
- g) El proceso de obtención de recursos financieros mediante la emisión de valores negociables, respaldados o atendidos, a través de futuros flujos de tesorería procedentes de activos generadores de renta.

Sobre la base de los criterios expuestos, nos permitimos presentar una definición que recoja en esencia los dos elementos que, a nuestro criterio, constituyen las características básicas de la titulización: (i) la aceleración de flujos originados por activos, y (ii) la incorporación del derecho a recibir los flujos en un valor negociable que le permita al propietario del activo obtener fondos con cargos a los recursos generados por aquél.

En este sentido, definimos a la titulización de activos como el proceso que permite convertir los flujos de fondos originados por activos ilíquidos o de lenta rotación, previamente estructurados o empaquetados, en valores mobiliarios negociables, para su colocación a terceros inversionistas mediante oferta pública o privada con la garantía que ofrecen los activos subyacentes y su flujo de fondos asociado.

III. ESTRUCTURA BÁSICA DE UNA TITULIZACIÓN DE ACTIVOS

El proceso de titulización de activos se inicia, en términos abstractos, cuando una empresa denominada **entidad originadora** transfiere todo o parte de sus activos ilíquidos y/o flujos futuros de ingresos a un tercero, a efecto de reemplazarlos por activos de mejor rotación, con la finalidad de obtener un mayor nivel de liquidez como consecuencia de un mejor flujo de fondos o simplemente un financiamiento fuera de balance.

De esta forma, la empresa que transfiere dichos activos obtiene recursos de disponibilidad inmediata que podrá utilizar en el desarrollo de proyectos de inversión, como parte de su capital de trabajo, o para mejorar su imagen financiera y su capacidad de pago.

Dentro del esquema de la operación, el tercero que adquiere los activos, denominado **entidad emisora**, procede a la emisión de los valores mobiliarios respaldados sobre el flujo de los fondos derivados de los derechos incorporados en dichos activos, para colocarlos a terceros inversionistas. La sociedad emisora deberá constituir o representar en sí misma un **patrimonio de propósito exclusivo** (de esta forma respalda únicamente las obligaciones contraídas como consecuencia de los valores mobiliarios).

Con la constitución del **patrimonio de propósito exclusivo** se logra aislar el riesgo, concentrándolo únicamente en la capacidad de generación de flujos por parte de los activos transferidos.

Los valores pueden ser colocados mediante oferta pública o privada, siendo necesaria, en el primero de los casos señalados, la presencia de un agente colocador (puede decirse que el agente colocador es quien tiene la función de mediar por cuenta del emisor u oferente en la distribución al público de los valores objeto de la emisión u oferta).

Una vez emitidos los valores, será necesario encargar la gestión de cobranza de los activos titulizados a un tercero con capacidad y condiciones para hacerlo, a quien se denomina **sociedad administradora**. Por lo general, el propio **originador** asume la función de sociedad administradora, en la medida en que es quien mejor conoce a los deudores cedidos.

Adicionalmente, puede intervenir un tercero (o el propio **originador** u **emisor**) con la finalidad de otorgar garantías adicionales a la que ofrecen los activos incorporados del **patrimonio de propósitos exclusivos**. Las garantías antes referidas pueden ser reales (garantía mobiliaria o hipoteca, pero sobre activos distintos al del patrimonio de **propósitos especiales**) o personales.

IV. MODALIDADES PARA LLEVAR A CABO UNA TITULIZACIÓN DE ACTIVOS

Como bien apunta Paolantonio, “si bien las variantes que puede asumir la securitización o

titulización son numerosas y aumentan día a día, por lo que una pretensión de realizar una clasificación o enumeración taxativa está condenada al fracaso, resulta posible mencionar tres estructuras básicas que subsumen las alternativas generalmente utilizadas: *pass through securities*, *asset backed bonds*, y *pay through securities*⁸.

En efecto, las modalidades para llevar a cabo una operación de titulización de activos resultan muy variadas debido a la propia complejidad de la operación y de las necesidades particulares de la entidad que decide transformar sus activos ilíquidos o de lenta rotación en activos líquidos. Asimismo, resulta necesario precisar que, como consecuencia del rápido desarrollo de las técnicas financieras, las necesidades y requerimientos propios de los agentes que intervienen en el proceso de titulización; cada una de ellas tiene a su vez variaciones que ocasionan operaciones de titulización con características particulares.

Sin embargo, las tres modalidades mencionadas por Paolantonio son quizá las más generales y, por ello, conviene su estudio y revisión; más aún, cuando consideramos que cada una de las modalidades propuestas tiene características particulares que las hacen diferentes, aunque el resultado final sea el mismo.

A efectos de tener una mejor comprensión del proceso de titulización de activos, pasamos a exponer las principales características de cada una de las modalidades antes indicadas.

a) Modalidad de *pass through*

La modalidad de *pass through* implica la transferencia efectiva de los activos materia de titulización (debido a que los bienes salen del balance de la entidad originadora) en favor de la entidad emisora, la que a su vez los incorpora en un patrimonio autónomo contra el cual emite los títulos que serán adquiridos posteriormente por los inversionistas.

Como bien apunta el argentino Ernesto Eduardo Martorell, la modalidad de *pass through* "es el tipo más tradicional, implementado con la participación, como cuotapartista o tenedor de

un certificado de participación en la copropiedad o en los beneficios de una cartera (portafolio de activos homogéneos, generalmente similar en sus vencimientos, tasas de interés y calidad crediticia. La cartera es transmitida por venta, cesión, o endoso, según el activo de que se trate, a un vehículo, generalmente en fideicomiso (*trust*) a un fiduciario (*trustee*), que emite certificados de participación que son colocados entre inversores"⁹.

El mecanismo de *pass through* permite alcanzar los objetivos que busca la implementación de una operación de titulización de activos, toda vez que permite aislar el riesgo a un patrimonio autónomo constituido únicamente por activos generadores de flujos.

Esta modalidad está sustentada en una transferencia fiduciaria de los activos, por esta razón, conviene revisar los alcances del contrato de fideicomiso.

Un primer acercamiento a una definición de fideicomiso la podemos tomar de la definición propuesta por los argentinos Héctor Benébalz y Osvaldo Coll, que señalan que "el fideicomiso importa la transmisión de la titularidad de un bien, efectuado por un sujeto llamado fideicomitente a otro denominado fideicometido, fideicomisario o fiduciario, el que queda obligado a disponer de dicho bien, conforme lo ordene aquel"¹⁰. Asimismo, continuando con la posición de los mismos autores, "el fideicomiso es siempre un contrato mercantil por el cual el fideicomitente, usando de su capacidad jurídica de disposición, destina ciertos bienes a un fin lícito determinado, encomendando la realización de éste a una institución fiduciaria o fideicomisario que aplicará el beneficio de su encomienda al beneficiario"¹¹.

La definición de fideicomiso se encuentra fuertemente vinculada al *trust* del derecho angloamericano, y en ese sentido, conviene revisar la definición de *trust* propuesta por las argentinas Lily Flah y Miriam Smayevsky, quienes señalan que "el *trust* es una relación fiduciaria derivada de la voluntad privada o de la ley, en virtud de la cual aquel que tiene sobre determinados bienes o derechos la propiedad formal o la titularidad está obligado, por efecto de la propiedad substancial

⁸ Ibidem.

⁹ MARTORELL Ernesto Eduardo. "Tratado de los Contratos de Empresa". Tomo II. Buenos Aires: Editorial Depalma. p. 689.

¹⁰ BENELBAZ, Héctor y Osvaldo COLL. "Sistema Bancario Moderno". Tomo II. Buenos Aires: Editorial Depalma. 1994. p. 478.

¹¹ Ibidem.

que recae en él, a custodiarlos o administrarlos, así como servirse de ellos en provecho de uno o más beneficiarios o de un fin"¹².

Por su parte, Lisoprawski define al fideicomiso como la "declaración de voluntad a través de la cual el fiduciante inviste a otro, el fiduciario, de una posición jurídica frente a terceros, como medio que excede el fin práctico tenido en vista por las partes, con la obligación de devolver el derecho estando su realización limitada por la convención fiduciaria establecida entre los sujetos"¹³.

Sin perjuicio de la validez de cada una de las definiciones propuestas, consideramos a bien proponer una definición a partir de la cual se pueda profundizar en la naturaleza jurídica del contrato de fideicomiso, y que a la vez pueda ser utilizada a efectos de aplicarla a la operación de titulización en específico¹⁴.

En este sentido, consideramos que el fideicomiso es el contrato por el cual una persona natural o jurídica transfiere en dominio fiduciario¹⁵, que origina la constitución de un patrimonio autónomo¹⁶, un bien a favor de un tercero, a efectos de que éste, durante el tiempo determinado, los use para cumplir con un encargo específico.

Una vez determinados los alcances del contrato de fideicomiso y su vinculación con el *trust*, podemos concluir que la operación de titulización de activos, bajo la modalidad de *pass through*, es aquella por la cual una persona jurídica transfiere todo o parte de sus activos en dominio fiduciario a favor de otra con la finalidad de que ésta incorpore dichos activos en un patrimonio autónomo y emita, con cargo a éste, valores mobiliarios a ser colocados a terceros inversionistas.

Bajo los alcances señalados, el fideicomitente (originador para efectos de la titulización) recibe, a cambio de la transferencia fiduciaria de sus activos, recursos líquidos de parte del fiduciario (sociedad titulizadora para efectos de la titulización), que a su vez los obtiene de la colocación de los valores a terceros.

De esta forma, queda claro que el fiduciario no asume inversión; más bien, es únicamente responsable frente a los inversionistas por el manejo y administración de los flujos generados por los activos transferidos.

Queda claro que el mecanismo de *pass through* permite:

- (i) Asignar un número determinado de activos (identificados) al pago del principal e intereses de los valores emitidos.
- (ii) Que los bienes transferidos no se incorporen al patrimonio de la empresa adquirente, sino que adquieran una personería jurídica propia cuya titularidad es ejercida por el adquirente.

De esta forma, los bienes sólo responderán por las obligaciones emitidas con el respaldo de éstas, y no por las derivadas de las actividades propias de la empresa o sociedad que las adquiere. En consecuencia, los títulos negociados gozan de un mayor respaldo para los inversionistas.

b) Modalidad de emisión de *asset back bonds*

Esta modalidad tiene como característica principal la emisión de bonos o cualquier otro título de deuda por parte de la propia entidad originadora con el respaldo de determinados bienes que integran su activo.

Los fondos de los activos que respaldan la emisión de los títulos de deuda no son dedicados específicamente al pago de los intereses y la amortización del principal de los mismos, sino que provienen de los ingresos generales de la propia entidad originadora, razón por la cual se requieren, bajo esta modalidad, garantías adicionales a los propios activos.

En esta modalidad, los activos no se transfieren ni se transforman, sino que son utilizados para respaldar una emisión de pasivos, de forma tal que no salen del balance de la originadora, como ocurre bajo la modalidad de *pass through*.

¹² FLAH, Lily y Miriam SMAYEVSKY. "La securitización y la promoción de la Vivienda". Buenos Aires: Editorial Abeledo-Perrot. 1996. p. 14.

¹³ LISOPARWSKY, Silvio. Op. cit. p. 109.

¹⁴ Conviene recordar que, en términos generales, el fideicomiso proviene del derecho romano y tiene como principal característica la de ser un encargo de confianza que nace de un acto de buena fe.

A criterio de algunos, la modalidad de *asset back bonds* no constituye una titulización de activos en sí misma, y se asemeja más a una emisión de bonos corporativos con garantía específica constituida sobre activos y/o flujos del emisor (como puede ser el caso de una prenda dineraria).

En este sentido, el argentino Paolantonio, al referirse a la estructura de titulización bajo la modalidad *asset back bonds*, señala que “no existe el efecto financiero de financiación fuera del balance característico de las demás estructuras de securitización, siendo esta variante la que se asemeja más a una financiación normal con garantía real”¹⁷.

No obstante lo indicado, somos de la opinión de que algunas estructuras de titulización implementadas bajo esta modalidad sí pueden ofrecer a los inversionistas las seguridades de una titulización tradicional, aunque definitivamente para el emisor no se trate de una financiamiento fuera de balance.

Nuestra opinión se sustenta en operaciones en las cuales el emisor de un bono de tipo corporativo (por citar un ejemplo) cede (mediante una cesión de derechos) los flujos que se originen de la explotación de determinados activos que forma parte de su balance a favor de su acreedor o de los tenedores de los bonos emitidos. Mediante esta cesión, la garantía principal de los tenedores o bonistas será un flujo aislado del riesgo comercial del emisor y de la denominada prenda general que sobre el resto de sus activos tienen los demás acreedores del emisor.

c) Modalidad de *pay through*

Mediante la modalidad de *pay through*, sí se produce una transferencia de los activos de la entidad originadora, pero los títulos emitidos

respaldados por el flujo de fondos materia de la operación figuran como deuda en el balance de la entidad originadora.

Uno de los mecanismos que se utilizan como consecuencia de la modalidad de *pay through* son las llamadas sociedades de propósitos especiales. Éstas se constituyen como sociedades anónimas cuyo único objeto social resulta ser la compra de activos con la finalidad de realizar una emisión de títulos respaldados sobre los mismos, a efecto de colocarlos mediante oferta pública o privada a terceros inversionistas.

La propia entidad originadora podría constituir una sociedad anónima, como único accionista, a favor de la cual realizará la transferencia de los activos. De esta forma, la llamada entidad originadora reemplaza sus activos de lenta rotación por acciones de la sociedad de propósitos especiales.

Por su parte, el balance de la sociedad de propósitos especiales no tendrá más activos que los que le fueron transferidos por la entidad originadora, y como pasivos, las cuentas por pagar a favor de los terceros inversionistas que adquieran los títulos emitidos como parte del proceso de titulización.

Sobre esta modalidad, Frankel señala que “los títulos están garantizados por un conjunto de activos, y aparecen en los estados contables de la emisora como deuda. El flujo de fondos de los activos que garantizan las *securities* es reconfigurado y se afecta al pago de los títulos valores de una manera similar a las *pass through securities*. En teoría, esta modalidad es más proclive al riesgo de *default* que la alternativa *pass through*, ya que puede calcularse erróneamente el flujo de fondos proveniente de los activos securitizados”¹⁸.

¹⁵ Se entiende por dominio fiduciario al derecho real imperfecto que le permite a su titular ejercer todos aquellos atributos de la propiedad que le hubieran sido expresamente otorgados para el cumplimiento de una finalidad específica. El dominio fiduciario podría ser también entendido como un derecho real sobre cosa ajena, toda vez que el dominio fiduciario no le concede a su titular la propiedad del mismo. Asimismo, cabe señalar que el derecho de dominio fiduciario y el de propiedad no coexisten porque durante la vigencia de uno de ellos el otro queda suspendido.

No obstante lo expuesto, existen otras posiciones como las de Navarro Martorell que señalan que el fideicomiso y, en consecuencia el dominio fiduciario, no representan una propiedad limitada ni dividida, sino que, por el contrario, el dominio fiduciario es el derecho real que le atribuye a su titular la plena e irrevocable propiedad sobre los bienes que le han sido otorgados en fideicomiso no sólo frente a terceros, sino también frente al propio constituyente.

¹⁶ Como consecuencia de la transferencia fiduciaria, se origina un patrimonio autónomo, sin personería jurídica, distinto al patrimonio de las partes intervinientes, que permite la inembargabilidad o la sustracción de los bienes que lo conforman, salvo para el cumplimiento para el cual fueron transferidos.

¹⁷ PAOLANTONIO, Martín Esteban. Op. cit. p. 326.

¹⁸ FRANKEL, Tamar. “Securitization, Structured Financing, Financial Assets Pools, and Asset-Backed Securities”. Boston: Editorial Little, Brown & Company. 1991. p. 51.

Por su parte, Paolantonio sostiene, al referirse a esta modalidad de titulización, que “la posibilidad de alterar el *cash flow* de los créditos securitizados permite una mayor flexibilidad de la estructura para satisfacer las demandas de los inversores. Esta variante es generalmente utilizada en las securitizaciones de créditos prendarios, deudas de tarjetas de crédito y otras modalidades de créditos del tipo *revolving*, así como en las *collateralized mortgage obligations*”¹⁹.

V. ¿QUÉ PUEDO TITULIZAR?

Para continuar con nuestro análisis sobre la titulización de activos, conviene centrar nuestra atención en los activos que pudieran ser materia u objeto de una operación de este tipo.

Resulta conveniente distinguir que las operaciones de titulización de activos pueden realizarse sobre la base de activos existentes o de activos futuros. A decir del argentino Paolantonio, “tradicionalmente, el concepto de securitización se asocia con activos existentes, y particularmente con una cartera conformada por créditos hipotecarios o prendarios (...)”²⁰.

En realidad, la titulización puede llevarse a cabo sobre cualquier activo (entiéndase bien mueble o inmueble) susceptible de generar un ingreso predecible. Lo que sucede por lo general es que al estar asociada la operación de titulización de activos a una forma de financiamiento fuera de balance y una sustitución de activos ilíquidos o de lenta rotación, se presume que la operación será realizada únicamente sobre activos existentes (como es el caso de cuentas por cobrar o inmuebles). Sin embargo, la titulización de activos puede sustentarse en flujos futuros ciertos o inciertos que pueden originarse de activos existentes o no. Comúnmente, las operaciones de titulización de flujos futuros se sustentan en relaciones contractuales (o de cualquier relación obligatoria que la sustente), a partir de las cuales se devengará en el futuro un flujo cierto de ingresos (como sería el caso de una operación sobre consumos de tarjetas de crédito o derivados

del pago de servicios por consumo de energía eléctrica, agua potable o teléfono).

Como ya se ha mencionado, para algunos sectores, las operaciones de titulización sobre flujos futuros de ingresos²¹ no constituyen una titulización en sí misma. Uno de los argumentos que sustenta esta posición está dado en el riesgo del tomar de los valores a emitirse. En el caso de una titulización de activos existentes, el titular del valor emitido tiene como respaldo un patrimonio autónomo integrado por activos existentes y cuyo único riesgo viene dado por la liquidez del mismo²², y que, a su vez, asegura la atomización y diversificación del riesgo²³. En el caso de una titulización de flujos futuros, las ventajas antes indicadas podrían no presentarse, dado que la existencia del flujo depende muy probablemente de la propia actividad comercial del originador o fideicomitente (por ejemplo, en el caso de una titulización de flujos originados de la futura venta del petróleo a ser extraído por una empresa es claro que todavía se mantiene el riesgo del fideicomitente, puesto que si esta empresa quiebra, ya no podrá seguir con sus actividades y, en consecuencia, los flujos dejarían de generarse).

Sin perjuicio de lo antes indicado, es frecuente el uso de operaciones de titulización flujos a nivel internacional. Un ejemplo de este tipo de operaciones se puede apreciar en la operación realizada por la Compañía de Teléfonos de México, en marzo de 1990, por alrededor de US\$ 360'000,000.00 sobre la base de derechos de venta de llamadas de larga distancia.

En los países latinoamericanos, la titulización de flujos permite reducir el riesgo soberano o riesgo país. Así, Paolantonio señala que “el denominado riesgo soberano *sovereign ceiling*, refleja el riesgo de que el estado centralice o limite el acceso a las divisas necesarias en el caso de una crisis de balanza de pagos (*convertibility risk*) o impida la transferencia de divisas al exterior. La calificación de riesgo del país considera además otras circunstancias, tales como la incertidumbre política o económica, la coherencia de la política

¹⁹ PAOLANTONIO, Martín Esteban. Op. cit. p. 327.

²⁰ Ibid. p. 342.

²¹ Para otros en cambio, la titulización de flujos futuros a su vez ha dado lugar a una subdivisión dentro de los criterios de clasificación de las operaciones de titulización de activos. Tanto es así que la categoría de titulización de flujos puede ser de dos tipos: (i) titulización de flujos financieros futuros, y (ii) titulización sobre flujos de exportación.

²² En una titulización típica de cuentas por cobrar, los titulares de los valores emitidos han sustituido, por llamarlo de alguna forma, el riesgo de pago del originador o fideicomitente por el riesgo de pago de cada uno de los deudores cedidos.

²³ Los criterios de atomización y diversificación de riesgo son criterios económicos-financieros bajo los cuales una expectativa a cobrar tiene mayores probabilidades ante más de un deudor puesto que elimina el riesgo de concentración.

económica, su aceptación y la situación de la balanza de pagos. Para obtener una calificación internacional superior al riesgo soberano, la transacción debe estructurarse de modo tal que los pagos en divisas a efectuar en virtud de los *futures flows* o *receivables*:

- a) No ingresen al país cuyo *rating* soberano se pretende superar, y
- b) Sean realizados directamente por el deudor a un tercero situado *off shore*²⁴.

En la actualidad, los principales activos objeto de titularización son, entre otros, las carteras de crédito o de cuentas por cobrar, flujos predecibles de caja de las empresas, proyectos de desarrollo inmobiliario, bienes de exportación, créditos hipotecarios, flujos de tarjetas de crédito, flujos de exportaciones, entre otros.

Como se puede observar de su definición general, la titularización de activos constituye una alternativa importante para el manejo financiero de los agentes económicos, e incorpora en el mercado un nuevo instrumento de inversión atractivo tanto para inversionistas institucionales cuanto para inversionistas en general.

Resulta importante anotar que, desde un punto de vista financiero, la titularización de activos se debe realizar sobre la base de activos que cumplen con los siguientes requisitos básicos:

- a) Deberán ser capaces de generar un flujo de fondos, matemática y estadísticamente predecible, que permita tener un esquema o programa de pagos de los valores emitidos.

En este sentido, se requiere de cierta regularidad de los flujos derivados de los activos materia de titularización. Por tal motivo, normalmente escapan a un proceso de titularización las cuentas por cobrar que tienen un carácter eventual y que no forman parte de las operaciones involucradas en el giro propio de la empresa.

Es importante señalar que, para la calificación del instrumento o valor mobiliario que se emita, se evaluará el porcentaje de morosidad y recuperabilidad derivado del activo titulado, por ejemplo el atraso o morosidad

en el pago de préstamos hipotecarios o en el pago de servicios si estamos frente a una titularización de flujos futuros. Algunos analistas financieros consideran que es de suma importancia para que el riesgo del título se minimice, que exista una diversificación de deudores cedidos y que exista, además, una diversificación demográfica, económica y geográfica de los mismos.

Un ejemplo claro de lo antes expuesto se aprecia en la estructuración de operaciones de titularización que llevan a cabo los bancos respecto a su cartera de créditos hipotecarios. En estos casos, se busca, por lo general, diversificar la edad de sus clientes, el monto de *down payment* o cuota inicial (se considera que a mayor cuota inicial o saldo pendiente capital existe menor propensión a incumplimiento en el pago), la ubicación de las viviendas, entre otros aspectos.

- b) Que los créditos derivados de los activos cuenten con la mayor documentación posible de forma tal que el tercero que los adquiere pueda cobrarlos sin ninguna limitación.

Asimismo, dicha información le permitirá a la entidad emisora calcular en forma exacta el interés fijo que va a redituar el título emitido sobre el respaldo de los activos titulizados.

- c) Asimismo, será importante que los derechos o créditos que formen parte de los activos transferidos sean homogéneos, con un índice de siniestralidad apropiado, y con retornos superiores a los activos titulizados. Por lo general, no se ven estructuras de titularización con activos subyacentes disímiles por la dificultad que ello genera en el calce y, consecuentemente, en el manejo de la vida promedio y el rendimiento de los instrumentos que se emitan con respaldo del patrimonio de propósito exclusivo.
- d) Calce o concordancia temporal. Es importante *empaquetar* o conformar un patrimonio a ser titulado con activos que generen recursos suficientes para atender el pago del principal e intereses, en caso se hubiese emitido un título de deuda, o el rendimiento o utilidad en un tiempo esperado.

²⁴ PAOLANTONIO, Martín Esteban. Op. cit. p. 345.

En conclusión, somos de la opinión que las operaciones de titulización de activos se pueden realizar sobre la base de cualquier activo existente o susceptible de existir en un tiempo determinado, y siempre que cuando menos cumplan con las características antes señaladas. Para continuar con nuestro análisis sobre la titulización de activos, conviene centrar nuestra atención en este punto, en los activos que pudieran ser materia u objeto de una operación de este tipo.

VI. ¿QUÉ CLASE DE TÍTULOS SE PUEDEN EMITIR?

Considerando las múltiples definiciones de titulización de activos propuesta, no cabe duda de que uno de los elementos importantes a estudiar es el de la emisión de los títulos que se emiten como parte dicha operación.

Por lo general, como consecuencia de una operación de titulización de activos se emiten valores mobiliarios que pueden ser de contenido crediticio (entiéndase también en términos financieros como instrumentos de renta fija), de contenido patrimonial (entiéndase de renta variable o de riesgo) o de contenido mixto (entiéndase una especie de *debentures*).

A nuestro entender, es importante partir por la definición de valor mobiliario, y como tal, por revisar la definición de título valor.

El español José Antonio Cachón Blanco, citando a Garrigues, define al título valor como “un documento al que se incorpora un derecho, de forma tal que documento y derecho se identifican y se hacen conjuntamente necesarios para su ejercicio y su transmisión”²⁵.

Por su parte, Alberto Berkovitz vincula al título valor con el concepto alemán “*wert-papier*” que literalmente traducido significa “papel valor”, es decir, identificándolo con “*documento papel*”²⁶.

Queda claro entonces que la naturaleza del título valor alcanza dos aspectos: (i) su connotación como instrumento que representa una serie de derechos, y (ii) su naturaleza cartular o de incorporación en un documento del derecho a exigir los beneficios en el contenido.

Sin embargo, la actividad económica y el crecimiento de los mercados de valores obligaron a la creación de un nuevo título que trascienda la cartularidad, de forma tal que pueda generar un mecanismo de transferencias más ágil tanto por volumen de operaciones cuanto por globalización de mercados.

En este contexto, el español José Antonio Cachón Blanco señala que “la posibilidad de representación de determinados valores a través de anotaciones en cuenta inutiliza el concepto de título valor y como ha sido literalmente descrito, de forma que ahora títulos valores y anotaciones en cuenta son dos categorías diferenciadas, pero surge la necesidad de definir una categoría más general que ambas y que en englobe debidamente, tal como la denominación ya citada y más comprensiva de derecho valor o valor a secas o valor negociable, que incluye tanto al título valor físico cuanto al valor en anotación en cuenta”²⁷.

Con la modalidad de representación de valores mediante el sistema de anotaciones en cuenta, se creó el concepto de valor mobiliario, al que, según nuestro criterio, podríamos definir como el título, físico o no, que le otorga a su titular un conjunto de derechos debidamente determinados en el contrato o acto jurídico que le dio origen.

A su turno, nuestra Ley del Mercado de Valores, en su artículo 3, define a los valores mobiliarios como “aquellos emitidos en forma masiva y libremente negociables que confieren a sus titulares derechos crediticios, dominiales o patrimoniales, o los de participación de capital, el patrimonio o las utilidades del emisor”.

Una vez definido el concepto de valor mobiliario, pasaremos a revisar los alcances de cada una de las modalidades de dichos valores que se pueden emitir dentro de los alcances de una titulización de activos:

a) De contenido crediticio

Los valores mobiliarios con contenido crediticio que son apropiados para la titulización de activos; son carteras de crédito, pagos de suministros, alquileres, entre otros. Son valores cuyo subyacente es un activo que genera un

²⁵ CACHÓN BLANCO, José Antonio. “Derecho del Mercado de Valores”. Tomo I. Madrid: Editorial Dykinson. 1992. p. 123.

²⁶ BERCOVITZ, Alberto. “El Derecho de Mercado de Capitales”. En: Revista de Derecho Bancario y Bursátil 28. 1998. pp. 81-96.

²⁷ CACHÓN BLANCO, José Antonio. Op. cit. p. 129.

rendimiento periódico de forma tal que pueda generar un *spread* o diferencia de tasas.

Esta clase de valores está asociada al concepto de obligaciones o bonos. En este sentido, cabe señalar que las obligaciones tienen una doble condición de activo financiero y valor mobiliario, y representan instrumentos fungibles, de negociación fluida y seguros a efectos de su liquidación en mercados secundarios –lo que los hace atractivos a los inversionistas–, lo que ha ocasionado que representen en la actualidad un instrumento financiero de alta demanda –en especial bajo el esquema de emisión a mediano y largo plazo– en toda clase de mercados financieros “en especial en los mercados maduros o en vía de maduración o aquellos en los que los denominados inversionistas institucionales han alcanzado cierto nivel de desarrollo”²⁸.

Las operaciones de titulización de activos en las que se emiten títulos de deuda están asociadas a una rentabilidad fija en función al activo subyacente, ajenos a operaciones de capital de riesgo, en la que contra una utilidad probable, le otorga al inversionista un premio (*equity kiker*).

b) De contenido patrimonial

A diferencia de las operaciones de titulización sobre carteras de crédito, existen otras implementadas sobre la base de proyectos o inversiones en los que no es fácil determinar un ingreso periódico fijo tal como una tasa de interés. Por el contrario, en esta clase de títulos, lo que se busca es que el inversionista adquiera una alícuota que le permita obtener un porcentaje equivalente sobre las ganancias del negocio. Esta clase de títulos guarda semejanza con las denominadas cuotas de fondos de inversión.

Las cuotas de participación en un fondo de inversión representan, a decir del jurista argentino Martín Paolantonio, “títulos representativos de una cuotaparte en un condominio; y, desde un punto de vista, al constituir la certificación de un derecho complejo consistente en la calidad de miembro de un condominio, entrarían,

juntamente con las acciones de las sociedades anónimas, en la categoría de títulos de participación”²⁹.

En ambos casos, existe una connotación de tipo patrimonial. Así, el término patrimonio es definido, desde un punto de vista económico, como “la riqueza perteneciente a una unidad económica o el conjunto de bienes económicos, materiales e inmateriales pertenecientes a una unidad económica o hacienda (...)”³⁰.

En países como Colombia, es utilizado el mecanismo de titulización de activos para el desarrollo de proyectos inmobiliarios en los que el inversionista, con su aporte inicial, financia un proyecto sobre la base de un terreno previamente titulado por un constructor.

c) De contenido mixto

En este caso, el valor mobiliario emitido le otorga a su titular un rendimiento mínimo y otro en función a la rentabilidad del patrimonio titulado. La modalidad en este caso es similar a la de los denominados *debentures*.

VII. ¿CON QUE GARANTÍAS CUENTA UNA OPERACIÓN DE TITULIZACIÓN?

Una vez revisados los conceptos y las modalidades para llevar cabo un proceso de titulización de activos, conviene revisar las garantías, distintas al propio patrimonio de propósito exclusivo, que este mecanismo de financiamiento ofrece a aquellos inversionistas que adquieran valores mobiliarios, ya sea mediante oferta pública o privada, emitidos en una titulización de activos. Las coberturas de una operación de titulización tienen incidencia directa en la clasificación de riesgo de los valores emitidos³¹.

Para estos efectos, conviene revisar los criterios de riesgo que se evalúan en las operaciones de titulización de activos, pues a partir de ellos se determinará la necesidad de contar con mecanismos de garantía adecuados que le permitan al emisor un éxito en la colocación y

²⁸ NOVOA GALÁN, Raúl. “Derecho del Mercado de Capitales”. Santiago de Chile: Editorial Jurídica de Chile. 1995. p. 122.

²⁹ PAOLANTONIO, Martín Esteban. “Fondos Comunes de Inversión”. Buenos Aires: Editorial Depalma. 1994. p. 135.

³⁰ LARRIBA DIAZ-ZORITA, Alejandro. “Acciones y Derechos de Suscripción”. Madrid: Ministerio de Hacienda de España. p. 76.

³¹ A nivel internacional, se ha establecido la necesidad de que empresas especializadas evalúen los riesgos que puede ocasionar a una persona natural o jurídica, sea inversionistas institucional o no, la adquisición de valores mobiliarios. De esta forma, dichas empresas asignan con una letra (y subclasificaciones dentro de ésta) los riesgos evaluados en función a la fuente de repago (viabilidad de los flujos que sustentan el pago considerando riesgo empresa y riesgo país) y a las garantías en caso de incumplimiento. Dicha calificación se hace pública y de conocimiento del inversor, lo que le permite tomar una mejor decisión.

clasificación de riesgo que incidirá directamente en la tasa de interés o precio de adquisición del valor emitido.

Por lo general, para determinar la clasificación de riesgo se observará (i) la mora en la cobranza de los créditos transferidos o de la fuente de originación de los flujos, por ejemplo en el caso de retraso en el pago de los consumos telefónicos; (ii) las demoras en la ejecución de las garantías; (iii) tipo de cambio, a efectos de medir la diferencia entre la moneda en que se paga la deuda cedida y la moneda en que se pagan los valores mobiliarios emitidos; y (iv) la posible insolvencia del mejorador y/o del servidor.

De esta forma, se puede advertir, como lo señalan Malumián, Diplotti y Gutierrez, que “el análisis se centra en los activos y no en el originador pues la quiebra del mismo (salvo que también sea *servicer* o agente de cobro) no afecta al fideicomiso, esta situación conlleva la calificación del fideicomiso como *backruptcy*”³².

Si por el contrario estamos frente a una titulización de flujos, tal como ya lo indicáramos en páginas anteriores, no se puede desvincular el riesgo de los valores mobiliarios emitidos dentro del proceso de titulización de activos del riesgo del originador, pues a partir de la gestión de éste se dan los flujos.

Sin embargo, tal como lo señala la Superintendencia de Valores de la República de Colombia, “(e)n las titularizaciones de activos generadores de flujos de fondos, se debe incorporar mecanismos de seguridad o apoyo crediticio que cubran por lo menos una vez y media el índice de siniestralidad o coeficiente de desviación del flujo de caja”³³.

En este sentido, se debe entender por índice de siniestralidad o coeficiente de desviación del flujo, la evaluación del impacto que tiene el comportamiento de determinadas variables sobre los resultados del proceso de titulización. Así, se deben considerar en la estructuración de una titulización de activos, las proyecciones de los resultados económicos del proceso bajo ciertos escenarios en los cuales se presentaría el mayor riesgo de pérdida.

A decir del argentino Lisoprawski, “el realce (*enhancement*), potenciación o mejora del crédito es el medio utilizado en la securitización para añadir garantías adicionales a los activos titulizados, con el objeto de reducir el riesgo general de la emisión de los títulos. Su propósito primordial es mejorar la calificación de riesgo de la emisión, y con ello, el precio y las posibilidades de colocación. Puede provenir de un tercero o del mismo originador o emisor”.

Para efectos de entender mejor los mecanismos básicos de cobertura, debemos empezar por hacer una primera gran división entre (i) garantías internas y (ii) garantías externas.

a) Garantías internas

Los mecanismos de cobertura o garantías internas son aquellos que se pueden crear o establecer a partir de los propios activos, o flujos generados por estos, que integran el patrimonio de propósitos exclusivos y que se reflejan en el diseño o estructura final de la operación a implementarse.

Conviene precisar que, desde una perspectiva de inversionista, una de las mayores seguridades que ofrece un título emitido como consecuencia de una titulización está dada por el aislamiento de los flujos generados por los activos titulizados; y, en consecuencia, los mecanismos de mejora interna estarán directamente vinculados con el tratamiento del flujo.

Si bien la titulización de activos puede adoptar diversas formas dejando absoluta capacidad de creatividad a quienes diseñan o estructuran una operación de este tipo, existen algunos mecanismos básicos a partir de los cuales se pueden diseñar otros según las características particulares del originador.

Dentro de las principales formas de mejora interna tenemos:

(i) Sobrecolateralización

El “*overcollateralization*” o “sobrecolateralización”, es el mecanismo por el cual se establece un margen entre el valor de los activos objeto de titulación y el valor de los títulos emitidos en razón de la

³² MALUMIÁN, Nicolás; DIPLOTTI, Adrián y Pablo GUTIÉRREZ. “Los Títulos Fiduciarios”. Buenos Aires: Editorial Depalma. p. 165.

³³ Superintendencia de Valores de la Republica de Colombia. “La Titularización en Colombia: una ventana hacia la modernidad financiera”. 1997. p. 29.

misma. Este margen deberá ser proporcional al índice de siniestralidad o del riesgo derivado de la acreencia originada en los activos titulizados.

En este caso, el originador transfiere activos a su valor nominal, facial o de principal, que luego se incorporaran en un patrimonio de propósito exclusivo. El gestor del patrimonio deberá emitir valores por un valor nominal inferior al de los activos transferidos. En este sentido, si el valor facial de los activos transferidos es de 100 y la emisión de valores se realiza por un valor nominal de 80, estaremos frente a una estructura de sobrecolateral de 20. El sobrecolateral permite cubrir cualquier desfase entre los flujos generados por los activos titulizados y el monto de las obligaciones a cargo del patrimonio fideicometido. Al vencimiento, el monto del sobrecolateral no utilizado constituirá el remanente.

(ii) Exceso de flujo de caja o *spread*

Es el mecanismo por el cual se establece un margen diferencial o excedente entre el rendimiento generado por los activos titulizados y la tasa de interés que se le ofrezca al inversionista.

(iii) Emisión subordinada

Mediante este mecanismo se realiza una emisión de títulos que contemple una porción bajo la condición de emisión o serie subordinada, a la cual se imputan hasta agotarla los siniestros o faltantes de activos, mientras que a la porción no subordinada se destinarán, en primer término, los flujos requeridos para la atención de capital e intereses incorporados en tales títulos. El monto de la emisión o serie subordinada debe ser el suficiente para cubrir mínimo una vez y medio el índice de siniestralidad.

Mediante la emisión de valores subordinados al pago de los valores principales se logra trasladar de alguna forma los riesgos de incobrabilidad de las cuentas por cobrar.

En la mayoría de los casos, será el propio originador quien tome directamente la emisión subordinada, considerando también que será aquél quien resulte beneficiado del excedente o remanente, y que será también quien se encargue de la cobranza directa de los flujos generados por los activos.

(iv) Recursos de la propia colocación

En algunos casos en los que el originador no requiere el total de los fondos obtenidos luego de la colocación de los valores emitidos contra el patrimonio de propósito exclusivo, se mantiene parte del monto en efectivo recabado de la colocación en el propio patrimonio, el mismo que se va liberando en la medida en que se paga al inversionista y de acuerdo a las propias necesidades del originador. El monto del dinero inmovilizado genera un costo para el originador (diferencia entre tasas de interés pasiva y activa) que deberá ser internalizado como costo final para el originador.

b) Garantías externas

Se entiende por una garantía externa aquella que constituye un tercero o el propio originador o fiduciario respecto de uno o más activos que no forman parte del patrimonio titulizado y que garantizan a los tenedores de los valores emitidos por el patrimonio de propósito exclusivo.

Es usual que en una operación de titulización en la que los activos transferidos al patrimonio de propósito exclusivo no generen un nivel adecuado de certidumbre de pago o un nivel de colateralización apropiado para obtener una clasificación de riesgo suficiente para ser atractiva a inversionistas institucionales, se decida constituir una garantía extra e independiente al riesgo de cobrabilidad del activo titulizado.

De esta forma, podemos citar algunas posibles modalidades de constitución de garantías por parte de un tercero:

(i) Carta de crédito (*letter of credit*)

Un tercero o el propio originador (también el propio fiduciario como es el caso peruano) puede otorgar una carta de crédito emitida por un banco de primer nivel para garantizar el pago en caso de retraso o morosidad en los flujos de pago generados por el activo titulizado.

(ii) Póliza de seguro

Este mecanismo está directamente vinculado a lo que en otros países se denominada *financial guarantees*, y se constituyen a decir de Carlos Gilberto Villegas en “una garantía accesoria otorgada por una compañía aseguradora, a

solicitud de un determinado deudor, y dado a favor de un acreedor de éste, a fin de asegurarle el cumplimiento de una obligación futura”³⁴.

Dentro de las alternativas de mejoramiento está la constitución de cartas de crédito, seguro o garantía similar, concedida por una entidad bancaria o compañía de seguros de alta clasificación de riesgo a favor de los titulares de los valores emitidos por una empresa en garantía del cumplimiento de las obligaciones de pago de ésta. Así, el inversionista traslada los distintos riesgos antes revisados a la empresa bancaria o de seguro.

Por su parte, las empresas bancarias o de seguros toman a su favor las garantías de la emisión, razón por la cual realizan una revisión exhaustiva de las condiciones de mercado y los riesgos correspondientes.

El seguro de caución puede implementarse en una póliza individual (es decir, se cubre sólo una obligación de pago determinada) o global (es decir, se cubren todas las obligaciones que una persona tenga o pueda adquirir en el futuro frente a un tercero).

Tanto la fianza cuanto la póliza de caución cumplen la función de mejorar la clasificación de riesgo de los valores emitidos, otorgándoles la misma categoría que la de la empresa bancaria o de seguros según corresponda.

Por lo general, las garantías financieras o *financial guarantees* se utilizan en la emisión de *asset back bonds* (bonos con garantía aislada de determinados activos), titulización en general (como, por ejemplo, de recibos de pago en el exterior, remesas, ventas futuras, entre otros). También son utilizadas en emisiones de papeles comerciales y en operaciones de crédito sindicado y de *project financing*.

Doctrinariamente, existe una discusión sobre si las pólizas de caución son en efecto una modalidad de fianza, tomándose como una garantía de primera demanda donde se asume el compromiso de pagar una suma de dinero. Resulta claro, en nuestra opinión, que estamos frente a un mismo efecto económico, pero que, sin duda, tiene una clara diferenciación jurídica por las

particularidades de cada una de ellas (en el caso de la póliza existe una prima y el contrato se perfecciona por acuerdo entre el deudor y la empresa aseguradora, a diferencia del caso de la fianza).

No existe, en la legislación peruana, un juego de reglas específicas sobre las denominadas *financial guarantees*. Algunos sostienen que ello no es necesario, pues cuanto menos reguladas estén, es mejor. Sin embargo, si se tratase de replicar en el Perú el otorgamiento de este tipo de garantías para valores representativos de deudas emitidos en el Perú, cabe tener presente que la legislación vigente sí contempla, en forma general, la existencia de estas garantías

En nuestra legislación, bajo los alcances del artículo 90 de la Ley del Mercado de Valores es posible que una emisión de bonos (se entiende incluidos a los de titulización) puede ser garantizada por una póliza de caución o un seguro, para ser más exactos.

De acuerdo a lo establecido por el artículo 318 de la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros, las empresas de seguros se encuentran autorizadas a emitir pólizas de caución vinculadas a obligaciones de hacer o no hacer.

Asimismo, y previa ampliación de su autorización de funcionamiento, las empresas de seguros pueden emitir fianzas. Son válidas en nuestro país las pólizas emitidas por empresas del exterior.

(iii) Hipotecas o prendas sobre activos diferentes a los activos titulizados.

(iv) *Self insurance*.

Se define de esta forma, a aquella por la que el propio originador o un tercero destina un línea de crédito para cubrir todo o parte de las obligaciones de pago asumidas por el patrimonio de propósito exclusivo en respaldo de los valores mobiliarios emitidos.

(v) Garantías personales

Una fianza o un aval, entre otras.

VII. VENTAJAS QUE SE OBTIENEN DE LA TITULIZACIÓN

Como se puede apreciar de lo expuesto hasta este momento, la titulización de activos se ha convertido en un mecanismo financiero utilizado con éxito en una serie de países tanto de Europa cuanto de América; hecho que obedece a los beneficios que, en términos generales, ofrece este mecanismo financiero. Entre las principales ventajas que ofrece la titulización de activos, tenemos las siguientes:

- a) Permite a las empresas que cuentan con activos ilíquidos mejorar sus índices financieros y la cotización de sus títulos representativos del capital social.

Uno de los índices de medición que tienen las empresas a efectos de calificar su riesgo crediticio es su capacidad de pago en tiempo inmediato o a corto plazo y ello está directamente asociado con su liquidez. En algunos casos, empresas sólidas económicamente o con demasiados activos fijos inmovilizados no tienen respuesta inmediata para sus pagos a corto plazo.

La práctica ha demostrado que, en la mayoría de los casos, las empresas se han visto obligadas a reestructurar sus pasivos o ingresar en un estado de insolvencia debido al desfase que se produce entre el costo financiero y el costo de los activos inmovilizados. Este último comentario ha motivado que, en muchos casos, las empresas modernas opten por titular los inmuebles en los que desarrollan sus actividades pagándole un alquiler al patrimonio de propósito exclusivo quien a su vez lo destinará al pago de los valores mobiliarios emitidos.

Tampoco podemos dejar de lado que la titulización de activos es una típica operación de financiamiento fuera de balance (*off balance sheet*), que permite que la empresa pueda llevar su ecuación deuda/capital a niveles importantes.

En el caso que una empresa liste acciones en bolsa, esta mejoría se traduciría en un mejor valor de cotización.

- b) El menor costo que representa para las empresas obtener recursos financieros.

El costo de financiamiento está directamente relacionado con el riesgo del instrumento. La

titulización permite eliminar el riesgo empresa y sector aislándolo al riesgo de generación de flujos de un activo determinado. En el caso de una titulización de cuentas por cobrar, el riesgo ha pasado de la empresa a los deudores cedidos y la atomización y diversificación que ello permite conlleva a una mejor tasa de interés. En los casos de la titulización de flujos, la reducción del riesgo es menor. De esta forma, la tasa de interés que se puede obtener en una operación de titulización de activos es mejor que en el caso de una emisión de bonos corporativos.

- c) Eliminación o reducción del denominado riesgo país.

Si bien para una empresa la emisión de valores en el mercado local puede ser una interesante alternativa de financiamiento, el acceso al mercado internacional permite ventajas como una mejor tasa de interés, acceso a un mercado con más capacidad para absorber emisiones de mayores montos, mayor liquidez para el mercado secundario, entre otros aspectos.

Para la emisión internacional de valores, las empresas deben considerar el denominado riesgo político o riesgo país.

En países como el nuestro, el denominado riesgo país está directamente vinculado a la intervención del Estado en el régimen de concesiones, prohibiciones de exportación, cambios regulatorios en impuestos, divisas, entre otros. Así, tenemos casos como el *sovereign risk* en el que el Estado, por una crisis de balanza de pagos centraliza o limita el acceso a las divisas provenientes de las exportaciones de minerales, o impide la transferencia de las mismas. También cuentan dentro del riesgo país, las fluctuaciones macroeconómicas (niveles de precio, tasa de interés y empleo, entre otros).

En estos casos, una alternativa que pueden utilizar las empresas para acceder a mercados internacionales es la titulización de exportaciones. Mediante este mecanismo, las empresas mineras pueden ceder a un patrimonio fideicometido (*trust*) o a una empresa de propósitos especiales el derecho a percibir los ingresos derivados de sus exportaciones, y con el respaldo de los referidos vehículos realizar una emisión de bonos en la que se logra mitigar parte del riesgo país.

- d) La posibilidad de obtener un índice previsible de interés por los créditos colocados a terceros, equiparándose con los que cobran las entidades del sistema financiero nacional en las operaciones de crédito.
- e) Permite equiparar las tasas de interés, en especial en lo relativo al financiamiento bancario, toda vez que los bancos colocan capital a una tasa fija y obtienen financiamiento a una tasa de interés flotante.

Esta es una ventaja que tiene mayor relevancia en las empresas del sistema financiero que, por lo general, se financian a corto plazo sobre la base de tasas de interés variable tales como Libor o Prime Rate; y en caso de créditos hipotecarios colocan a plazos largos, lo que puede llevarlos a un riesgo de descalce. Por ejemplo, una empresa bancaria toma fondos a Libor más dos puntos porcentuales y sobre la base de ello, coloca créditos hipotecarios a 9,5% en dólares americanos. Considerando que actualmente la Libor no llega al 3%, la entidad bancaria obtiene un *spread* de 4% que podría verse afectado si la tasa de interés variable como es la Libor sube en el mercado internacional. La titulización permite trasladar el riesgo de tasa a los inversionistas calzándola con una tasa de interés fija. Así, en el mismo ejemplo, titulizó la cartera de crédito hipotecario de tasa 9,5% a una emisión de 8% a plazos similares.

- f) Se obtiene un mayor nivel de liquidez, que derivará en una mayor capacidad de inversión y crecimiento de las empresas.
- g) Un mejor retorno para los inversionistas con relación al riesgo de su inversión.
- h) Posibilita el *spread* o ganancia por diferencial entre las tasas de crédito. Como veremos, en el caso Ferreyros, mediante la emisión subordinada de bonos se le permitió a esta empresa recuperar su *spread* sin esperar al vencimiento de la titulización.

Dentro de este esquema de beneficios, los bancos y financieras adquieren un instrumento que les permite lograr mejores niveles de liquidez, de forma tal que pueden ampliar el desarrollo de sus operaciones básicas, así como modificar la ecuación del patrimonio técnico a activos ponderados por su nivel de riesgo.

Asimismo, los bancos y financieras adquieren una participación activa en el desarrollo del

producto financiero, puesto que están en la posibilidad de actuar como entidades emisoras sobre la base del fideicomiso bancario regulado en nuestra legislación.

La posibilidad de titularizar flujos predecibles de caja, respaldados en relaciones contractuales de largo plazo, le otorga una alternativa de financiamiento y de liquidez a las distintas empresas de servicios, como las empresas de telecomunicaciones, las de transporte aéreo, entre otras; así como a las empresas orientadas al suministro de bienes sobre la base del derecho de pago que se origina en los contratos que respaldan la operación.

VIII. LA TITULIZACIÓN DE ACTIVOS BAJO LA LEGISLACIÓN PERUANA

Una vez revisadas a grandes rasgos las características esenciales de la titulización, resulta conveniente evaluar cómo ha sido regulada esta operación en nuestro país e identificar algunas situaciones que pudieran ser ambiguas o que merecen alguna modificación sobre la base de la aplicación práctica de la titulización de activos.

a) ¿Cómo se define a la titulización en nuestra legislación?

El artículo 291 de la Ley del Mercado de Valores (en adelante, la Ley), define a la titulización de activos como “el proceso mediante el cual se constituye un patrimonio cuyo propósito exclusivo es respaldar el pago de los derechos conferidos a titulares de valores emitidos con cargo a dicho patrimonio”. Luego, en su artículo 292, establece algunas definiciones dando a cada una de las partes intervinientes en la operación denominaciones similares a las que internacionalmente son utilizadas, tales como originador, servidor y patrimonio de propósito exclusivo.

De lo expuesto en los primeros artículos de la Ley, nuestra principal preocupación radica en la definición de activo, que a decir de la misma, representa “los recursos líquidos y toda clase de bienes y derechos”. Resulta claro que la titulización de activos tiene por objeto transformar activos ilíquidos o de lenta rotación en recursos líquidos (en términos financieros) que mejoren su capacidad financiera. Si bien es cierto que en otros países hasta el dinero es materia de titulización, ello no implica que exista una deficiencia, a nuestro entender, en la definición de activo. Consideramos que cuando la Ley se refiere a líquido, lo hace con la finalidad de establecer que debe tratarse de un

bien con capacidad de generar un flujo predecible de fondos respecto del cual se pueda implementar luego una emisión de valores respaldada sobre el patrimonio de propósito exclusivo, o quizás, simplemente, para señalar que debe tratarse de un bien susceptible de ser transformado en dinero. Si (como la norma señala más adelante, y así lo precisa su Reglamento) son susceptibles de titulización los proyectos tales como estos, entonces dichos proyectos pueden ser definidos como líquidos, así como una cartera de créditos puede ser definida como tal. Por esta razón, se debería modificar dicha definición por una que haga referencia a bienes muebles o inmuebles presentes o futuros, e incluso eliminar la de activo crediticio, pues en ese caso debería definirse cada categoría de activo y no únicamente el antes referido.

b) ¿Qué modalidades de titulización se pueden llevar a cabo bajo nuestra legislación?

En lo que se refiere a las modalidades de titulización, nuestra legislación ha optado por un concepto más amplio que el de otros países, pues permite la implementación a través de distintos mecanismos; así, la Ley señala en su artículo 294 que “la titulización de activos puede ser desarrollada a partir de los siguientes patrimonios de propósito exclusivo: (a) patrimonios fideicometidos, mediante fideicomisos de titulización, (b) patrimonios de sociedades de propósito especial y (c) otros que resulten idóneos según establezca CONASEV mediante disposiciones de carácter general”.

Dicho artículo es complementado por el artículo 4 del Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos (en adelante, el Reglamento), que señala que “en tanto no se dicten las normas pertinentes, únicamente pueden estructurarse procesos de titulización a partir de patrimonios de propósitos exclusivo señalados en los incisos a) y b) del artículo 294 de la Ley”.

De la lectura de la norma, queda claro que nuestra legislación permite el desarrollo de la titulización de activos mediante el uso del fideicomiso (fideicomiso de titulización como la misma Ley la denomina) y la creación de un patrimonio autónomo denominado patrimonio fideicometido,

tal como lo hacen los colombianos, y que no es otra cosa que la denominada modalidad de *pass through* (de uso también en los Estados Unidos de Norteamérica inspirados en el *trust* anglosajón); o mediante la creación de las sociedades de propósito especial (o sociedades de quiebra remota en otras legislaciones), que nos son otra cosa que la modalidad *pay through*.

En la páginas siguientes, revisaremos las características particulares que cada una de las modalidades tiene en nuestro país, pero por ahora nos detendremos en una idea particular, que consiste en señalar que a pesar de lo que el reglamento establece, las modalidades de titulización no solamente son las de *pass through* (inciso a) del artículo 294 de la Ley) o de *pay through* (inciso b) del artículo 294 de la Ley), sino también la denominada como *asset back bond*. Nuestra posición se sustenta en el tercer párrafo del artículo 314 de la Ley, que señala que “el patrimonio fideicometido podrá, asimismo, respaldar valores representativos de derechos de crédito emitidos por terceras personas si así se hubiere establecido en el acto constitutivo”. Es decir, una sociedad podría realizar una emisión de bonos corporativos y colateralizarlos mediante la cesión a un patrimonio fideicometido de los flujos que se originen de la explotación de determinados activos que forma parte de su balance a favor de su acreedor o de los tenedores de los bonos emitidos, logrando aislar de alguna forma el riesgo de la fuente de repago del título. En conclusión, sí es viable implementar en el Perú una modalidad de *asset back bond*.

c) ¿Cómo se lleva a cabo una operación de titulización de activos bajo el contexto de un fideicomiso?

El contrato de fideicomiso, tal como se encuentra regulado por la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros y el Reglamento del Fideicomiso y de las Empresas de Servicios Fiduciarios, se define en iguales términos en los que lo hace la doctrina internacional³⁵.

Bajo nuestra legislación, el fideicomiso de titulización se estructura a partir de la transferencia

³⁵ La Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros, define al fideicomiso como “una relación jurídica por la cual un fideicomitente transfiere bienes en fideicomiso a otra persona, denominado fiduciario, para la construcción de un patrimonio fideicometido, sujeto al dominio fiduciario de éste último y afecto al cumplimiento de un fin específico a favor del fideicomitente o de un tercero denominado fideicomisario”.

en dominio fiduciario de activos, los mismos que serían integrados a un patrimonio fideicometido, con cuyo respaldo serían emitidos valores para su colocación. El resultado de la colocación será entregado al originador o propietario inicial de los activos. El patrimonio fideicometido carece de personería jurídica y actúa representado por el fiduciario.

A diferencia de otras clases de fideicomisos, en el caso particular de la titulización, la transferencia en dominio fiduciario³⁶ de los activos le permite al fideicomitente recibir una contraprestación que podría entenderse como el pago de un precio en el caso de una compraventa. En este sentido, resulta conveniente reiterar que no existe una transferencia de propiedad. Lo que existe es una transferencia de dominio fiduciario, y lo que recibe el originador es el pago adelantado (aceleramiento) de la explotación de los activos que integra al patrimonio fideicometido, mas no el pago de un precio. Sin perjuicio de lo señalado anteriormente, contablemente se puede inferir que la sustitución de un activo por otro implica su venta a un tercero, y que como tal, debiera tener los mismos efectos económicos, financieros y tributarios.

Los patrimonios fideicometidos constituyen patrimonios distintos a los de las partes intervinientes en la titulización, que carecen de personería jurídica y responden únicamente por aquellas obligaciones que contraen según el acto constitutivo o aquellas que contraiga el fiduciario en su nombre y representación durante la vigencia del mismo y se encuentren autorizados en el acto constitutivo. En términos generales, las obligaciones del patrimonio fideicometido serán frente a los titulares de los valores mobiliarios emitidos con su respaldo; sin embargo, considerando que la propia legislación contempla la posibilidad de llevar a cabo operaciones de fideicomiso de titulización a partir de proyectos inmobiliarios, de concesión o de explotación de recursos, es posible que el patrimonio tome obligaciones de pago como, por ejemplo, un endeudamiento frente a una entidad financiera o un proveedor. El artículo 335 de la Ley establece que cuando así se hubiese acordado en el acto constitutivo, los valores emitidos podrán subordinarse en su pago frente a aquellas

obligaciones adquiridas por el patrimonio en el desarrollo de sus actividades.

Nuestra legislación establece que únicamente se encuentran facultados para actuar como fiduciarios las sociedades titulizadoras debidamente autorizadas por la CONASEV³⁷ y las sociedades extranjeras que se encuentren facultadas en el exterior para actuar como tales y que establezcan una sucursal en nuestro país. Las sociedades antes indicadas pueden tener a su cargo la administración de uno o más patrimonios fideicometidos e incluso se encuentran facultadas a adquirir activos con la finalidad de titularlos con posterioridad. Para cada patrimonio fideicometido, el fiduciario podrá designar una especie de gerente denominado factor fiduciario, quien responderá por el adecuado manejo del mismo. Adicionalmente, la función de administración del patrimonio fideicometido podrá recaer en una comisión de administración que será solidariamente responsable con el fiduciario, salvo que él mismo hubiese sido creado a requerimiento del originador; en cuyo caso éste asume la responsabilidad del manejo fiduciario del patrimonio fideicometido. En función a lo establecido por el artículo 318 de la Ley, la sociedad titulizadora sólo podrá renunciar siempre que cuente con la aprobación del fideicomitente y de los fideicomisarios. A nuestro entender, esta exigencia obedece a que la labor fiduciaria tiene una doble connotación respecto a su responsabilidad frente al fideicomitente, quien lo designa expresamente y le confía el dominio fiduciario de sus activos para llevar a cabo una labor específica, y frente a los futuros tenedores de los valores o fideicomisarios en virtud de quienes se constituye el patrimonio fideicometido.

Adicionalmente, la norma, equivocadamente desde nuestro punto de vista, le otorga a las sociedades titulizadoras la capacidad para actuar como mejoradores en operaciones de titulización afectando en garantía su propio patrimonio. Nuestra opinión se sustenta en el hecho de que la insolvencia de un patrimonio fideicometido garantizado por la sociedad titulizadora podría generar la quiebra de ésta y el riesgo en la administración de los otros patrimonios fideicometidos a su cargo. Sin embargo, el

³⁶ De acuerdo al artículo 313 de la Ley del Mercado de Valores, el dominio fiduciario confiere plenas potestades, incluidas las de administración, uso, disposición, reivindicación; las mismas que se ejercen en función al acto constitutivo.

³⁷ Las empresas del sistema financiero se encuentran facultadas a realizar labores de sociedad titulizadora siempre que para ello constituyan una empresa subsidiaria que además de la supervisión de la Superintendencia de Banca y Seguros tenga la de la CONASEV.

Reglamento de los Procesos de Titulización establece que las sociedades titulizadoras no podrán afectar su patrimonio en obligaciones distintas a la función del mejorador, con lo cual se evidencia la incongruencia antes indicada.

Asimismo, la Ley establece que CONASEV podrá autorizar a las sociedades titulizadoras desarrollar otras actividades. En este caso, consideramos que otras posibles funciones a cargo de una sociedad titulizadora podrían ser la de agente colocador de la emisión a efectos de prescindir de un intermediario financiero. La función de colocación la podría realizar, ya sea mediante una colocación a mejor esfuerzo, o una de aseguramiento bajo la modalidad de *underwriting*; ésta última definida por Boneo Villegas y Barreira Delfino como “el contrato celebrado entre una entidad financiera y una sociedad comercial, por medio del cual la primera se obliga a prefinanciar, en firme o no, títulos-valores emitidos por la sociedad, para su posterior colocación”³⁸.

Sea en el caso que los valores emitidos sean colocados mediante oferta pública o privada, la sociedad titulizadora estará bajo la supervisión de CONASEV. Considerando que el fideicomiso es un contrato por el cual el fiduciario ejerce dominio sobre los activos que le son transferidos en beneficio de la persona designada por el fideicomitente con una carga de confianza y plenas potestades pero limitadas a un fin específico, es que nuestra legislación ha considerado que no es necesario que en una emisión de valores derivados de un fideicomiso de titulización se requiera la intervención de un representante de los obligacionistas. Por esta razón, resulta conveniente revisar el tratamiento jurídico del representante de obligacionistas y asociarlo a la figura del fiduciario y su relación con los tenedores de los valores a ser emitidos con el respaldo de un patrimonio fideicometido.

Cabe recordar que, de acuerdo a nuestra legislación, la figura del representante de los obligacionistas está directamente vinculada a la emisión de obligaciones y su función es la de representar a la totalidad de los tenedores o suscriptores de las obligaciones y de ejecutar los acuerdos de la asamblea.

En este contexto, como bien señala Ripert, corresponde al representante de los obligacionistas “realizar los actos de gestión de interés común de los obligacionistas y de hacer ejecutar las decisiones de la asamblea”³⁹.

En nuestra legislación, las funciones que le corresponde al representante de los obligacionistas están descritas en la Ley General de Sociedades y en la Ley del Mercado de Valores –que será aplicable en el caso que las obligaciones sean colocadas mediante una oferta pública–, y son básicamente las de gestión y representación.

La labor de gestión que cumple el representante de los obligacionistas se halla reconocida en la Ley General de Sociedades, principalmente en los numerales 4, 7, 8, 9, 10 y 11 del artículo 325. De esta forma, el representante de los obligacionistas debe intervenir en los sorteos que se celebren en relación con los títulos, vigilar el pago de intereses y del principal, exigir y supervisar la ejecución del proceso de conversión de obligaciones en acciones, verificar que las garantías de la emisión hallan sido debidamente constituidas, entre otros aspectos.

Adicionalmente a la función de gestión y representación, nuestra legislación le otorga al representante de los obligacionistas la función de velar por los intereses de la masa de obligacionistas y porque se cumplan los términos y condiciones establecidos en el contrato de emisión, razón por la cual deberá verificar, entre otros aspectos, la constitución de las garantías de la emisión.

Cabe precisar que la labor en defensa de los obligacionistas no es de resultados, sino de medios; con lo cual el representante de los obligacionistas no garantiza el éxito de las funciones que le han sido asignadas en el contrato de emisión o por legislación, salvo que hubiera mediado dolo o culpa inexcusable en el desempeño de las funciones.

Si bien la Ley General de Sociedades no establece específicamente el grado de responsabilidad del representante de los obligacionistas por sus actos, somos de la opinión que se le debe aplicar por

³⁸ BONEO VILLEGAS, Eduardo y Eduardo BARREIRA DELFINO. “Contratos Bancarios Modernos”. Buenos Aires: Editorial Abeledo-Perrot. 1984. p. 232.

³⁹ RIPERT, Georges. “Tratado elemental de Derecho Comercial”. Tomo II. Buenos Aires: Editorial Tea. 1954. p. 472.

analogía las normas sobre responsabilidad civil de los administradores de la sociedad anónima⁴⁰.

Cabe recordar que la analogía se utiliza cuando existe un supuesto de hecho no previsto legalmente, en cuyo caso se aplica una norma que regula un hecho diferente pero sustancialmente similar. En el caso del representante de los obligacionistas existe un supuesto de hecho no regulado –la responsabilidad del gestor y Representante Legal del Sindicato– y una norma que regula un supuesto de hecho diferente pero similar –la responsabilidad del gestor y representante legal de la sociedad–.

Podría alegarse que no habiendo norma expresa que regule la responsabilidad civil del representante de los obligacionistas podría aplicarse supletoriamente lo dispuesto por el artículo 1969 del Código Civil para responsabilidad contractual y extracontractual, con lo cual no sería necesario acudir a la analogía. Sin embargo, en nuestra opinión la supletoriedad no sería aplicable en este caso concreto debido a que la naturaleza mercantil y el grado de sofisticación de las operaciones que realiza el representante de los obligacionistas difieren sustancialmente de la responsabilidad por actos civiles que regula el Código Civil.

En consecuencia, el representante de los obligacionistas deberá responder ante el sindicato por los daños y perjuicios que ocasione el incumplimiento de sus obligaciones (sean las establecidas por ley, el contrato de emisión o la asamblea de obligacionistas) y los actos realizados con dolo, abuso de facultades y negligencia grave.

Si bien dilucidar la presencia del dolo en los actos de un representante de los obligacionistas no produce mayores problemas, para calificar cuándo se actúa con negligencia grave será necesario determinar, en primer lugar, cuál es el nivel de diligencia que se le exige al representante de los obligacionistas.

En nuestra opinión, el deber de diligencia del representante de los obligacionistas no es el del “buen padre de familia” aplicado para los negocios jurídicos regulados por el Código Civil, sino que es la diligencia propia de las

personas que se dedican a funciones de esta naturaleza⁴¹.

Somos de la opinión que lo descrito para el caso del representante de los obligacionistas se aplica al caso del fiduciario o sociedad titulizadora en su relación con los tenedores de los valores mobiliarios emitidos. Adicionalmente, la Ley y el Reglamento le atribuyen funciones como la de mantener separados sus activos de la de los patrimonios bajo su dominio fiduciario, elaborar estados financieros de cada patrimonio, procurar el perfeccionamiento de la transferencia fiduciaria de los activos, proteger el patrimonio fideicometido, velar porque el fideicomiso no sea utilizado para perjudicar a terceros, entre otras; en la cuales deberá actuar con la diligencia de un representante de los obligacionistas.

Nuestra legislación también recoge la existencia de un servidor que, tal como revisamos en el primer capítulo, es el encargado de realizar la cobranza de los flujos cedidos. Esta función la puede desempeñar cualquier persona, incluyendo al fiduciario y al propio originador.

Finalmente, en lo que se refiere a esta modalidad de titulización, se debe indicar que la Ley le otorga total intangibilidad al patrimonio fideicometido, señalando que el mismo no puede ser atacado por obligaciones distintas a las asumidas por el patrimonio fideicometido. Como ya indicáramos, se denomina remanente al saldo del patrimonio luego de pagadas todas sus obligaciones. El remanente puede ser afectado por su beneficiario, convirtiéndose en realidad en una especie de bien futuro.

d) ¿Cómo se lleva a cabo una titulización bajo la modalidad *asset back bonds*?

Tal como ya fuera indicado, nuestra legislación contempla la posibilidad que una emisión de valores de contenido crediticio (entiéndase obligaciones) pueda ser respaldada con un fideicomiso constituido para tales efectos.

No obstante la categórica afirmación hecha en el párrafo anterior, resulta conveniente realizar un breve análisis de nuestro ordenamiento jurídico a

⁴⁰ La aplicación de la analogía en este caso concreto es defendida por la doctrina internacional. En ese sentido: DOMÍNGUEZ GARCÍA, Manuel Antonio. Op. cit. p. 196.

⁴¹ Al respecto, ver para los administradores de las sociedades anónimas: GARRIGUES. Op. cit. p. 161.

efecto de concluir en la viabilidad de implementar operaciones de *asset back bond*.

De acuerdo a lo establecido por el artículo 305 de la Ley General de Sociedades, “(e)l importe total de las obligaciones, a la fecha de emisión, no podrá ser superior al patrimonio neto de la sociedad, con las siguientes excepciones:

1. Que se haya otorgado garantía específica;
2. Que la operación se realice para solventar el precio de bienes cuya adquisición o construcción hubiese contratado de antemano la sociedad; o
3. En los casos especiales que la Ley lo permita”.

Seguidamente, el artículo 307 de la Ley General de Sociedades establece que las garantías específicas de una emisión de obligaciones pueden ser (i) los derechos reales de garantía o (ii) la fianza solidaria emitida por entidades del sistema financiero nacional, compañías de seguros nacionales o extranjeras, o bancos extranjeros.

Por otra parte, conforme lo establece el primer párrafo del artículo 90 de la Ley, en una emisión de bonos podrá constituirse, adicionalmente a las garantías contempladas en el artículo 307 de la Ley General de Sociedades, otras que expresamente son indicadas por el propio artículo 90, tales como póliza de caución, depósito bancario, entre otras, dejando abierta la posibilidad de que mediante disposiciones de carácter general se establezcan otras garantías. En forma complementaria a lo indicado, el Reglamento de Oferta Pública Primaria establece que un patrimonio fideicometido constituido al amparo del tercer párrafo del artículo 314 de la Ley debe ser considerado como una garantía específica para efectos de lo establecido 305 de la Ley General de Sociedades.

Resulta claro entonces que el Reglamento de Oferta Pública Primaria y el Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos constituyen como tales normas de carácter general. A criterio del Derecho administrativo, los reglamentos constituyen **“normas de carácter general”**⁴² tal como lo señala José Roberto Dromi y, que a su

vez, se reafirma cuando Marcial Rubio Correa incluye a los reglamentos dentro la condición de normas jurídicas de carácter general que forman parte de la estructura legislativa⁴³. En consecuencia, se puede afirmar que, dentro de los alcances del artículo 90 de la Ley, mediante reglamento se ha incorporado otra modalidad de garantía específica para la emisión de obligaciones.

Sin perjuicio de lo antes indicado, no cabe duda de que la constitución de un patrimonio fideicometido para respaldar el pago de obligaciones emitidas por un tercero (que podría ser una persona jurídica o incluso otro patrimonio fideicometido) tiene las características de un fideicomiso en garantía y debe ser entendido doctrinariamente como un derecho real de garantía que debe ser reconocido como tal.

En el caso del fideicomiso en garantía, el derecho de los fideicomisarios recae directamente sobre el conjunto de bienes que integran el patrimonio fideicometido –el cual no tiene personalidad jurídica–, y no sobre el fideicomitente o la sociedad fiduciaria. El derecho de los fideicomisarios, en consecuencia, recae sobre bienes o cosas, lo que determina el carácter real de la garantía constituida.

El carácter real del fideicomiso en garantía se ve corroborado por el hecho de que la Superintendencia de Banca y Seguros considera al fideicomiso bancario de garantía (regulado por la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros, norma supletoria de las disposiciones sobre fideicomiso de titulización regulado por la Ley), dentro de las garantías preferidas, junto a otras garantías reales como son la garantía mobiliaria y la hipoteca.

Adicionalmente, cabe mencionar que el carácter *numerus clausus* de los derechos reales consagrado en el 881 del Código Civil no es obstáculo alguno para considerar al fideicomiso en garantía como un derecho real de garantía, ya que dicho artículo dispone que **“son derechos reales los regulados en este Libro y en otras leyes”**.

⁴² DROMI, José Roberto. “Instituciones de Derecho Administrativo”. Buenos Aires: Editorial Astrea de Rodolfo De Palma y Hermanos. 1973. p. 137.

⁴³ RUBIO CORREA, Marcial. “El Sistema Jurídico Introducción al Derecho”. Sexta edición. Lima: Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú. 1993. pp. 126-148.

En el caso en mención, hay una norma expresa en el artículo 314 de la Ley del Mercado de Valores y en el artículo 14 del Reglamento de los Procesos de Titulización que regulan el fideicomiso en garantía. En tal sentido, conforme a lo dispuesto en nuestra legislación y en la doctrina internacional, podemos concluir que el fideicomiso en garantía es un derecho de garantía de naturaleza real; lo cual permite que una emisión de obligaciones respaldada por un patrimonio fideicometido pueda superar el importe del patrimonio neto de la sociedad, de conformidad con lo establecido en los artículos 305 y 307 de la Ley General de Sociedades.

e) ¿Cómo se lleva a cabo una titulización mediante la creación de una sociedad de propósito especial?

En lo que respecta a la constitución de sociedades de propósito especial, nuestra legislación recoge básicamente las disposiciones internacionalmente aplicadas a las denominadas sociedades de quiebra remota.

Bajo este mecanismo se logra aislar los activos respecto de los cuales se emitirán los valores mobiliarios correspondientes. Conviene recordar que estas sociedades "son constituidas para especiales o limitados objetos, relativos a los negocios de securitización"⁴⁴.

Considerando que en la mayoría de los casos las sociedades de propósito especial serán constituidas por el propio originador mediante el aporte de los activos y tomando la calidad de subsidiaria completa de éste (modalidad conocida en la legislación norteamericana como *wholly owned subsidiary*), la Ley, al igual que otras legislaciones, ha determinado una serie de requisitos de cumplimiento obligatorio que debe seguir la sociedad para el desarrollo de sus actividades.

Así, la sociedad no podrá modificar sus estatutos sociales sin la aprobación de los titulares de los valores que se hubiese emitido, y cada uno de sus órganos de gobierno deberán estar integrados por cuando menos una persona independiente y sin cuya decisión no se podrá declarar la insolvencia de la sociedad. El estatuto de la sociedad tendrá una función equivalente al del acto constitutivo del patrimonio fideicometido.

Sobre esta modalidad en particular, el artículo 36 del Reglamento señala que sólo podrá ser utilizada con la finalidad de implementar operaciones de titulización "a partir de activos tales como cartera de créditos y de otros que generen un flujo de efectivo", indicando que luego se podrán integrar al patrimonio de la sociedad activos de otra naturaleza necesarios para el cumplimiento de la finalidad para la que fue constituida.

Asimismo, el mismo artículo reafirma la posición antes indicada cuando hace referencia a que, bajo un esquema de sociedad de propósito especial, no se podrán estructurar operaciones de titulización de activos tales como aquellas destinadas a financiar obras de infraestructura o servicios públicos, o aquellas operaciones en las que el objeto de la titulización son estudios o diseños técnicos.

En este sentido, llama nuestra atención que la norma permita el desarrollo de operaciones de titulización bajo sociedades de propósito especial en las que la fuente de repago sean flujos futuros de cobranzas que no se encuentran registrados como cuentas por cobrar en el balance del originador. Así, cuando la norma hace referencia a activos que generen un flujo de efectivo, podríamos estar frente a un flujo futuro aún no existente de cobranzas como los futuros gastos de tarjeta de crédito de los clientes de un banco. En este contexto, nos preguntamos como una sociedad anónima puede constituirse con un aporte de capital no dinerario y que adicionalmente no existe contablemente. Por esta razón, somos de la opinión que esta alternativa de titulización debería estar reservada en una primera etapa para activos existentes que generen un flujo de ingresos y que se encuentren debidamente sustentados jurídicamente y documentariamente, siendo congruentes con la idea de limitar otras estructuras tal como lo hace el artículo 36 del Reglamento.

f) ¿Qué activos se pueden titular bajo los alcances de nuestra legislación?

De acuerdo a lo establecido por el artículo 295 de la Ley, "con el objeto de integrar patrimonios de propósito exclusivo pueden ser transferidos todos aquellos activos y la esperanza incierta a que hace referencia el artículo 1409 del Código Civil, sobre

⁴⁴ SCHWARZ, Steven. "Structured Finance. Practicing Law Institute". En: Securitización, Documento de Trabajo y Base para una Reforma Legislativa. Buenos Aires: Estudio Alegría. 1992. p. 10.

los que su titular pueda disponer libremente" (el subrayado es nuestro).

En concordancia con el literal a) del artículo 292 de la Ley (que define el concepto de activo como recursos líquidos y toda clase de bienes y derechos), debe quedar claro que bajo nuestra legislación son susceptibles de titulización toda clase de bienes muebles o inmuebles, presente o futuros que formen parte del comercio entre los hombres.

Asimismo, puede ser materia de titulización la esperanza incierta definida por el artículo 1409 del Código Civil cuando señala que "la prestación materia de la obligación creada por el contrato puede versar sobre:

1. Bienes futuros, antes de que existan en especie, y también la esperanza incierta de que existan, salvo las prohibiciones establecidas por la ley.
2. Bienes ajenos o afectados en garantía o embargados o sujetos a litigio por cualquier otra causa".

A decir de Massino Bianca, se entiende por bien futuro al "actualmente inexistente como objeto autónomo de derechos de goce, pero susceptible de llegar a existir"⁴⁵.

En este contexto, Manuel de la Puente y Lavalle señala que "son bienes futuros tanto los que no existen en natura, como los bienes existentes en natura que no son de propiedad de alguien pero susceptibles de ocupación, los productos de obra que aún no tienen individualidad económica y los productos naturales que todavía no se han desprendido del bien del que provienen"⁴⁶.

De esta forma, se entiende que pueden ser objeto de titulización bienes corporales o incorporeales, que existen o que siendo inexistentes son susceptibles de llegar a existir, con lo cual queda claro que pueden ser materia de titulización flujos derivados de futuros suministros de servicios tales como luz eléctrica, teléfono, agua, o pagos de tarjetas de crédito por gastos futuros, ingresos por concepto de peaje, entre otros. En los casos

de bienes futuros, se debe tener especial cuidado en que el deudor de la prestación realice sus mejores esfuerzos para que los bienes tengan existencia o, en caso contrario, no hacer determinadas actividades que puedan poner en riesgo la existencia del mismo.

Adicionalmente, dentro del concepto de esperanza incierta se encuentra el de bien ajeno. En aplicación a lo establecido por los artículos 1537 y 1538 del Código Civil, es válido el acuerdo de transferir un bien ajeno en la medida en que la otra parte conoce que es ajeno; de forma tal que el obligado puede cumplir con su obligación haciendo que el tercero propietario realice la transferencia del bien o adquiriendo él mismo del tercero a efectos de cumplir con su obligación.

En ese orden de ideas, siguiendo con lo señalado por el literal b) del artículo 308 de la Ley⁴⁷ y la posibilidad expresa de titularizar la esperanza incierta, se puede afirmar que es posible realizar operaciones de titulización sobre bienes ajenos.

No obstante lo señalado en el párrafo precedente, podría entenderse que existe una contradicción con lo que establece el propio artículo 295 de la Ley cuando establece que quien transfiera el dominio fiduciario de un activo debe tener libre disposición sobre el mismo. Ante la situación expuesta se pueden dar dos interpretaciones:

- (i) No hay posibilidad de realizar una titulización sobre un bien ajeno, pues quien lo tituliza no tiene plena disposición del activo, ya que la capacidad de disposición es un atributo que tiene el propietario o quien ejerce el dominio fiduciario de un bien; con lo cual se entiende que puede tener disposición del bien o activo a partir de obtener la propiedad del mismo o hacer que quien tenga disposición de él, lo transfiera. Esta posición se reafirma en el artículo 243 de la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros⁴⁸, que señala que "para la validez del acto constitutivo del fideicomiso es exigible al fideicomitente la facultad de disponer de los

⁴⁵ BIANCA, Massino. "Il Contratto". Milán: Dott A. Giuffré Editore. 1984. p. 320.

⁴⁶ DE LA PUENTE Y LALLAVE, Manuel. "El Contrato en General". Tomo III. Lima: Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú. 1996. p. 415.

⁴⁷ El literal b) del artículo 308 de la Ley del Mercado de Valores señala que la escritura pública del acto constitutivo debe indicar, entre otras, la individualización de los activos objeto de transferencia, con indicación de si se encuentran en el patrimonio del transferente o si, por el contrario, se trata de activos ajenos o futuros (el subrayado es nuestro).

⁴⁸ Como ya fuera indicado, se aplica supletoriamente a la titulización de activos en la medida en que se implemente vía un fideicomiso.

bienes y derechos que transmita, sin perjuicio de los requisitos que la ley establece para el acto jurídico”.

No es el caso del bien futuro donde a pesar de que no existe el bien, existe el derecho pleno de alguien de tenerlo, razón por la cual es válida la transferencia mediante una cesión de derechos.

- (ii) Por otra parte, se puede afirmar, siguiendo la doctrina internacional, que cualquier bien que no se encuentre fuera del comercio entre los hombres es susceptible de contratación. Así, Luis Díez Picazo incluye dentro de tal concepto a “los bienes de dominio público, los bienes de uso público, las cosas que no son susceptibles de apropiación (tales como el aire, las capas superiores de la atmósfera, entre otros), o los bienes no incluidos en el patrimonio de las personas (identidad, estado civil, entre otros)”⁴⁹.

En consecuencia, el bien ajeno puede ser materia de contratación y puede ser materia de una titulación de activos, tal como la propia norma parece preverlo y, más aún, cuando dentro del concepto de esperanza incierta se encuentra el de bien ajeno, razón por la cual, se debería precisar en la norma el concepto de libre disponibilidad o simplemente eliminarlo.

g) ¿Qué valores se pueden emitir bajo nuestra legislación?

De acuerdo a lo establecido por el artículo 314 de la Ley, pueden emitirse títulos de contenido crediticio (que dan lugar al derecho a reembolso de un principal más intereses), de participación u otros que señale CONASEV. Conviene referir que, en nuestra legislación, no están regulados los denominados *debentures*, que son una especie de títulos de renta mixta. En nuestro país se presentó la experiencia de los denominados bonos estructurados, que no eran otra cosa que un bono que daba derecho a una renta fija y una renta variable en función a la variación de una canasta de acciones.

El propio artículo 314 de la Ley establece que los valores emitidos a partir de un proceso de titulación pueden ser nominativos o al portador, pudiendo ser físicos o desmaterializados⁵⁰.

Al igual que los demás valores mobiliarios regulados en nuestro país, los emitidos a partir de una titulación de activos pueden ser colocados tanto por oferta pública como privada. Para efectos de la oferta pública se deberá cumplir con el requisito de registrar los valores ante el Registro Público del Mercado de Valores de CONASEV, debiéndose acompañar el acto constitutivo, un prospecto de colocación, dos clasificaciones de riesgo, entre otros. A decir de la propia Ley, para la clasificación de riesgo de los valores emitidos se deberá analizar al patrimonio de propósito exclusivo y la estructura de la operación. En este sentido, debemos precisar que cuando la norma se refiere al análisis del patrimonio, se entiende que lo que se evalúa es el activo subyacente (es decir, la calidad de los deudores cedidos), y la estructura debe entenderse como los mecanismos de garantía internos y externos.

Por otro lado, como parte de una operación de titulación se pueden emitir una o más series de valores y entre éstos pueden haber unos subordinados a otros (en cuanto a prelación de pagos y derechos). Nuestra legislación ha dispuesto que no procede el trato igualitario en el rescate anticipado de los valores. Sobre este último punto conviene reiterar que uno de los mecanismos internos de garantía es el de emisiones subordinadas, y siendo el caso se puede estructurar una emisión en la que se determina un monto de sobrecolateralización, y por el monto de ésta se emita un certificado de titulación que da derecho al remanente; con lo cual, la emisión principal podría ser rescatada antes que la subordinada. A efectos de mayor ilustración podemos ofrecer un ejemplo: en una operación de titulación de activos se transfiere una cartera de créditos por US\$ 100,000,000.00, a partir de la cual se constituye un patrimonio fideicometido con cuyo respaldo se emiten valores por US\$ 70,000,000.00 con lo cual un monto de US\$ 30,000,000.00 sobrecolateraliza la emisión y cubre los eventuales incumplimientos de los

⁴⁹ DIEZ PICAZO, Luis. “Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial”. Quinta edición. Madrid: Editorial Civitas. 1996. p. 209.

⁵⁰ A nuestro entender, existe una confusión en nuestra práctica bursátil que recientemente viene siendo materia de corrección, puesto que en aplicación del artículo 218 de la Ley del Mercado de Valores, a fin de que un valor se negocie en la rueda de bolsa es obligatoria su desmaterialización. Si consideramos que el único mecanismo centralizado de oferta pública es la rueda de bolsa, cualquier valor mobiliario que pretenda ser colocado deberá estar desmaterializado. No obstante ello, se ha considerado que en la medida en que se utilizan mecanismos de subasta directa, aun cuando ello sea una oferta pública, se emiten títulos físicos.

deudores cedidos. Siendo el caso que el beneficiario del remanente quiera recibir anticipadamente sus recursos es que se emite una emisión subordinada a la principal. El ejemplo presentado se da en el caso de entidades financieras que no quieren perder su *spread* y lo reciben vía el esquema de emisiones subordinadas.

Otro aspecto que debe evaluarse en nuestra legislación es que, a simple vista, el fideicomiso a partir del cual se emiten valores debe ser entendido como una titulización.

Según lo establece el artículo 260 de la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros, “la emisión de valores mobiliarios con respaldo de un patrimonio fideicometido se sujeta a lo dispuesto por la Ley del Mercado de Valores”. A partir de la idea expuesta en el artículo anterior, existe una confusión respecto a la posibilidad de que sobre la base de cualquier otra modalidad de fideicomiso distinta a la titulización se pueda emitir títulos valores (certificados), tal como lo establece el artículo 7 del Reglamento del Fideicomiso y de las Empresas de Servicios Fiduciarios. A nuestro entender, dichos títulos son distintos a los de una emisión de valores mobiliarios para su colocación y representan el derecho expectatio del fideicomitente a recuperar la propiedad plena de los activos (por ejemplo, en el caso de tratarse de un fideicomiso en garantía o administración), pues como ya fuera mencionado, el derecho fiduciario y el de propiedad no coexisten y en tanto un bien sale del balance de una sociedad sin que exista el ánimo de transferencia perpetua, debe ser sustituido por otro a efectos de evitar un descalce en el balance. Incluso de esta forma, la depreciación del activo en el balance del patrimonio fideicometido se refleja en el balance del fideicomitente.

Sobre el particular, cabe señalar que tanto la legislación mexicana cuanto la argentina contemplan la posibilidad de que a partir de un fideicomiso se puedan emitir certificados. Así, Rodríguez Rodríguez señala que dichos títulos atribuyen “a) el derecho a la parte alícuota de los puntos o rendimientos de los valores, derechos o bienes de cualquier clase que tenga en

fideicomiso irrevocable para ese propósito la sociedad fiduciaria que los emita; b) el derecho a una parte alícuota del derecho de propiedad o de la titularidad de esos bienes, derechos o valores; c) o bien el derecho a una parte alícuota del producto neto que resulte de la venta de dichos bienes, derechos o valores”⁵¹.

No obstante, y siguiendo lo señalado por Silvio Lisopraski, “(e)n todos los supuestos los certificados fiduciarios jamás atribuyen un derecho de condominio sobre los bienes y rentas del fideicomiso, sino derechos personales o creditorios para exigir una cuota de condominio o su valor”⁵².

Sobre la base de los argumentos expuestos, consideramos que debe precisarse que los certificados a los que se refiere el artículo 7 del Reglamento del Fideicomiso y de las Empresas de Servicios Fiduciarios deben emitirse a favor del fideicomitente. En el caso del fideicomisario, consideramos que no es pertinente, salvo en los casos de titulización de activos, pues a diferencia de lo que sucede en el derecho anglosajón, el derecho de garantía no le otorga a quien lo ostenta ningún efecto de titularidad sobre un bien y menos capacidad para endosarlo a favor de un tercero como se pretendería en el caso de plasmar dicho derecho en un título valor.

h) Insolvencia del patrimonio fideicometido bajo nuestra legislación

Como ya fuera indicado, a criterio de nuestra legislación el patrimonio fideicometido es un ente aislado del patrimonio del fiduciario y únicamente responde por la obligaciones que válidamente (en función a lo establecido en el acto constitutivo) hubiese adquirido en el desarrollo de sus actividades. Este patrimonio es declarado intangible también por otras legislaciones, como es el caso de México, Costa Rica, Colombia y Honduras, por citar algunos casos particulares; de forma tal que los activos que lo conforman son excluidos de la masa de acreedores del fideicomitente o del fiduciario.

En nuestra legislación, el artículo 321 de la Ley establece que “(e)n caso de insolvencia del patrimonio fideicometido, de no haberse previsto un mecanismo alternativo que salvaguarde los

⁵¹ RODRÍGUEZ RODRÍGUEZ, Joaquín. “Derecho Bancario”. México: Editorial Porrúa. 1978. p. 467.

⁵² LISOPRASKI, Silvio y Claudio KIPER. Op. cit. p. 438.

derechos de la partes intervinientes y de los terceros facultados de acuerdo a la presente ley a hacer cobro de sus derechos con el patrimonio fideicometido, se deberá seguir, en lo pertinente, las disposiciones establecidas en las normas relativas a reestructuración patrimonial de las empresas”; señalando más adelante que la CONASEV será quien designe al liquidador que corresponda.

En este aspecto, nuestra legislación parece haber adoptado la posibilidad de optar por dos caminos frente a la insolvencia de un patrimonio fideicometido. Una primera posibilidad es la de establecer un mecanismo privado en el acto constitutivo ante una situación de insolvencia del patrimonio fideicometido, llegando a determinarse una especie de ejecución privada y extrajudicial.

Conviene precisar que el patrimonio fideicometido puede situarse en una situación de insolvencia ante la imposibilidad de cumplir con los pagos de las obligaciones que hubiese adquirido, tales como los valores mobiliarios de contenido crediticio u otras obligaciones de pago que hubiese adquirido a efectos de cumplir con la finalidad para la que fue constituido. Se debe indicar que los titulares de los valores de contenido patrimonial, por ser titulares de valores similares a una acción, asumen el riesgo del negocio y, en consecuencia, tendrán una posición subordinada frente a los acreedores y no podrán solicitar insolvencia por incumplimiento de pagos.

En la práctica y basándonos en lo establecido por la Ley, en el acto constitutivo se puede determinar que en el caso que las obligaciones a su cargo fuesen declaradas vencidas e imposibles de ser pagadas, las mismas puedan ser refinanciadas, y, en caso contrario, se procedería a liquidar ordenadamente los activos, adjudicándoselos a los propios titulares de valores de contenido crediticio emitidos bajo un concepto de valor económico final⁵³.

El problema podría presentarse en el caso que no se hubiese determinado un proceso de liquidación ordenado pues existe un vacío en nuestra

legislación. Según lo establece el propio artículo 321, en caso de insolvencia de un patrimonio fideicometido, se deberá seguir, en lo pertinente, las disposiciones establecidas en las normas relativas a reestructuración patrimonial de las empresas. Sin embargo, el artículo 2 de la Ley General del Sistema Concursal (Ley 27809) señala que no se encuentran comprendidos bajo sus alcances los patrimonios autónomos (dentro de cuyo concepto se encuentran los patrimonios fideicometidos), salvo las sociedades conyugales y las sociedades indivisas.

A decir de Jorge Domínguez, “debido a la situación jurídica de los bienes fideicometidos, existe un criterio doctrinal universal respecto a la quiebra de los patrimonio de fideicomiso”⁵⁴, es decir, la quiebra del patrimonio fideicometido es factible, pero nuestra legislación debe cubrir dicho vacío. A nuestro criterio, siendo la actividad del patrimonio fideicometido asociada a una actividad empresarial y de gestión de activos subyacentes, se debe aplicar a aquélla la Ley General del Sistema Concursal.

i) Insolvencia de la sociedad de propósito especial

En este caso, la situación de insolvencia es más clara, pues al ser una sociedad anónima se le aplica la Ley General del Sistema Concursal, pudiendo acogerse, en consecuencia, a un concurso preventivo o a una insolvencia. La única observación viene respecto a lo que señala el artículo 320 de la Ley que establece que “la sociedad no podrá solicitar su declaración de insolvencia sin contar con el voto aprobatorio de la persona independiente del órgano colegiado que corresponda”.

IX. EL FUTURO DE LA TITULIZACIÓN EN EL PERÚ

A partir de la entrada en vigencia de la regulación sobre procesos de titulización de activos, se han llevado a cabo en el Perú varias operaciones de trascendencia para los niveles de negociación de nuestro mercado de valores, y en cada una de esas operaciones se han utilizado técnicas y estructuras que han sido usadas con éxito en otros países.

⁵³ Debe entenderse como valor económico final al valor presente de los flujos esperados descontados a una tasa de descuento que considere el costo del dinero y el riesgo del activo. Asimismo, en los casos en que los activos incluyan bienes adjudicados o bienes que se espera adjudicarse en el futuro, se considerará, para la elaboración de estos flujos, el valor de realización de dichos bienes, el plazo estimado para su venta por el tasador, el costo de mantenimiento de los bienes por dicho plazo y los gastos estimados de realización.

⁵⁴ DOMÍNGUEZ MARTÍNEZ, Jorge Alfredo. “El Fideicomiso”. México: Editorial Porrúa S.A. 1996. p. 223.

La experiencia ha demostrado que el vehículo idóneo es el de fideicomiso de titulización, quizá por el desarrollo que ha alcanzado el *trust* en nuestro mercado y adicionalmente por los mayores niveles de seguridad que ofrece. Sobre esta última idea, conviene recordar que la vinculación de cualquier tipo entre originador y el patrimonio de propósito exclusivo hace que, a criterio de las clasificadoras de riesgo, el riesgo de los instrumentos emitidos sea mayor. En la medida en que el patrimonio de propósitos exclusivo sigue ligado al originador, el riesgo de vinculación no desaparece.

Nuestro mercado ha sido receptivo a distintos procesos de titulización, en gran medida asociados a cuentas por cobrar en algunos casos con alta atomización y en otros no (caso de cuentas por cobrar a empresas de un mismo grupo económico o de titulización de alquileres con un único arrendatario). Lo cierto es que han predominado las titulizaciones de activos existentes a las de flujos futuros derivadas de servicios.

Es importante señalar que las personas jurídicas de derecho público, como es el caso de la Municipalidad de Lima, han participado con éxito como originadores en un proceso de titulización,

lo que podría marcar una línea a seguir por entidades de similar naturaleza.

Llama particularmente la atención el escaso desarrollo de operaciones de titulización de cartera hipotecaria, que en otros países han sido la principal fuente de operaciones de titulización. Es probable que la masa crítica o la falta de homogeneidad de las carteras materia de titulización sean la causa de ello. No obstante lo indicado, somos de la opinión que el crecimiento del país y el desarrollo del Programa Mivivienda van a hacer que finalmente se lleven a cabo estas operaciones. La operación de titulización hipotecaria tiene sus propias características y está definitivamente sustentada en la calidad de cartera crediticia que deberá guardar cuando menos un *loan to value* adecuado o *income to payment* aceptable y que deberá llevarnos a una uniformización de los criterios de colocación de crédito hipotecario que, más adelante, podrían permitir titulizaciones con carteras originadas por más de una entidad financiera.

En conclusión, nos queda un largo camino en el que seguramente se materializarán más operaciones de titulización de activos y, por ello, es conveniente siempre tener las bases sólidas para con creatividad impulsar su desarrollo.

LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS: ¿QUÉ SON, PARA QUÉ SIRVEN Y CÓMO FUNCIONAN?

Rafael Corzo de la Colina*
Mauricio Balbi Bustamante**

El éxito de una transacción financiera en la actualidad ya no sólo depende de una buena idea, ni de eso que la literatura de autoayuda acostumbra llamar un olfato para los negocios. La poca predictibilidad de los mercados actuales ha llevado a los agentes financieros a tomar todo tipo de garantías que aseguren el buen desarrollo de sus operaciones. La utilización de mecanismos contractuales que permitan regular la administración de los negocios, y que a la vez los cubran de ciertos riesgos propios del mercado, es cada vez más frecuente. Cuando hablamos de aquellos mecanismos, nos referimos a instrumentos financieros derivados.

En el siguiente artículo, los autores nos presentan de una manera detallada y muy práctica los aspectos más relevantes de estos mecanismos en apariencia complejos, pero que, como ahora quedará demostrado, son tan útiles como sencillos.

* Socio del Estudio Miranda & Amado Abogados. Ha sido Profesor de Regulación del Sistema Financiero de la Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas y Profesor visitante del Seminario de Banca de la Universidad de Piura.

** Bachiller en Derecho. Asociado del Estudio Miranda & Amado Abogados.

"Sin una orientación clara sobre cómo funcionan y que oportunidades ofrecen estos mercados [los de Derivados], el principiante puede encontrarse en una situación parecida a un niño perdido en una tienda de caramelos, donde está claro que hay muchas cosas de vital interés, pero la variedad es abrumadora y el riesgo de indigestión es alto".

James Rodríguez de Castro¹

Cuando nos invitaron a colaborar en esta edición de la revista y tratar el tema referido a los instrumentos financieros derivados (o, simplemente, los "derivados") surgió una primera gran interrogante: ¿cómo debíamos enfocar un tema que resulta novedoso y bastante complicado (según la literatura disponible que se puede consultar sobre el tema) y, además, poco difundido hasta el momento entre los estudiantes y profesionales del derecho? Analizando con mayor detenimiento este primer aspecto, decidimos coincidiendo con el enfoque que los miembros de la Comisión de Contenido de la revista quieren darle a los distintos temas que serán tratados en esta edición, ensayar un artículo que pretenda desarrollar este tema desde una perspectiva práctica y sencilla, que facilite su comprensión esencial y su funcionamiento básico y, a partir de ello, generar los fundamentos para incentivar la incursión de un mayor número de personas en el novedoso y fascinante mundo de los derivados. Esperamos haberlo logrado.

Como una advertencia inicial al potencial lector de este artículo, debemos señalar que el objetivo que perseguimos, tal como ha sido señalado, consiste en desarrollar el tema de los derivados desde una visión básica y general, sin entrar en detalles técnicos, ni pretender profundizar en su análisis y estudio; además de permitir que las personas que lean este artículo puedan tener una noción clara sobre la utilidad práctica y las potenciales alternativas de uso de estas modalidades contractuales que se vienen difundiendo cada día más a nivel internacional, sin que de ello pueda escapar nuestro país.

Como una segunda advertencia y declaración que queremos efectuar a los lectores, debemos manifestar en este punto que nos reconocemos,

dentro del marco de la cita que hemos incluido al inicio de este artículo, como "principiantes" dentro del estudio de los derivados, en donde, al igual que el niño perdido en la tienda de caramelos, hemos podido confirmar y profundizar nuestro convencimiento sobre la potencialidad, utilidad y beneficios que este tipo de herramientas pueden tener en la actualidad, así como los riesgos y mecanismos de atenuación, medición y control que existen y que se vienen implementando dentro de ellos durante los últimos años.

En este artículo vamos a tratar, en primer lugar, los conceptos fundamentales de los derivados y sus principales clases. Posteriormente, desarrollaremos diversos casos prácticos y ejemplos vinculados a los derivados, los cuales, entendemos, facilitarán la comprensión y, en alguna medida, nos permitirán demostrar lo que hemos afirmado sobre la utilidad práctica que los mismos pueden tener dentro de la vida diaria y nuestro ejercicio profesional. Finalmente, analizaremos los principales aspectos jurídicos y el régimen legal y regulatorio vigente actualmente en nuestro país que resulta aplicable a estos mecanismos contractuales, y expondremos las principales conclusiones a las que hemos arribado.

I. CONCEPTOS FUNDAMENTALES SOBRE LOS DERIVADOS

Haciendo un poco de historia, debemos señalar que la creación de los derivados se remonta a varios siglos atrás. Así, el primer uso de contratos de *forward* en Europa se produjo probablemente en Francia durante la realización de las ferias regionales que eran organizadas bajo los auspicios de los condes de Champagne, mientras que el primer caso del que hemos podido tener noticia sobre un mercado de futuros organizado se habría producido en Japón hacia el año 1600².

Así, no obstante la novedad que tienen actualmente los derivados (incrementada en forma importante durante los últimos años), debemos señalar que algunos elementos relevantes de su regulación esencial y mecanismos contractuales de funcionamiento, tal como lo desarrollaremos posteriormente, se sustentan en diversas disposiciones que tienen larga data y que se encuentran contenidas en el Derecho civil.

¹ RODRÍGUEZ DE CASTRO, James. "Introducción al Análisis de Productos Financieros Derivados". México D.F: Limusa Noriega. 1995. p. 13.

² Ibid. p. 28.

Los derivados, en términos generales, constituyen mecanismos contractuales que permiten a los distintos agentes del mercado administrar y obtener una cobertura respecto de ciertos riesgos que afectan sus operaciones y negocios, tales como lo son el tipo de cambio, las tasas de interés, el valor de las acciones, bonos o índices de mercados bursátiles; los precios de determinados insumos o materias primas; entre otros activos a los que se denomina “activos subyacentes”³. Asimismo, y como veremos a continuación, los derivados también pueden tener por objeto realizar inversiones de riesgo, en cuyo caso nos encontraremos ante los denominados derivados sin fines de cobertura o de carácter especulativo.

Según Costa Ran y Font Villalta, el *hedging* o la cobertura a través de los derivados es una “técnica financiera que intenta reducir el riesgo de pérdida debido a movimientos desfavorables de precios en materia de tipo de interés, tipo de cambio, movimiento de las acciones o cualquier otro ‘commodity’ en general”⁴.

Su denominación de “derivados” proviene del hecho de que su valor y su funcionamiento depende o, valga la redundancia, se deriva de la situación que experimentan ciertas variables del mercado como lo es, por ejemplo, si el tipo de cambio del Dólar Americano respecto del Nuevo Sol sube o baja, o cuál es la variación del valor internacional del barril de petróleo o del precio de cada onza de oro *troy*.

Estos riesgos son los denominados “riesgos de mercado” que no son otra cosa que fluctuaciones, “para arriba” o “para abajo”, en dichas variables económicas que, como es claro, no dependen de voluntad alguna ni pueden ser manejadas directamente por los agentes económicos⁵.

Entonces, dado que los agentes económicos pueden sufrir pérdidas importantes como consecuencia de dichas fluctuaciones que, en un caso extremo, podrían generar crisis empresariales o, incluso, determinar su salida del mercado, los derivados constituyen mecanismos que pueden servir, en caso sean estructurados y administrados en forma adecuada y eficiente, para reducir, mitigar o eliminar, según sea el caso, dichos riesgos y permitir que se afronten con éxito las crisis eventuales que pudiesen presentarse en el futuro.

Ahora bien, existen dos grandes tipos de derivados: (i) los derivados de cobertura y (ii) los derivados con carácter especulativo.

Los derivados de cobertura son aquellos a los que se refieren directamente las técnicas de *hedging* y son tomados por los agentes de mercado con el objeto de cubrir los riesgos financieros asociados a las operaciones y negocios que desarrollan. Por su parte, los derivados con carácter especulativo son aquellos en los que los inversionistas toman determinadas posiciones respecto de ciertas variables de mercado (que pueden fluctuar para arriba o para abajo) con el objetivo de obtener ganancias, esperando para ello que la variación del valor de mercado vaya a favor de la posición que han tomado en su negocio especulativo.

Teniendo en cuenta ello, los derivados de cobertura no tienen por objeto obtener una rentabilidad o ganar dinero, sino tan sólo cubrir a los agentes económicos que los toman respecto de potenciales pérdidas financieras en la eventualidad de que ciertas variables de mercado fluctuasen hacia una posición que es distinta a la que ha sido fijada o mantiene dicho agente de mercado⁶. Ello se daría, por ejemplo, en el caso de una empresa exportadora que recibe

³ El “activo subyacente” es “el elemento referencial sobre el cual se estructura el Instrumento Financiero Derivado y que puede ser financiero (tasa de interés, tipos de cambio, bonos, índices bursátiles, entre otros), no financiero (productos agrícolas, metales, petróleo, entre otros) u otro derivado; que tiene existencia actual o de cuya existencia futura existe certeza”. (“Glosario de Términos vinculados a los Instrumentos Financieros Derivados”. Artículo 23 del Decreto Legislativo 970).

⁴ COSTA RAN, Luis y Montserrat FONT VILLALTA. “Nuevos Instrumentos Financieros en la estrategia empresarial”. Segunda edición. Madrid: Esic. 1992. p. 157.

⁵ Según la definición contenida en la Ley General del Sistema Financiero (Anexo - Glosario), constituyen “riesgos de mercado” la posibilidad de “tener pérdidas en posiciones dentro y fuera de la hoja del balance, derivadas de los movimientos en los precios de mercado. Se incluye a los riesgos pertenecientes a los instrumentos relacionados con tasas de interés, riesgo cambiario, cotización de las acciones, ‘commodities’ y otros”.

⁶ Brealey y Myers, al referirse a la finalidad y clases de los derivados con fines de cobertura (y no a los especulativos), sostienen que “la mayoría de los negocios se cubren para reducir riesgo, no para hacer dinero” (BREALEY, Richard A. y Stewart C. MYERS. “Principios de Finanzas Corporativas”. Cuarta Edición. Madrid: McGraw-Hill. 1993. p. 765). Debemos señalar, coincidiendo con estos autores, que los derivados con fines de cobertura se asemejan mucho a la función y la utilidad que cumplen los contratos de seguro. Nadie contrata, por ejemplo, un seguro contra incendio para “ganar dinero” o para hacer un buen negocio, sino que lo hace para poder mitigar o eliminar las potenciales pérdidas que podría sufrir, según sea el caso, ante la ocurrencia de un siniestro (en este caso, un incendio) cuya verificación difícilmente puede controlar. Lo mismo sucede con los derivados, considerando que las fluctuaciones de los precios de mercado de los distintos activos no pueden ser manejados y controlados por los agentes de mercado.

exclusivamente Dólares Americanos por sus ventas de productos en el exterior, y, a su vez, mantiene diversas obligaciones pactadas en Nuevos Soles (tales como el pago de las remuneraciones de sus trabajadores y las contribuciones sociales, el pago de impuestos y el pago a sus proveedores de bienes y servicios, entre otros).

En su caso, los derivados de carácter especulativo son aquellos en los que un inversionista que no mantiene operaciones productivas o de prestación de servicios propiamente dichas, “apuesta” a que la posición que ha adoptado al contratar un derivado (por ejemplo, comprar Dólares Americanos el 31 de diciembre de 2007 considerando un tipo de cambio de S/. 3.18 por cada Dólar Americano) no variará en una posición que sea distinta a la que ha adoptado. Esto es, espera que la “posición no le juegue en contra”. Evidentemente, si es que el Dólar Americano el día 31 de diciembre de 2007 se cotizara a un tipo de cambio de S/. 3.10 por cada Dólar Americano, el inversionista al que nos referimos en el ejemplo tendría que pagar el día convenido S/. 0.08 de sobreprecio por cada Dólar Americano, no obstante el hecho de que en el mercado dicha divisa se cotizará en S/. 3.10.

En el otro sentido, si es que el tipo de cambio subiese a S/. 3.30 por cada Dólar Americano, entonces nuestro inversionista especulador obtendría el 31 de diciembre de 2007 importantes ganancias al poder comprar cada Dólar Americano en un precio de S/. 0.12 menos que el de su cotización ese mismo día en el mercado cambiario.

Sin perjuicio de poder desarrollar posteriormente y con mayor detalle en este artículo algunos ejemplos y formas de utilización de los derivados, es importante que pongamos un ejemplo que grafique la potencial utilización de un derivado referido al precio internacional del oro por parte de una empresa minera aurífera, esto es, que sólo extrae y comercializa oro (y no otros minerales distintos)⁷.

En la actualidad el oro mantiene precios internacionales altos que van en el orden de US\$ 640.00 y US\$ 670.00 por cada onza *troy*. Sin embargo, a diferencia de la situación actual, entre los años 1998 y 2000, el valor de cada onza *troy*

de oro se cotizaba en los mercados internacionales en el orden de US\$ 280.00 y US\$ 300.00, en donde existían diversas empresas mineras que mantenían costos totales de producción de cada onza de oro que iba entre US\$ 250.00 y US\$ 270.00. Esto es, la operación de estas empresas mineras sería inviable si es que, a diferencia de la situación actual, los precios internacionales del oro se redujesen a los valores que existían en los años 1998 o 2000, lo cual determinaría, como ha ocurrido en muchas oportunidades, que esta empresa minera tuviese que suspender sus operaciones, con las consecuencias usuales para sus trabajadores, sus acreedores, el Estado peruano y otros agentes vinculados con dicha empresa.

Una alternativa que permitiría que esta empresa minera aurífera pudiese afrontar aquella potencial reducción del precio internacional del oro (lo cual, como es claro, depende de diversas circunstancias del mercado que no pueden ser controladas por ella) sería que vendiese a futuro, fijando el precio en base a los niveles vigentes en la actualidad (por ejemplo, de US\$ 650.00 por cada onza *troy*), una parte (la necesaria) de su producción futura (garantizada con reservas probadas) que permita, ante cualquier escenario de reducción del precio internacional de este metal precioso, que su operación continuase siendo económicamente viable.

Evidentemente, si es que el precio del oro sigue subiendo como hasta la fecha ha ocurrido, podría suceder que la empresa minera a la que nos referimos en este ejemplo tuviese que vender en su oportunidad (en el futuro) esa parte de su producción comprometida a un precio de US\$ 650.00 por cada onza *troy*, cuando en el mercado internacional el precio de cada onza pudiese cotizarse en US\$ 100.00 o US\$ 200.00 por encima de lo convenido. En este caso, resulta importante que seamos conscientes de que en este escenario no es que la empresa minera “perdería” la suma de US\$ 100.00 ó US \$200.00 por cada onza de oro al momento de cumplir con su obligación de venta a futuro, sino que, en rigor, “estaría dejando de ganar” dicha diferencia a cambio de haber adoptado las acciones y medidas de protección necesarias para mantener su negocio minero operando ante la eventualidad de que el precio internacional del oro hubiese

⁷ Lo cual, en sí mismo, constituye una concentración de riesgos, debido a que los resultados de esta empresa minera se encuentran sujetos a la fluctuación (al alza o a la baja) de un solo mineral y no de varios minerales (como sería el caso de la minería poli-metálica).

bajado en forma dramática. Por lo tanto, su operación no será tan rentable si es que, a diferencia de lo señalado, no hubiese celebrado una operación de venta a futuro de una parte de su producción de oro, pero lo que sí queda claro es que su viabilidad y permanencia en el mercado ha sido asegurada por sus socios y personas a cargo de su gestión.

Finalmente, dentro de los conceptos básicos de los derivados no debemos dejar de mencionar un aspecto que, desde nuestra perspectiva, resulta muy importante. Se trata del régimen de responsabilidad de los directores y gerentes de las sociedades y agentes de mercado⁸ que surge de la decisión de hacer uso o no de este tipo de mecanismos contractuales que, en la actualidad, se encuentran a su disposición y que, en determinadas circunstancias, por no usarlos podrían generar importantes pérdidas a las sociedades que administran; se podrían, incluso, ver reducidas sus operaciones o eventualmente salir del mercado, con todas las consecuencias sociales, patrimoniales, concursales y de otro tipo que ello genera.

En esta misma línea, creemos que ningún director o gerente de una empresa podría adoptar la decisión de no utilizar estos mecanismos contractuales y de protección cuando su empresa se encuentra sujeta a riesgos de mercado importantes, sin que pudiese imputársele una actuación con negligencia grave. Opinamos que adoptar una decisión en ese sentido, en nuestros días, podría asemejarse a la decisión de no contratar seguros contra los riesgos asociados y que afectan las actividades esenciales de su empresa por tratar de reducir costos u obtener mayores ganancias, o al caso de un médico cuyos pacientes se veían afectados seriamente en el pasado por una determinada enfermedad, cuando en la actualidad ya se cuenta con una medicina que permite curarla de manera rápida y eficiente, y no obstante ello, el médico decide conscientemente no utilizarla⁹. Creemos, por tanto, que no existe ninguna duda respecto a la conveniencia y utilidad que tienen los derivados, así como sobre la necesidad ineludible de usarlos

en determinados casos en donde las circunstancias o antecedentes así lo requieren.

II. CLASES DE DERIVADOS

Ahora bien, debemos señalar que existen cuatro tipos o clases de derivados que resultan tradicionales: (i) los *forwards*; (ii) los futuros; (iii) las opciones; y, (iv) los *swaps*.

En adición a la existencia de estos derivados básicos o tradicionales, debemos señalar que los derivados vienen desarrollándose y creciendo tanto en cuanto a número, como en la complejidad y riesgos que permiten cubrir. Así, los expertos en materia de estructuración de derivados vienen desarrollando una serie de productos estructurados y variantes en función a estas modalidades básicas, las cuales se generan, por ejemplo, a partir de modificaciones o combinaciones de dos tipos de derivados, contienen la inclusión de determinadas estipulaciones contractuales asociadas a los derivados (garantías, límites, retornos mínimos y/o máximos, entre otras) o se vienen estructurando derivados referidos a ciertos riesgos que no eran cubiertos anteriormente, como es el caso, por ejemplo, del riesgo asociado a las variaciones del clima o al movimiento de las reservas de energía en el mundo¹⁰.

Procederemos a desarrollar a continuación, en una forma general y siguiendo la línea que hemos fijado para este artículo, cada uno de los tipos básicos o tradicionales de derivados, para luego exponer algunos casos a partir de los cuales se podrá apreciar claramente su funcionamiento real y utilidad práctica.

1. *Forwards*

1.1. Concepto

Los *forwards* son acuerdos a través de los cuales las partes se comprometen a comprar o vender cierta cantidad de un activo subyacente en una fecha futura predeterminada por un precio que es fijado el día de hoy. Es decir, son contratos que,

⁸ De acuerdo a lo establecido en nuestra Ley General de Sociedades (en adelante, "LGS"), los directores de las sociedades deben desempeñar "el cargo con la diligencia de un ordenado comerciante y representante leal" (artículo 171 de la LGS).

⁹ Al respecto, es ilustrativo el fallo de la Corte de Indiana en el caso "*Brane v. Roth*" en el año 1992, en el cual se determinó que los directores de una corporación estaban obligados a adoptar todas las medidas de cobertura (*hedging*) necesarias para hacer frente a los riesgos financieros que asume la sociedad en sus actividades y negocios, así como a supervisar que esas medidas fueran adecuadamente implementadas por la gerencia, ya que de no hacerlo serían responsables por los daños ocasionados a la sociedad y a los accionistas. Véase: DEMOTT, Deborah. "Agency and the unincorporated firm: Reflections on design on the same plane of interest". Washington and Lee Law Review. Primavera de 1997; y RODRÍGUEZ DE CASTRO, James. Op. cit. pp. 20 y 21.

¹⁰ CARPIO, Fernando. "El Rol de los Derivados". En: Diario Gestión. Edición del 16 de octubre de 2006. p. 14.

en contraposición a los contratos denominados *spot* (esto es, “al contado”), en donde su liquidación (*settlement*) se realiza en forma inmediata o, en todo caso, en un plazo muy corto, la liquidación de los mismos se efectúa y es diferida a un plazo que es convenido y definido libremente por las partes (por ejemplo, a los treinta, cuarenta y ocho, sesenta o noventa y dos días computados desde su suscripción o, en todo caso, en una fecha determinada).

Los *forwards* más usuales y difundidos en nuestro medio son los de moneda extranjera y se vienen celebrando desde los años noventa. Esencialmente, se trata de un contrato de compraventa de moneda extranjera (por ejemplo, la compra de Dólares Americanos a un tipo de cambio en Nuevos Soles establecido por las partes), el cual deberá ser liquidado y cumplido por las partes en una fecha diferida y no en forma inmediata. Con ello, el comprador de esos Dólares Americanos sabrá que, por ejemplo, el día 31 de diciembre de 2007 el Banco “A” le venderá la suma de US\$ 1’000,000.00 a un tipo de cambio de S/. 3.20 y que, por su parte, el Banco “A” esperará recibir de su cliente a fines del año 2007 la suma de S/. 3’200,000.00 como contraprestación por dicha operación celebrada en el mercado cambiario.

Al igual como se pueden celebrar *forwards* de moneda extranjera o divisas, también pueden celebrarse este tipo de operaciones respecto a otro tipo de bienes y activos financieros y no financieros, tales como, por ejemplo, tasas de interés, instrumentos representativos de deuda, instrumentos representativos de capital, índices de mercados bursátiles, *commodities* y materias primas, así como respecto de otros derivados.

Ahora bien, una de las principales características de los *forwards* radica en el hecho de que se tratan de operaciones que son celebradas fuera de mecanismos centralizados de negociación (usualmente por agentes de mercado y empresas del sistema financiero) y que son pactados libremente, según las necesidades de las partes. Esto es, a diferencia de los futuros (a los que nos referiremos en el siguiente punto), los *forwards* no son contratos estandarizados que tienen una serie de términos y condiciones definidos (de carácter obligatorio), sino que se tratan de contratos que son celebrados de acuerdo a las necesidades específicas de las partes. En pocas palabras, son contratos “hechos a la medida” (*tailor-made*).

1.2. Caso práctico

Hemos comentado que los *forwards* o “contratos a plazo” son acuerdos que buscan transferir o

desplazar los riesgos asociados a los cambios en las variables económicas que afectan los precios de diferentes activos financieros.

En ese contexto, examinaremos a continuación la situación de una empresa importadora de materias primas que desea cubrirse de las constantes fluctuaciones del tipo de cambio, las cuales han venido afectando sus gastos financieros e inquietando, con ello, sus expectativas de negocio.

Esta empresa peruana ha adquirido el día de hoy un volumen importante de mercadería en los Estados Unidos de Norteamérica como preparación para la campaña navideña, por la cual se ha comprometido a pagar US\$ 10’000,000.00 dentro de seis meses. Como esta empresa opera en moneda local y venderá sus productos en Nuevos Soles (por razón de su clientela y el segmento de mercado al que apunta), está expuesta a que el Nuevo Sol se desprecie respecto del Dólar y que la cuantía en Nuevos Soles a pagar cuando venza el plazo de seis meses sea mayor de lo que es hoy. Para mitigar ese riesgo, esta empresa consulta con sus asesores financieros y legales, quienes le recomiendan asegurar su tipo de cambio (actualmente de 3.16 Nuevos Soles/Dólar) en 3.20 Nuevos Soles/Dólar, a través de la celebración de contrato *forward* con una empresa del sistema financiero.

Mediante el contrato de *forward*, la empresa peruana se ha comprometido a comprar US\$ 10’000,000.00 dentro de seis meses al precio de 3.20 Nuevos Soles/Dólar y la empresa del sistema financiero a vender dicha suma de dinero a 3.20 Nuevos Soles/Dólar. Este acuerdo, como hemos señalado anteriormente, es vinculante, así que, pase lo que pase con el tipo de cambio en ese lapso de tiempo, ambas partes deberán cumplir forzosamente con lo pactado.

En consecuencia, si dentro de seis meses el tipo de cambio se “dispara” por cualquier motivo, la empresa importadora podrá sentirse segura que sus costos financieros y potencial diferencia de cambio no se incrementarán y, por ende, no tendrá necesidad alguna de alterar el precio ofrecido a los consumidores finales.

2. Futuros

2.1. Concepto

Tal como hemos señalado en el punto anterior, los futuros son operaciones similares a los *forwards*. James Rodríguez de Castro define, en nuestro concepto, muy bien a los futuros cuando

señala que “un futuro no es más que una especie de forward estandarizado y negociable en un mercado organizado, con dispositivos de márgenes y capital para respaldar su integridad”¹¹.

Así, a diferencia de los *forwards*, no resulta posible, en vista de su estandarización y negociación en mecanismos organizados, que se establezcan términos y condiciones particulares aplicables a cada agente económico que desee celebrar una operación de este tipo. Por ello, cuando uno se refiere a un contrato de futuros, no se requiere definir algunas condiciones aplicables al mismo, tales como cantidad, calidad, plazo, forma de entrega (“*delivery*” o “*non-delivery*”), entre otras, ya que una parte importante de las condiciones aplicables en cada caso forma parte de los términos estandarizados que corresponde a este tipo de operaciones.

No es posible, por tanto, que un agente de mercado pretenda celebrar un contrato a futuro respecto oro a un plazo de 44 días. En este caso, si desea celebrar un contrato a futuro, deberá tener en cuenta los términos y condiciones de los contratos que se negocian usualmente en el mercado en forma estandarizada (en cuanto a calidad del activo subyacente, el volumen, su plazo de vencimiento, modalidad de entrega, entre otros). Por ejemplo, podremos hablar de: (i) un contrato a futuro de petróleo WTI¹² en NYMEX¹³ a noventa días (que equivale necesariamente a 1000 barriles); (ii) un contrato a futuro de petróleo “*Brent Blend*” a noventa días; o, (iii) un contrato a futuro de maíz a 30 días.

Tal como ha sido expuesto anteriormente, los futuros o contratos a futuro son operaciones similares a los *forwards* en cuanto a su utilidad, pero que tienen algunas diferencias muy marcadas en lo que se refiere a su funcionamiento y forma de contratación. Entre las principales diferencias existentes, tenemos las siguientes:

a) Los contratos a futuro, a diferencia de los *forwards*, son negociados necesariamente en mecanismos centralizados de negociación (mecanismos organizados), los cuales se encuentran supervisados y usualmente

cuentan con un régimen regulatorio y operativo aplicable a los mismos¹². En el caso de los *forwards*, si bien es cierto que se celebran usualmente con empresas del sistema financiero (que son entidades supervisadas y reguladas), la negociación, celebración y cumplimiento de los contratos se realiza en forma privada entre las partes.

- b) Como lo hemos señalado anteriormente, los términos y condiciones de cada contrato a futuro son fijados en forma estandarizada (en cuanto a la calidad del activo subyacente, el volumen, su plazo de vencimiento, la modalidad de entrega, entre otros), a diferencia de lo que sucede en el mundo de los *forwards*, en donde los términos y condiciones de estos contratos son fijados en forma flexible y libre por las partes (son “hechos a la medida del cliente o la contraparte”).
- c) En cuanto a la forma de liquidación, los contratos a futuro se liquidan necesariamente a través de una cámara de compensación y liquidación, a diferencia de lo que sucede en el caso de los *forwards*, en donde la liquidación y pago de cada contrato se realiza en forma privada entre las partes.
- d) Finalmente, un elemento que resulta sumamente importante en estas dos modalidades de derivados radica en el riesgo crediticio asociado a la celebración y cumplimiento de los mismos. Este es el denominado “riesgo de contraparte”, que no es otra cosa que la posibilidad de que la parte con quien celebremos el derivado, por alguna razón, ya sea voluntaria o involuntaria, se niegue o no pueda cumplir con su prestación convenida al vencimiento del plazo pactado. En el caso de los contratos a futuro, este riesgo crediticio es reducido en forma importante, teniendo en cuenta que los mismos son celebrados en mecanismos centralizados de negociación, en donde existen una serie de estructuras de garantía, márgenes e intermediarios que reducen este riesgo en forma sustancial.

Rafael Corzo de la Colina
Mauricio Balbi Bustamante

¹¹ RODRÍGUEZ DE CASTRO, James. Op. cit. p. 77.

¹² Nota del editor: Siglas para West Texas Intermediate, tipo de aceite crudo usado como referencia para medir los precios del resto de aceites y en los contratos de la New York Mercantil Exchange.

¹³ Nota del editor: Siglas de New York Mercantil Exchange. Ver: www.nymex.com.

¹² Tal es el caso, por ejemplo, del CBOT (Chicago Board of Trade), el NYMEX (New York Mercantil Exchange) o el LIFFE (London Financial Future Exchange).

Ello no sucede, en cambio, en el caso de los *forwards*, en donde las operaciones se celebran en forma privada entre las partes, fuera de un mecanismo centralizado de negociación, sin dejar de mencionar que un aspecto que resulta importante y que debe ser considerado también en el caso de los *forwards*, es que muchos de estos contratos son celebrados con empresas del sistema financiero (hecho que también reduce este riesgo crediticio en forma importante).

3. Opciones

3.1. Concepto

Las opciones como uno de los tipos o clases de derivados no son distintas, en esencia, a los contratos preparatorios que se encuentran regulados por nuestro ordenamiento civil¹³.

La opción, de acuerdo a ello, es un contrato en mérito al cual el titular o beneficiario del mismo adquiere la facultad o el derecho de comprar, en caso así lo desee, determinado activo subyacente (como podría ser, por ejemplo, una cantidad determinada de Dólares Americanos hasta una fecha determinada a un tipo de cambio convenido desde un inicio por las partes). Como contraprestación por el otorgamiento de esta facultad o derecho, el titular o beneficiario del mismo deberá pagar una prima a la entidad o persona que conceda la opción a su favor.

Así, la diferencia más importante entre lo que es una opción y un *forward* o un futuro se encuentra en el hecho de que, en el caso de las opciones, se trata de contratos definitivos que obligan al titular o beneficiario de la opción sólo en caso que dicho titular o beneficiario lo decida (esto es, que ejerza la opción). A diferencia de ello, en el caso de los *forwards* o futuros, se trata de un contrato definitivo, vinculante y obligatorio para las partes que lo celebran, sólo que su cumplimiento y liquidación (*settlement*) ha sido diferido por un plazo determinado por acuerdo de ambas partes.

En la misma forma que lo hace el Código Civil respecto a las opciones en general¹⁴, en las opciones, como una de las modalidades básicas de los derivados, se requiere que se establezcan

con toda precisión y detalle los términos y condiciones del contrato definitivo o, en todo caso, la forma y procedimiento de su determinación.

Ahora bien, el activo subyacente respecto del cual se puede celebrar una opción puede ser de diverso tipo. De acuerdo con ello, pueden celebrarse opciones sobre diversos activos y derechos, tales como, por ejemplo, acciones u otros instrumentos representativos de capital, bonos u otros instrumentos representativos de deuda, metales preciosos, materias primas, índices bursátiles, inmuebles o, incluso, sobre otras opciones.

Asimismo, en función a la posición que tenga el titular o beneficiario de la opción, la misma podrá ser una opción *call* o una opción *put*. A continuación vamos a desarrollar ambos conceptos expresados en inglés, pero que tienen una gran difusión y uso en el mercado de los derivados.

Estamos ante una opción *call*, un *call option* o un *call*, en el caso de una opción en la que el titular o beneficiario tiene el derecho, mas no la obligación, de comprar o adquirir el activo subyacente por un precio previamente convenido con el titular o propietario del mismo en la fecha establecida para la liquidación (*settlement*) o durante el plazo de vigencia de la opción, según la modalidad aplicable en cada caso.

En contraposición a ello, nos encontraremos ante una opción *put*, un *put option* o un *put*, en el caso de una opción en la que el titular o beneficiario tiene el derecho, mas no la obligación, de vender o disponer el activo subyacente por un precio previamente convenido con la contraparte interesada en adquirir la titularidad o propiedad del mismo en la fecha establecida para la liquidación (*settlement*) o durante el plazo de vigencia de la opción, según la modalidad aplicable en cada caso.

3.2. Caso práctico

Como hemos mencionado, las opciones son acuerdos que confieren a su titular el derecho a comprar (opción de compra) o a vender (opción de venta) un activo financiero o de otro tipo previamente definido en una fecha futura (o

¹³ Conforme a los artículos 1419 al 1425 del Código Civil peruano.

¹⁴ El artículo 1422 del Código Civil peruano dispone que "el contrato de opción debe contener todos los elementos y condiciones del contrato definitivo".

durante el plazo de vigencia de la opción, según sea el caso) y a un precio pactado al momento de celebrar el contrato, llamado precio de ejercicio, el cual puede resultar inferior, igual o superior al precio de mercado del activo subyacente.

Así, al llegar la fecha de vencimiento, el tenedor de la opción puede ejercerla ya sea pagando (opción de compra) o recibiendo (opción de venta) el precio de ejercicio, o simplemente no ejercerla, dejando que expire el plazo y perdiendo así la prima pagada.

En esa línea, a continuación propondremos ejemplos de opciones de compra (*call*) y de venta (*put*) sobre acciones, colocándonos en ambos casos desde el punto de vista del titular (optante) de las mismas.

3.2.1. Opción de compra (*call*)

Imaginemos que, al 30 de abril de 2007, el precio de cotización de las acciones de Minera Aventurasegura S.A. ("Aventurasegura") en la Bolsa de Valores de Lima era de S/. 60.00. Supongamos, además, que Juan es un inversionista que está convencido, luego del análisis técnico que ha realizado, que la cotización de las acciones de Aventurasegura subirá en el corto plazo, pero, debido a que carece de liquidez inmediata, se ve imposibilitado de adquirir dichas acciones en ese momento.

Frente a ese problema, Juan es aconsejado por sus asesores financieros y bursátiles, quienes le recomiendan adquirir una opción *call* sobre las acciones de Aventurasegura, lo cual le permitiría realizar una inversión menos riesgosa a un mayor rendimiento.

Siguiendo estas recomendaciones, Juan decide adquirir una opción de compra en el mercado con vencimiento el 30 de junio de 2007 y a un precio de ejercicio de S/. 56.00, para lo cual desembolsa una prima (contraprestación) de S/. 6.00. De esta manera, Juan podrá beneficiarse de un aumento en el precio de la acción de Aventurasegura sin haberla adquirido aún, ya que recién asumirá la condición de accionista de la empresa en la fecha de vencimiento de su contrato (30 de junio de 2007), siempre y cuando, obviamente, decida ejercer la opción concedida a su favor.

Juan decidirá ejercer su opción si es que, en la fecha de vencimiento de la opción de compra, el precio de mercado de la acción de Aventurasegura es superior al precio de ejercicio convenido en la opción de compra (S/. 56.00), ya que tendría la

posibilidad, gracias a la opción *call* negociada, de adquirir dicho activo por un precio menor al fijado en el mercado. Por el contrario, si el 30 de junio la cotización de la acción de Aventurasegura es inferior al precio de ejercicio de su opción, Juan no ejercerá la opción de compra otorgada a su favor, perdiendo con ello los S/. 6.00 de prima que pagó, ya que podría adquirir acciones de Aventurasegura directamente en la Bolsa de Valores de Lima por un precio menor al que tendría que pagar por el ejercicio de su opción de compra.

Asumamos, pues, que el precio de la acción de Aventurasegura en el mercado bursátil el día 30 de junio de 2007 es de S/. 67.00. Juan, entonces, decide ejercer la opción pagando su precio de ejercicio (S/. 56.00), recibiendo a cambio una acción de Aventurasegura (activo subyacente de la opción), que revende inmediatamente en la Bolsa de Valores de Lima por su precio: S/. 67.00. Como resultado de esta operación, Juan ha resultado claramente beneficiado, puesto que la diferencia entre el precio de la acción en la fecha de vencimiento (S/. 67.00) y el precio del ejercicio más la prima (S/. 56.00 + S/. 6.00) es positiva (un resultado a favor de S/. 5.00 por cada acción de Aventurasegura).

Si, por el contrario, el precio de la acción de Aventurasegura al 30 de junio es de S/. 54.00, a Juan no le convendrá ejercer la opción, puesto que la diferencia entre el precio de la acción en la fecha de vencimiento de la opción (S/. 54.00) y el precio del ejercicio más la prima (S/. 56.00 + S/. 6.00) es negativa (- S/. 8.00). Nótese que si Juan decide no ejercer la opción, su pérdida total se limitaría solamente a la prima pagada (S/. 6.00) por cada acción de Aventurasegura.

3.2.2. Opción de venta (*put*)

Sobre la base de ciertos rumores que advertían sobre una presunta tendencia a la baja de las acciones de Aventurasegura, y ansioso por obtener un beneficio de tal situación, Luis, amigo de Juan, decide adquirir una opción de venta (*put*) sobre 100 acciones comunes de Aventurasegura con fecha de vencimiento el 30 de junio de 2007 por un precio de ejercicio de S/. 64.00, pagando para ello una prima de S/. 8.00.

Luis decidirá ejercer su opción de venta si es que, en la fecha de vencimiento convenida, el precio de mercado de la acción de Aventurasegura es inferior al precio de ejercicio de su opción de venta (S/. 64.00), ya que podrá vender dicho activo por un precio superior al fijado en el mercado. Por el contrario, si el 30 de junio de 2007 la cotización

de la acción de Aventurasegura es superior al precio de ejercicio de su opción, Luis venderá sus acciones en el mercado bursátil, operación que le proporcionará un precio mayor en comparación con el que recibiría con el ejercicio de la opción, perdiendo, en consecuencia, la prima pagada (S/. 8.00).

Si el precio de la acción de Aventurasegura en el mercado bursátil el día 30 de junio de 2007 es de, supongamos, S/. 52.00, Luis entonces decidirá ejercer la opción, transfiriendo las acciones de Aventurasegura y recibiendo a cambio el precio de ejercicio convenido (S/. 64.00). Como resultado de esta operación, Luis ha resultado beneficiado puesto que la diferencia entre el precio de ejercicio (S/. 64.00) y el precio del activo subyacente en la fecha de vencimiento más la prima pagada (S/. 52.00 + S/. 8.00) es positiva (S/. 4.00).

Por el contrario, si el precio de cada acción común de Aventurasegura en el mercado es de S/. 67.00, Luis optará por no ejercer la opción de venta convenida y venderá sus acciones directamente en el mercado, en donde, en principio, obtendrá un resultado positivo de S/. 3.00 por cada acción al vender las mismas en forma inmediata (S/. 67.00 en lugar de S/. 64.00, con una diferencia de S/. 3.00 a favor), aunque deduciendo, luego de ello, el monto de la prima pagada por la opción de venta tendría un resultado neto negativo de menos S/. 5.00 (S/. 8.00 menos S/. 3.00 = S/. 5.00). Es claro, en este caso, que el costo de S/. 5.00 pagado por Luis es el que ha permitido cubrirse en la posición que tenía (100 acciones comunes de Aventurasegura) ante cualquier reducción sustancial del precio de estas acciones en el mercado.

4. Swaps

4.1. Concepto

Para efectos de definir a los *swaps*, debemos indicar que se trata de contratos en mérito a los cuales las partes que los celebran se obligan a intercambiar o permutar en el tiempo determinados flujos de dinero que se encuentran vinculados o se derivan de determinados activos subyacentes.

Rodríguez de Castro sostiene que “en su definición más general, un *swap* es un contrato por el cual dos partes se comprometen a

intercambiar una serie de flujos de dinero (*cash flows*) en una fecha futura. Los flujos en cuestión pueden, en principio, ser función de casi cualquier cosa, ya sea de las tasas de interés a corto plazo, del valor de un índice bursátil o cualquier otra variable”¹⁵.

Debemos mencionar en este punto que esta clase de derivado ha permitido que los agentes de mercado cuenten con una herramienta eficiente que les permita reducir o eliminar determinados riesgos de mercado en los que incurrieran en sus operaciones. Dentro de ello, los *swaps* de tasa de interés son los más habituales en el mercado; esto es, celebrar un derivado que permita a una parte permutar o cambiar los flujos de fondos que requiere para asumir el pago de una tasa de interés variable derivada de un préstamo obtenido o una emisión de bonos en el mercado (por ejemplo, una tasa de LIBOR más un margen de 3% anual) por los flujos de fondos que corresponden a una tasa de interés fija (por ejemplo, de 8% anual).

Así, en el caso del ejemplo que hemos citado sobre tasas de interés, la parte que decidió celebrar este *swap* de tasas de interés (que se ha obligado a pagar una tasa de interés variable a sus acreedores o a los tenedores de los bonos) ha cubierto su exposición en el préstamo obtenido o en los bonos que emitió en el mercado derivado de la potencial fluctuación futura en el mercado de la tasa LIBOR. Para esta parte y no obstante las condiciones del préstamo o de los bonos emitidos, ya no le resultará relevante la evolución de la variable económica LIBOR en el mercado, ya que ha generado un mecanismo de cobertura que le permitirá, cualquiera sea dicha variación, contar con los fondos suficientes para pagar los intereses que se ha obligado a pagar a sus acreedores (independientemente de la situación en que se encuentre la tasa LIBOR) a cambio de una tasa fija de interés de 8% anual.

Dentro de los tipos de *swaps* que se negocian en el mercado tenemos, además de otros, el de tasas de interés (que, como hemos señalado, es de los más habituales), de materias primas (*commodity swaps*), de divisas (*currency swaps*) y de índices bursátiles.

Ahora bien, a diferencia de los futuros, el mercado de los *swaps* se encuentra constituido por un

mercado totalmente internacional, que no depende de la influencia y presiones de las bolsas de valores. Se trata de un mercado puramente institucional, contando con una estructura muy descentralizada y con escasa reglamentación. El principal y más difundido organismo internacional que regula este tipo de operaciones es el *International Swap Dealers Association*¹⁶ (en adelante, "ISDA"), organismo que no tiene ninguna fuerza vinculante o facultad reglamentaria obligatoria para las partes que celebran *swaps*, sino que se trata de una entidad informal de participantes en el mercado "que se reúnen para intercambiar opiniones sobre futuras direcciones en el mercado y aspectos legales como documentación y riesgo de crédito. A pesar de su falta de poderes legales, el ISDA tiene de todos modos una enorme influencia"¹⁷.

Dentro de ello, no debemos dejar de mencionar la existencia del denominado "ISDA Master Agreement" (el Contrato Marco aprobado por el ISDA)¹⁸, el cual constituye un formato de amplia difusión que es utilizado por los distintos agentes de mercado en forma referencial para celebrar sus operaciones de *swap* de distintas clases y tipos de activos subyacentes a nivel internacional, pudiendo las partes convenir libremente la modificación o precisión a determinadas estipulaciones contenidas en este formato de carácter referencial. Sin embargo, debemos decir que la existencia de este formato referencial ha contribuido en forma importante a la difusión y la utilización del *swap* como herramienta de cobertura de riesgos, así como a estandarizar sus prácticas en muchos países del mundo, como es el caso del Perú.

4.2. Caso práctico

Tal como hemos explicado, los *swaps* son acuerdos a través de los cuales el comprador y vendedor convienen en intercambiar flujos monetarios o activos subyacentes en plazos

futuros preestablecidos y de acuerdo a una regla de cálculo definida previamente por las partes.

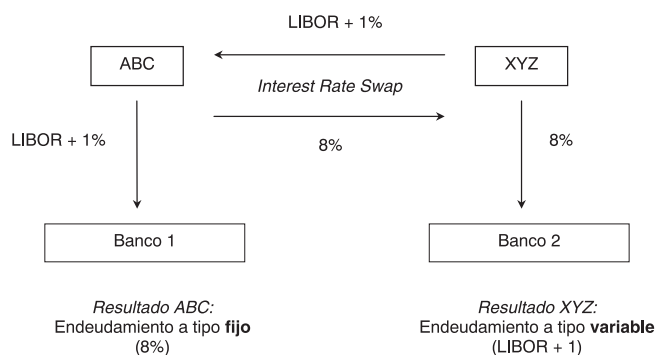
A continuación propondremos un ejemplo de la clase de *swaps* más sencilla y quizás más utilizada: los *swaps* de tipo de interés (conocidos como *interest rate swaps*).

Imaginemos, pues, que la empresa ABC requiere contraer un préstamo de US\$ 10'000,000.00 con vencimiento a cinco años y desea que sea pagadero considerando un interés fijo, para así anticipar adecuadamente sus costos de financiamiento y cubrir su exposición frente a eventuales fluctuaciones de las tasas de interés. Sin embargo, debido a su baja clasificación de crédito y las condiciones existentes en el mercado, ABC sólo puede conseguir del "Banco 1" un préstamo de US \$ 10'000,000.00 pagadero con un tipo variable de LIBOR a un año más un margen de 1% anual.

Por su lado, la empresa XYZ requiere también contraer un préstamo de US\$ 10'000,000.00 con vencimiento a cinco años, pero tendría la intención de pagar un interés de tipo variable, para de esa manera controlar sus márgenes de beneficio. No obstante, XYZ obtuvo finalmente del "Banco 2" un préstamo pagadero con un tipo de interés fijo de 8% anual.

Mediante un *swap* con plazo de vencimiento de cinco años, ABC le abonará anualmente a XYZ los intereses a tipo fijo para pagar el servicio de intereses por su deuda, mientras que XYZ le abonará a ABC el monto que corresponde a los intereses a tipo variable para hacer frente a su préstamo. El resultado final será que ABC quedará endeudada considerando una tasa de interés fija, mientras que XYZ lo hará con un tipo de interés variable, tal y como ambas partes deseaban desde un comienzo.

De acuerdo a ello, el esquema básico del caso comentado sería el siguiente:



¹⁶ Ver: www.isda.org.

¹⁷ RODRÍGUEZ DE CASTRO, James. Op. cit. p. 50.

¹⁸ La versión vigente del "ISDA Master Agreement" que ha sido aprobado por ISDA data del año 2002.

Es importante destacar que en ningún caso se realiza un intercambio del monto del préstamo (ascendente en ambos casos a US\$ 10'000,000.00), ya que el mismo sólo sirve como base de referencia para calcular los intereses a pagar. En otras palabras, ni ABC ni XYZ se prestan o piden prestados fondos como parte de la operación.

En la práctica, los pagos que ambas partes contratantes se intercambian en virtud del *swap* suelen compensarse o netearse, realizándose un solo pago por diferenciales a favor de ABC o de XYZ, según sea el caso y la evolución del tipo de interés LIBOR en el mercado (hacia arriba o hacia abajo).

III. ASPECTOS JURÍDICOS GENERALES DE LOS DERIVADOS

A primera vista, parecería muy difícil realizar un análisis jurídico riguroso sobre los derivados si reparamos en su compleja estructura, variedad y extraordinario dinamismo. Sin embargo, ello no es del todo cierto. La mayoría de los derivados básicos pueden ser entendidos en alguna medida como “desviaciones” de instituciones civiles que nos resultan familiares y que, por cierto, se han nutrido de fuentes diversas como la costumbre, los usos comerciales y las prácticas financieras.

A pesar de ello, no podemos negar que la impresionante velocidad con la que actualmente se diseñan y negocian los derivados, tanto dentro como fuera de mercados organizados, ha dificultado la creación de un marco legal y regulatorio eficiente y flexible para este tipo de instrumentos financieros, impidiendo un desarrollo doctrinario y jurisprudencial trascendente sobre la materia.

Bajo tales premisas, en esta sección examinaremos a grandes rasgos cuáles son los aspectos jurídicos más relevantes vinculados con los derivados, aplicando para ello, en primer lugar, los conceptos y principios básicos de la Teoría General de los Contratos, para luego identificar y definir los elementos particulares que distinguen a esta clase de contratos modernos de carácter financiero.

En este contexto, debemos advertir al lector que el propósito de esta sección es brindar una

descripción general e introductoria del régimen jurídico aplicable a los derivados y, por lo tanto, no pretende desarrollar de manera profunda y exhaustiva todas y cada una de sus implicancias jurídicas.

1. Características generales

Tal como hemos adelantado, los derivados presentan variados y sofisticados matices contractuales. Sin embargo, para fines didácticos, podemos señalar que los siguientes son los principales caracteres jurídicos desde la perspectiva del Derecho Civil peruano:

- a) Por su estructura, son contratos atípicos, pues, salvo por las disposiciones de carácter tributario, contable y regulatorio que describiremos más adelante en este artículo, en el Perú no están regidos por una normativa legal específica. Por ende, en este tipo de acuerdos, prima el principio de la libertad contractual y se refleja en su mayor alcance el postulado de la autonomía de la voluntad privada, “pues los interesados, consultando su mejor conveniencia, determinan los efectos que han de producir, su alcance, sus condiciones y modalidades, aunque las respectivas estipulaciones no se amolden a los actos patrones reglamentados por la ley”¹⁹.

Cabe recordar, sin embargo, que en los últimos tiempos han surgido asociaciones y organismos internacionales, como la ISDA, que han elaborado modelos de contratos marcos estandarizados, que buscan simplificar y abaratar el proceso de negociación de los derivados, otorgando con ello estabilidad y seguridad a la contratación de estas operaciones financieras. Ello ha permitido, por un lado, reducir casi totalmente las lagunas normativas y, por el otro, brindar seguridad a las partes, pues los marcos contractuales son susceptibles de ser revisados y controlados en sede arbitral o judicial, según sea el fuero al que las partes hayan acordado someterse²⁰.

De igual manera, los derivados que son negociados en mercados organizados (por ejemplo, futuros y algunos tipos de opciones) contienen cláusulas predeterminadas

¹⁹ OSPINA FERNÁNDEZ, Guillermo y Eduardo OSPINA ACOSTA. “Teoría general del contrato y de los demás actos o negocios jurídicos”. Cuarta Edición actualizada. Santa Fe de Bogotá: Temis. 1994. p. 50.

²⁰ DAGA, Gabriel Alejandro. “Contratos financieros derivados”. Buenos Aires: Ábaco de Rodolfo Depalma. 2005. p. 258.

respecto a la cantidad, plazos, y demás términos y condiciones fundamentales que son iguales para todos los participantes, facilitando de esa manera su circulación en el mercado.

- b) Desde el punto de vista de su autonomía, son contratos principales, pues no dependen jurídicamente de otro contrato que le sea precedente. Debe quedar claro, entonces, que “de la expresión derivados no debe deducirse que estos contratos, en sí mismos, son accesorios o dependientes de otros. Son principales e independientes, ya que las obligaciones que de ellos nacen son autónomas y las partes no tienen, o al menos no tienen por qué tener, otras relaciones obligacionales vinculadas o conectadas con las que de estos contratos surgen”²¹. En otras palabras, en los derivados no existe dependencia jurídica, sino exclusivamente económica en cuanto al resultado final.
- c) Por su perfeccionamiento constitutivo, son contratos consensuales; esto es, se perfeccionan por el mero consentimiento de las partes y no requieren de formalidad específica alguna. Sin embargo, suelen celebrarse por escrito.
- d) Por el número de obligaciones originadas, son bilaterales, ya que generan obligaciones a cargo de ambas partes.
- e) Por sus prestaciones, son contratos de prestaciones recíprocas o correlativas, ya que cada una de las partes asume prestaciones respecto de la otra.
- f) Por su valoración, son contratos onerosos; pues cada una de las partes se enriquece y empobrece recíprocamente.
- g) Por la certidumbre de sus efectos patrimoniales, son contratos aleatorios; pues la valoración de las ventajas y sacrificios asumidos por las partes es impredecible,

dependiendo de circunstancias ajenas y desconocidas por ellas y que se encuentran asociadas a la evolución de ciertas variables de mercado, como es el resultado final de la variación del precio del elemento subyacente materia del contrato. Esta característica es más evidente en aquellos derivados que se liquidan mediante “diferenciales”, como veremos más adelante.

2. Características específicas

Habiendo explicado de manera panorámica los elementos jurídicos básicos y generales de los derivados, corresponde ahora pronunciarnos brevemente sobre los rasgos particulares que distinguen a los instrumentos financieros elementales.

2.1. *Forwards* y Futuros²²

En términos sencillos, los *forwards* y los futuros pueden ser entendidos como contratos de compraventa sujetos a término, en los cuales las partes fijan el día de hoy la cantidad y el precio de un determinado activo subyacente, pero acuerdan diferir su entrega y pago para una fecha futura predeterminada.

Como se aprecia, el aspecto jurídico más relevante y distintivo de ambos instrumentos financieros radica en que se trata de contratos con “efecto retardado”²³, pues su eficacia está afectada al vencimiento de un plazo previamente definido por las partes.

Ahora bien, es importante mencionar que el pago en estas figuras contractuales puede acordarse de dos maneras: (i) mediante la entrega física del activo subyacente (“*delivery*”); o, (ii) a través del desembolso de una suma de dinero igual a la diferencia entre el precio del activo subyacente a la fecha de vencimiento del instrumento y el precio pactado en el contrato respectivo (“*non-delivery*”). A esta última modalidad de pago, utilizada con mayor frecuencia, se le conoce comúnmente con el nombre de “liquidación por diferenciales” o “*cash settlement*”.

²¹ SANZ CABALLERO, Juan Ignacio. Citado por: ARATA, Carlos Enrique. “Apuntes generales sobre los Instrumentos financieros derivados”. En: Revista De Iure. Año III. Número 3. p. 206.

²² Hemos estimado conveniente tratar ambas figuras en conjunto, en vista de su evidente similitud. En estricto, y tal como hemos mencionado anteriormente, la diferencia fundamental entre ambos instrumentos radica en que mientras los *forwards* se negocian privadamente y se plasman a través de contratos hechos a la medida, los futuros se negocian en mecanismos centralizados y lo hacen a través de contratos estandarizados. Al respecto, véase: FABOZZI, Frank; MODIGLIANI, Franco; JONES, Frank y Michael FERRI. “Foundations of financial markets and institutions”. Tercera edición. New York: Prentice Hall. 2002. pp. 502 y 503; y RODRÍGUEZ DE CASTRO, James. Op. cit. pp. 82 y 83.

²³ MESSINEO, Francesco. “Doctrina general del contrato”. Tomo II. Buenos Aires: Ediciones Jurídicas Europa-América. 1986. p. 204.

Respecto de la primera variante descrita anteriormente; esto es, la tradición del activo subyacente al acreedor en la fecha de vencimiento del instrumento, creemos que ésta encuentra su antecedente y sustento teórico en el contrato de compraventa sujeto a término.

En esa línea, es oportuno el comentario del tratadista Guillermo Borda, quien al exponer sobre la evolución del contrato de compraventa, señala que “en su primera etapa fue simplemente manual o al contado; es decir, se cambiaba en el mismo acto la cosa y el dinero y en ese mismo instante se quedaba transferida la propiedad de ambos. Más tarde no bastó con esta forma elemental. A veces, el vendedor no obstante entregar la cosa al comprador le daba un plazo para el pago del precio; otras veces, era el vendedor quien recibía el precio en el acto y entregaba la cosa más tarde; o, en fin, eran ambas partes las que disponían de un plazo para cumplir su prestación”²⁴.

Por otro lado, en la modalidad de pago “*non-delivery*” –típica en mercados organizados– las partes establecen un precio para un elemento subyacente determinado, el cual será comparado al momento de su ejecución con el precio del mercado (“*spot*”) del referido elemento subyacente el día de la liquidación, por lo que si el precio pactado es distinto al precio de mercado vigente en esa fecha, una de las partes se verá obligada a cubrir la diferencia resultante.

Así, nótese que, a diferencia de la prestación consistente en la entrega física del elemento subyacente (bajo la modalidad “*delivery*”), en la liquidación “por diferenciales” las partes no llegan finalmente a vender el activo subyacente o transmitir el derecho de propiedad de ningún bien. En estricto, sólo existe la obligación de entregar una suma de dinero. Lo curioso, sin embargo, es que, debido al carácter aleatorio de estos contratos, ninguna de las partes sabe con certeza quién será la acreedora o deudora del pago de la diferencia, ni del monto a desembolsar, sino hasta llegado el final del plazo del instrumento.

Finalmente, debemos señalar que existe en doctrina una ardua discusión sobre la naturaleza

jurídica de los contratos “*non-delivery*”, habiéndose ensayado diversas teorías²⁵ (desde las que los categorizan como “contratos diferenciales puros” o “prestaciones recíprocas compensables” hasta los que consideran “obligaciones de valor”), las cuales no serán desarrolladas en esta oportunidad por exceder largamente el propósito de este artículo.

2.2. Opciones

Las opciones financieras, como hemos mencionado, guardan varias similitudes con las opciones previstas en el Código Civil peruano.

Así, en ambas figuras contractuales el optante (titular de la opción) tiene el derecho potestativo de celebrar o no en el futuro un contrato definitivo, colocándose el concedente de la opción en un correlativo estado de sujeción. En el caso concreto de las opciones financieras, el optante tendrá la facultad de comprar o vender un activo financiero, previamente definido, en una fecha futura y a un precio pactado en el contrato.

De igual manera, en ambos casos el perfeccionamiento del contrato definitivo se realiza de manera automática luego de que el optante haya comunicado al concedente que desea ejercer la opción. En ese orden de ideas, como bien explica Manuel de la Puente y Lavalle, el concedente de la opción “no tiene nada que hacer para la celebración del contrato definitivo, porque la oferta ya salió de sus manos con carácter irrevocable y está a la espera de ser aceptada por el optante; cuando éste acepta, el contrato definitivo se celebra automáticamente”²⁶. Para ello es fundamental, pues, que todos los elementos y condiciones del contrato definitivo estén determinados de manera clara y precisa en el contrato de opción.

Una diferencia entre ambas figuras está en que el contrato de opción financiera es necesariamente de prestaciones recíprocas, ya que a la prestación a cargo del concedente de otorgar el derecho unilateral de opción le corresponde una contraprestación, denominada “prima”, a cargo del optante para mantener vigente tal derecho²⁷.

²⁴ BORDA, Guillermo A. “Tratado de Derecho Civil - Contratos”. Buenos Aires: Abeledo-Perrot. 1990. p. 12.

²⁵ Al respecto, véase: ALTERINI, Atilio. “Derecho de obligaciones civiles y comerciales”. Buenos Aires: Abeledo Perrot. 1996. p. 446; y JÁUREGUI, María de los Ángeles. “Tratado sobre instrumentos financieros derivados”. Buenos Aires: Fondo Editorial de Derecho y Economía. p. 420.

²⁶ DE LA PUENTE y LAVALLE, Manuel. “Estudios sobre el contrato privado”. Tomo I. Lima: Cultural Cuzco. 1983. p. 445.

²⁷ DE LA PUENTE y LAVALLE, Manuel. “El contrato en general. Comentarios a la Sección Primera del Libro VII del Código Civil”. Tomo II. Lima: Palestra. 2003. p. 249.

El contrato de opción civil, en cambio, puede ser tanto gratuito como oneroso.

Asimismo, mientras la opción financiera puede ejercerse sea en la fecha de vencimiento (opción de tipo europeo) o con anterioridad a la misma (opción americana), la opción civil puede realizarse en cualquier momento durante el plazo de vigencia de la misma, el cual puede ser determinado o determinable.

Si el optante decide finalmente ejercer la opción financiera, la prestación a cargo del concedente podrá consistir ya sea en la entrega física del elemento subyacente (por ejemplo, divisas, acciones, materias primas) o en el pago de una suma de dinero, que representa la diferencia entre el valor de mercado del elemento subyacente del día del ejercicio y el valor que se asignó a dicho activo al momento de suscribirse el contrato de opción (“liquidación por diferenciales”).

Finalmente, cabe observar que si la opción recae sobre acciones pertenecientes a sociedades reguladas por la Ley General de Sociedades peruana, aquella será válida cualquiera sea su plazo²⁸.

2.3. Swaps

Para cierto sector de la doctrina –principalmente española– los contratos de *swap* no son más que permutas de carácter financiero. Sin embargo, aun cuando reconocemos cierta proximidad entre ambas figuras, creemos que, en realidad, esta clase de derivados presenta una serie de particularidades que la distinguen claramente del contrato de permuta regulado en el Código Civil.

En efecto, a través de la celebración de contratos de *swaps*, las partes no buscan transferirse recíprocamente la propiedad de bienes muebles o inmuebles, como indica nuestro Código Civil, sino que se comprometen a intercambiarse periódicamente pagos o flujos de caja, de acuerdo a una fórmula previamente establecida por las partes.

En tal virtud, coincidimos en que “resulta esencial al contrato de permuta el intercambio de cosas y en el contrato de pago de swap se intercambian valores, es decir, obligaciones de pago dinerarias, lo que desnaturaliza la permuta. La realidad es que se trata de un contrato mercantil nuevo y atípico, inspirado en principios más abiertos que el nuestro y cuyo contrato viene a satisfacer necesidades concretas de los agentes económicos en un mercado financiero de ámbito internacional y en constante evolución”²⁹.

Por otro lado, existen autores que consideran que los *swaps* no son más que *forwards* repetidos en el tiempo, razón por la cual le resultarían aplicables las mismas consideraciones jurídicas que hemos expuesto anteriormente en este artículo referidas a este tipo de instrumentos financieros³⁰.

IV. TRATAMIENTO DE LOS DERIVADOS EN LA LEGISLACIÓN PERUANA

Sin perjuicio de lo señalado anteriormente en este artículo sobre la regulación civil de los derivados, debemos decir que la regulación específica de estos en nuestro país se remonta a lo que fue establecido, en su oportunidad, por la Ley General de Instituciones Bancarias, Financieras y de Seguros, aprobada mediante Decreto Legislativo 770, del 30 de octubre de 1993.

A partir de ese momento, se ha comenzado a difundir e incrementar su utilización y, dentro de ello, a desarrollar el régimen legal y regulatorio que ha venido normando y regula actualmente a los derivados.

Respecto de este punto, debemos efectuar dos precisiones. La primera de ellas se refiere al hecho de que al igual que muchas otras instituciones vinculadas a la contratación moderna³¹, los derivados fueron creados y empezaron a ser utilizados por distintos agentes de mercado que los estructuraron en sus inicios (en su formas más básicas y sencillas) y partir de su implementación recién el Derecho empezó el proceso de regular en forma paulatina y gradual a esta nueva

Rafael Corzo de la Colina
Mauricio Balbi Bustamante

²⁸ En línea con lo establecido en el artículo 41 de la Ley General de Sociedades y el artículo 1423 del Código Civil peruano.

²⁹ DAGA, Gabriel Alejandro. Op. cit. p. 210.

³⁰ MANINI CHUNG, Jorge. “Instrumentos Financieros Derivados (Forwards, Futuros, Opciones y Swaps)”. En: Revista del Instituto Peruano de Derecho Tributario. Número 33. Lima. p. 23.

³¹ Como ha sido el caso, en su momento, por ejemplo, del desarrollo del arrendamiento financiero (*leasing*), o de los contratos de fideicomiso u otros contratos modernos que se han venido desarrollando con el tiempo.

institución³². La segunda precisión, directamente vinculada con la primera, se refiere al hecho de que la inexistencia de un adecuado régimen normativo y regulatorio impide, la mayor parte de las veces, que nuevas formas de contratación se desarrollen en forma más rápida y segura para los agentes de mercado. Así, por ejemplo, la inexistencia o una regulación incompleta de este tipo de formas de contratación moderna, desde una perspectiva regulatoria o tributaria, constituyen serios limitantes para el desarrollo de esta modalidad de contratación.

Evidentemente, un agente de mercado medianamente diligente difícilmente podrá intervenir y celebrar estas nuevas modalidades contractuales, por más útiles o beneficiosas que las mismas puedan serle, si es que se generan algunas contingencias regulatorias (como lo sería en el caso de una empresa del sistema financiero)³³ o de carácter tributario (para cualquier agente que las celebra, incluyendo a las empresas del sistema financiero, que usualmente son una de las partes en estas modalidades de contratación), ya que, por los montos que usualmente se negocian y celebran este tipo de operaciones, las sanciones o multas por incurrir en alguna infracción regulatoria o tributaria, podrían ser sumamente relevantes para el agente que hubiese decidido celebrarlos.

Sin embargo, consideramos que en la actualidad, afortunadamente, se han logrado avances importantes en la regulación de los derivados en el Perú, gracias a la participación y decidida intervención de distintas entidades del Estado, tales como la Superintendencia de Banca, Seguros

y Administradoras de Fondos de Pensiones (en adelante, “la Superintendencia”), el Ministerio de Economía y Finanzas, la Superintendencia Nacional de Administración Tributaria y algunas organizaciones gremiales.

Así, a continuación vamos a detallar en una forma muy general el marco legal y regulatorio que resulta aplicable actualmente a los derivados en nuestro país:

4.1. Los derivados en el sistema financiero peruano

Las empresas bancarias³⁴, en principio, se encuentran autorizadas para celebrar y desarrollar operaciones vinculadas a los derivados³⁵, para lo cual no sólo es suficiente que cuenten con una autorización de funcionamiento tales como las expedidas por la Superintendencia, sino que requieren para ello de una autorización complementaria que deberá ser expedida por esta misma entidad gubernamental.

Ello se encuentra establecido en forma expresa en la parte final del artículo 283 y la Décima Disposición Final y Complementaria de la Ley General del Sistema Financiero que ha sido aprobada mediante la Ley 26702 (en adelante, “Ley General del Sistema Financiero”), así como en el artículo 19 de la Resolución SBS 509-98, mediante la cual la Superintendencia ha aprobado el Reglamento para la Supervisión de los Riesgos de Mercado³⁶.

Asimismo, debemos señalar que las empresas bancarias, según la posición que ha sido adop-

³² Tal como lo señala el tratadista Juan Farina, “la inventiva del hombre de empresa es constante y recurre a formulaciones que requieren de un paciente análisis en el hombre de Derecho para la determinación de su naturaleza jurídica, porque el empresario, dentro de su concepto intuitivo de lo lícito, afronta sus contrataciones conforme a sus necesidades y conveniencias prácticas, sin preocuparse mayormente de si encuadra en alguna de las figuras clásicas o no” (FARINA, Juan. “Los Contratos Innominados y el Derecho Comercial”. En: RDCO. Año 11. Número 61. Febrero de 1978. pp. 1-26).

³³ Dentro de este supuesto se tiene, por ejemplo, la inclusión de un límite global regulado en el numeral 3 del artículo 200 de la Ley General del Sistema Financiero, en la cual se establece que las empresas del sistema financiero no pueden celebrar, en forma conjunta o global, operaciones por cuenta propia de “*commodities*” y de productos financieros derivados (numeral 42 del artículo 221 de la Ley General del Sistema Financiero), cuando las mismas excedan de 10% del patrimonio efectivo de la empresa respectiva. Sin entrar en mayor detalle al respecto y efectuando, creemos, una interpretación parcial e incompleta de la Ley General del Sistema Financiero, debemos señalar que se podría considerar que este límite global podría ser excedido largamente a través de la celebración de, tan sólo, un par de operaciones de derivados (ya que usualmente las mismas se celebran por montos considerables) y que la infracción de límites operativos en general contenidos en la Ley General del Sistema Financiero determina la posibilidad de que se impongan multas por sumas que podrían resultar considerables a las empresas y funcionarios responsables (artículos 219 y 361 de la Ley General del Sistema Financiero y los numerales 2 y 4 del apartado II del Anexo 2 del Reglamento de Sanciones en el Sistema Financiero, aprobado mediante Resolución SBS 816-2005).

³⁴ Nótese que sólo las “empresas bancarias” y por excepción, en forma limitada y para determinadas modalidades, las demás empresas del sistema financiero nacional (como es el caso de las empresas financieras, las cajas municipales de ahorro y crédito, las cajas municipales de crédito popular, las EDPYMES o las cajas rurales de ahorro y crédito) se encuentran autorizadas, de acuerdo al régimen legal que les resulta aplicables, a contratar derivados.

³⁵ De acuerdo a lo establecido en los numerales 16 y 42 del artículo 221 de la Ley General del Sistema Financiero.

³⁶ Conforme al Reglamento de Sanciones aprobado por la Superintendencia, el tomar o brindar cobertura de “*commodities*”, futuros y productos financieros derivados, o realizar operaciones por cuenta propia de “*commodities*” y de productos financieros derivados, sin la autorización previa de la Superintendencia a que se refiere el artículo 290 de la Ley General del Sistema Financiero, constituye una “infracción muy grave” (numeral 29 del apartado III del Anexo 2 de la Resolución SBS 816-2005).

tada por la Superintendencia, se encuentran autorizadas a celebrar *forwards* de moneda extranjera sin necesidad de contar con una autorización complementaria, en caso dichas empresas hubiesen “venido realizando operaciones con instrumentos financieros derivados del tipo *forwards* de moneda extranjera antes de la vigencia de la nueva Ley 26702”³⁷. No debemos dejar de mencionar que los *forwards* de moneda extranjera constituyen la estructura más sencilla y usual dentro de los derivados.

Por su parte, en el caso de las contrapartes que celebran este tipo de contratos con empresas bancarias que forman parte del sistema financiero peruano, consideramos que no requieren contar con ninguna autorización regulatoria o legal específica, salvo que dicha contraparte tenga la calidad de empresa del sistema financiero. Sólo se requerirá que sus representantes cuenten con las facultades y autorizaciones de naturaleza corporativa que sean suficientes para celebrar este tipo de contratos, así como que puedan prestar las garantías o constituir los márgenes adecuados que permitan cubrir el riesgo crediticio en que incurran las empresas que son sus contrapartes.

Dentro de ello, las principales disposiciones dictadas y que resultan aplicables a las empresas del sistema financiero para negociar y celebrar derivados, así como para administrar, medir y controlar los riesgos asociados a estas operaciones, son las siguientes:

- a) Numerales 16 y 42 del artículo 221, los artículos 283, 186 y 214; el penúltimo párrafo del artículo 290, y el primer párrafo de la Décima Disposición Final y Complementaria de la Ley General del Sistema Financiero.
- b) Resolución SBS 509-98 de fecha 22 de mayo de 1998, mediante la cual se ha aprobado el Reglamento para la Supervisión de los Riesgos de Mercado.
- c) Anexos 7, 8, 9 y 23, y los Reportes 2 y 13 del Manual de Contabilidad para las Empresas del Sistema Financiero, aprobado mediante Resolución SBS 895-98, de fecha 1 de septiembre de 1998 (en adelante, “Manual de Contabilidad”).
- d) Circular B-2028-99, de fecha 21 de enero de 1999, mediante la cual se han establecido los mecanismos de medición y control de los derivados por cuenta propia celebrados por las empresas del Sistema Financiero, y la presentación del Anexo 8 del Manual de Contabilidad.
- e) Circular B-2063-99, de fecha 15 de noviembre de 1999, mediante la cual la Superintendencia ha regulado el mecanismo de asignación de los requerimientos patrimoniales mínimos por riesgo aplicables a las posiciones en valores representativas de capital, así como la presentación del Anexo 23 del Manual de Contabilidad.
- f) Circular B-2069-2000, de fecha 7 de abril de 2000, mediante la cual se han dictado normas para un adecuado cumplimiento de los requerimientos patrimoniales mínimos por parte de las empresas del sistema financiero por riesgos crediticio y de mercado (Reporte 2 del Manual de Contabilidad).
- g) Circular B-2087-2001, de fecha 28 de febrero de 2001, y Circular F-464-2003, de fecha 31 de octubre de 2003, mediante las cuales la Superintendencia ha establecido distintas disposiciones para la administración del riesgo de tasa de interés por parte de las empresas bancarias, financieras y otras empresas del sistema financiero, así como sobre la presentación del Anexo 7 del Manual de Contabilidad sobre “Medición del Riesgo de Tasa de Interés”.
- h) Circular 2122-2003, de fecha 18 de agosto de 2003, que regula la administración y cálculo de la exposición a riesgo crediticio de las operaciones con derivados por cuenta propia que celebren las empresas del sistema financiero, para efectos de los límites operativos regulados por la Ley General del Sistema Financiero.
- i) Resolución SBS 981-2005, de fecha 27 de junio de 2005, en mérito a la cual se ha autorizado a las empresas bancarias, así como a otras empresas que forman parte del sistema financiero (Módulo 3), para que realicen

³⁷ Ello ha sido establecido en el Oficio 8283-2000 de fecha 28 de agosto del año 2000, mediante el cual la Superintendencia absolvió una consulta escrita que Miranda & Amado Abogados le formuló respecto al régimen de aplicación transitoria de la Ley General del Sistema Financiero en materia de *forwards* de moneda extranjera.

operaciones de compra o venta a futuro de instrumentos de deuda en mecanismos no centralizados de negociación (*forwards* de papeles), sujetando estas operaciones al cumplimiento de una serie de requisitos.

- j) Resolución SBS 1122-2006, de fecha 29 de agosto de 2006, mediante la cual la Superintendencia ha establecido, además de otras disposiciones, la posibilidad de realizar operaciones de toma de coberturas mediante futuros u otros productos financieros derivados³⁸.

Finalmente, debemos indicar que, en vista de la utilidad y necesidad de que las empresas del sistema financiero peruano en general (y no sólo las “empresas bancarias”) contraten determinados derivados para cubrir los riesgos que asumen en sus operaciones y negocios, así como para poder ofrecer los mismos a sus clientes en alguna medida, la Superintendencia ha venido ampliando la regulación y la posibilidad de que otras empresas del sistema financiero distintas a las “empresas bancarias” puedan contratar derivados en distintas modalidades, sin perjuicio de lo cual también se han establecido obligaciones regulatorias y mecanismos para la administración, medición, control y reporte de los mismos por parte de dichas empresas.

4.2. El tratamiento contable de los derivados

La Superintendencia ha aprobado recientemente la Resolución SBS 1737-2006, de fecha 30 de diciembre de 2006, Reglamento para la Negociación y Contabilización de Productos Financieros Derivados por parte de las empresas del Sistema Financiero³⁹.

En este caso, la Superintendencia, dentro del marco del Manual de Contabilidad para empresas del Sistema Financiero vigente, ha adoptado y seguido las disposiciones en materia contable contenidas en la Norma Internacional de Contabilidad (NIC) 39 sobre reconocimiento y medición de derivados, con lo cual se ha adoptado la posición de incorporar una parte importante de la normatividad y el tratamiento contable de carácter internacional en nuestra regulación local.

Este tipo de decisiones normativas, las cuales, sin embargo, deben reconocer las particularidades y circunstancias específicas aplicables a las empresas del sistema financiero peruano, resultan prácticas y convenientes, teniendo en cuenta que los derivados constituyen instrumentos financieros que se negocian y celebran en forma internacional, y resultando positivo que nuestro régimen regulatorio y contable incorpore y reconozca, en una parte importante, las disposiciones vigentes a nivel internacional sobre la materia.

4.3. El tratamiento tributario de los derivados⁴⁰

Asimismo, el Poder Ejecutivo, mediante el Decreto Legislativo 970, aprobó en el mes de diciembre de 2006 una serie de modificaciones y precisiones a la Ley del Impuesto a la Renta (en adelante, “LIR”), con la finalidad de reconocer y regular en forma integral el tratamiento y los efectos tributarios de los derivados.

Dentro de ello, además de otras, aquel Decreto Legislativo ha establecido lo siguiente:

- a) Ha definido lo que debe entenderse como derivados para efectos tributarios, lo cual no difiere de lo que hemos señalado anteriormente, así como reconocido la existencia, requisitos y tratamiento de derivados celebrados con fines de cobertura y de derivados no considerados con fines de cobertura (especulativos). Asimismo, se ha regulado en forma específica los derivados que son celebrados por las empresas del sistema financiero peruano (artículo 5-A de la LIR).
- b) Ha establecido el tratamiento tributario contenido en la LIR respecto a los márgenes y retornos que son exigidos en las cámaras de compensación y liquidación de instrumentos financieros derivados (mecanismos centralizados de negociación) (artículo 25-A de la LIR).
- c) Ha incluido disposiciones para la determinación del “valor de mercado” en el caso de las operaciones con derivados (numeral 5 del artículo 32 de la LIR).

³⁸ De acuerdo a lo establecido en la Cuarta Disposición Final de la Resolución SBS 1122-2006.

³⁹ Esta Resolución SBS ha entrado en vigencia el 1 de enero de 2007, habiéndose concedido un plazo de adecuación a las empresas del sistema financiero que pueden operar con derivados hasta el 31 de marzo de 2007 (artículo segundo).

⁴⁰ Agradecemos a la doctora Mariella de la Torre Salas por sus valiosos comentarios y aportes a la presente sección.

- d) Ha regulado el régimen de compensación, para efectos tributarios, de las pérdidas que sufran las personas como consecuencia de la celebración de derivados de carácter especulativo (con fines distintos a los de cobertura) (artículo 50 de la LIR).
- e) Ha aprobado un importante “Glosario de Términos vinculados a los Instrumentos Financieros Derivados”, que contiene una serie de definiciones que permiten y facilitarán, en nuestro concepto, el análisis e interpretación de estas disposiciones tributarias (Quincuagésimo Segunda Disposición Transitoria y Final de la LIR).

Por ejemplo, uno de los aspectos tributarios que ha sido más analizado y discutido en los últimos años a nivel doctrinario y por diversos especialistas en la materia, el cual, además, generó una seria limitación en cuanto a la celebración de derivados con empresas no domiciliadas en el Perú, se encontraba referido a la posibilidad de que las personas domiciliadas pudiesen *netear* (compensar) las pérdidas que podían sufrir en un ejercicio económico determinado respecto de las ganancias y beneficios percibidos en otras operaciones con derivados celebradas dentro del mismo ejercicio económico (una suerte de balance general de sus operaciones).

El problema se presentó fundamentalmente en dos frentes. En primer lugar, la Superintendencia Nacional de Administración Tributaria (en adelante, “SUNAT”) advirtió inicialmente que las transacciones de derivados con fines de cobertura no estaban intrínsecamente ligadas con las operaciones locales que eran materia de cobertura y que, por tal razón, las eventuales ganancias o pérdidas obtenidas a través del uso de derivados debían contemplarse para la determinación de la renta de fuente peruana de los sujetos domiciliados.

No obstante, la SUNAT sostuvo luego que los resultados obtenidos como consecuencia de la celebración de derivados con fines de cobertura debían calificar como de fuente extranjera. Por ende, si se determinaba una pérdida neta de fuente extranjera al cierre del ejercicio (producto de la compensación de ganancias y pérdidas de fuente extranjera), la misma no podía ser compensada con la renta neta de fuente peruana, generando un perjuicio al contribuyente domiciliado por la privación de la correspondiente pérdida tributaria.

En segundo lugar, la SUNAT fijó nuevos criterios y señaló que los derivados con fines de cobertura sí se encontraban ligados a las operaciones locales cubiertas, pero estableció que si el sujeto domiciliado obtenía una pérdida en el derivado, ello implicaba que su contraparte no domiciliada habría generado, correlativamente, una renta de fuente peruana sujeta a retención por el sujeto domiciliado, generándose una importante contingencia para este último. Ello, en vista de que los pagos en las operaciones de derivados son netos y cualquier impuesto tendría que haber sido asumido por la empresa domiciliada, sin perjuicio de las multas por no haber efectuado las retenciones correspondientes de acuerdo a ley.

El texto vigente de la LIR ha superado los problemas mencionados anteriormente al señalar que el resultado obtenido en la celebración de operaciones de derivados será considerado renta de fuente peruana si el mismo es obtenido por un sujeto domiciliado. En esa misma línea, la LIR define a los derivados con fines de cobertura como aquellos que tienen como subyacente un activo, bien, obligación o pasivo afectado a la generación de renta de fuente peruana y cumplen otros requisitos detallados en dicha norma. Si, en cambio, estamos frente a un derivado especulativo, las pérdidas que éstos generen sólo podrán ser compensadas con resultados obtenidos por derivados de la misma naturaleza, no pudiendo compensarse, por ende, con otras rentas, salvo el caso de los derivados contratados con fines de intermediación financiera por parte de las empresas del sistema financiero.

Creemos que, en términos generales, resulta importante que se haya aprobado este marco normativo específico en materia tributaria, el cual debería generar condiciones de certeza y predictibilidad en los agentes de mercado para poder operar con derivados, sin perjuicio de la existencia de algunas disposiciones dictadas que podrían ser precisadas o en las cuales se podrían regular algunos vacíos que no han sido cubiertos por las normas que han sido dictadas recientemente.

4.4. El tratamiento de los derivados en las AFP

En términos generales, la Ley del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones, cuyo Texto Único Ordenado ha sido aprobado mediante Decreto Supremo 054-97-EF (en adelante, el “TUO”), faculta a las AFP a invertir los recursos que administran en derivados destinados a

cobertura, los cuales se definen como aquellos productos destinados a cubrir posibles riesgos inherentes en operaciones financieras⁴¹.

Dentro de ello, el TUO ha fijado límites globales aplicables a las inversiones en dichos instrumentos de cobertura, dependiendo del tipo de fondo de que se trate, los cuales en ningún caso podrán superar el 20% del valor total del patrimonio del fondo de pensiones. Desde nuestro punto de vista, dicha norma, al establecer límites globales tan rigurosos —aunque parezca contradictorio— podría perjudicar los intereses de los propios pensionistas (beneficiarios exclusivos y excluyentes de la regulación), pues se les estaría limitando el uso de una herramienta fundamental para identificar y desplazar elementos de riesgo, como son los derivados. No debe perderse de vista que estos instrumentos, como hemos destacado repetidamente en este artículo, actúan en la práctica como un “seguro” para los agentes económicos frente a la volatilidad de los precios y demás riesgos de mercado.

Por su lado, la Resolución SBS 052-98-EF/SAFP que aprobó el Título VI del Compendio de Normas de Superintendencia Reglamentarias del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones, referido a inversiones, permite que las AFP inviertan los recursos de las carteras administradas en operaciones de compra o venta de *forwards* de monedas con el único fin de obtener la cobertura del riesgo cambiario, así como en instrumentos estructurados cuyo rendimiento se encuentre determinado por, entre otros, la variación del precio de los derivados. Asimismo, el Reglamento del TUO⁴² establece que las AFP pueden constituir márgenes de garantía (*margin calls*) sobre los valores mobiliarios adquiridos por los fondos de pensiones en el contexto de inversiones en derivados o en operaciones de cobertura de riesgos financieros.

Finalmente, el Reglamento para la Inversión de los Recursos de los Fondos de Pensiones en el Exterior, aprobado mediante Resolución SBS 8-2007, ha desarrollado un sofisticado y flexible marco legal en materia de contratación de derivados, que recoge las últimas tendencias de los mercados financieros internacionales. En esa línea, dicha norma permite a las AFP invertir

directamente en una amplia gama de instrumentos, tales como *forwards*, futuros, *swaps* de monedas y de tasas de interés, índices, *commodities* y otros activos subyacentes que sean debidamente autorizados por la Superintendencia.

4.5. El tratamiento de los derivados en los fondos mutuos y los fondos de inversión

A diferencia de lo que sucede en la regulación sobre inversiones de las AFP en el exterior, los fondos mutuos y los fondos de inversión cuentan con serias limitaciones para invertir en derivados.

Así pues, el Reglamento de Fondos Mutuos⁴³ establece que estos y, por remisión, los fondos de inversión, sólo están facultados para contratar *forwards* de monedas y *swaps* de tasas de interés con fines de cobertura.

Es indiscutible que la regulación sobre fondos mutuos y fondos de inversión en materia de inversión en derivados es claramente insuficiente, motivo por el cual pensamos que resulta indispensable ampliar el abanico de posibilidades de inversión con otros activos subyacentes, similares en sustancia a los contemplados en la normativa sobre inversiones que resulten aplicables a las AFP.

V. CONCLUSIONES

A partir de lo establecido en el presente artículo, podemos llegar a las siguientes conclusiones:

1. A pesar de la novedad y complejidad que se le atribuye a los derivados, así como la existencia y necesidad de un régimen normativo y regulatorio específico, debe tenerse en cuenta que su regulación legal se sustenta, en esencia, en lo establecido en diversas disposiciones que tienen larga data en nuestro ordenamiento civil.
2. Los derivados constituyen herramientas y mecanismos sumamente útiles para el desarrollo de diversas actividades económicas y sectores en los que la existencia de riesgos de mercado podría generar consecuencias perjudiciales para la operación y, eventualmente, en ciertos casos extremos,

⁴¹ Artículo 25-A del TUO.

⁴² Aprobado por Decreto Supremo 004-98-EF.

⁴³ Aprobado por Resolución CONASEV 026-2000-EF/94.10.

para la viabilidad de determinados agentes económicos.

Es claro que estos riesgos podrían ser mitigados o eliminados, según sea el caso y con un costo razonable, a través de un adecuado régimen de contratación de derivados.

3. Los derivados han sufrido un proceso de regulación en nuestro país que se ha desarrollado desde hace aproximadamente quince años y que ha determinado la expedición reciente, como hemos señalado, de diversas disposiciones legales y regulatorias que ha aclarado en forma importante su manera de utilización y tratamiento.

Consideramos que ello recién permitirá que esta forma de contratación moderna empiece a desarrollarse y difundirse de manera importante en nuestro país, sin perjuicio del hecho de que también existen algunas

disposiciones y regulaciones que requieren ser precisadas y/o aclaradas a fin de generar seguridad en los agentes económicos, así como niveles de predicción que sean razonables, lo cual evitará que se generen contingencias, ya sean regulatorias o tributarias, al momento de celebrar los mismos.

4. Los derivados son mecanismos contractuales que, tanto por su novedad como por su importante componente económico y financiero, resultan figuras complejas y poco difundidas por el momento. A la vez, pueden ser mecanismos tremendamente útiles y beneficiosos para los agentes financieros y algunos inversionistas. Creemos que lo que corresponde ahora es que los distintos profesionales que asesoran a los agentes económicos (no sólo los abogados) empecemos a entender su funcionamiento, regulación, utilidad práctica, así como los potenciales beneficios y, también, todos los riesgos asociados a los mismos, para ponerlos a disposición de nuestros clientes.

Rafael Corzo de la Colina
Mauricio Balbi Bustamante

ÚLTIMAS TENDENCIAS EN LA REGULACIÓN DEL MERCADO DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS: SUS EFECTOS SOBRE LA FORMA DE ESTRUCTURAR OPERACIONES Y LA EFICIENCIA DEL SISTEMA FINANCIERO*

Paul Castritius Mendoza**

El mercado de instrumentos financieros peruano necesita de una serie de reformas que lo adapten a la coyuntura económica actual y permitan que el sistema financiero alcance la eficiencia adecuada para realizar operaciones de gran envergadura.

El autor, luego de presentarnos el marco actual de la situación regulatoria del mercado de instrumentos financieros y describir su trascendencia y límites; nos presenta una interesante propuesta de reforma que apunta a modificar el marco regulatorio, especialmente en el tema tributario, con el fin de hacer atractivo y eficiente el mencionado mercado.

* A Ximena, Matthias y Nicole.

** Abogado por la Pontificia Universidad Católica del Perú. Master en Derecho por la Universidad de Chicago. Asociado del Estudio Rodrigo, Elías & Medrano Abogados.

I. INTRODUCCIÓN

La regulación del mercado de instrumentos financieros se ha caracterizado en los últimos tiempos por un marcado proceso de desarrollo, innovación y flexibilización del régimen aplicable a aquellas ofertas dirigidas a inversionistas institucionales, experimentados y especializados. En contraste, poco ha cambiado en materia de regulación de ofertas dirigidas al público en general o a segmentos de inversionistas distintos a los antes mencionados.

Lo anterior muestra claramente que nos encontramos ante una tendencia en la regulación del mercado de instrumentos financieros, la misma que tiene un claro impacto en la forma como se estructuran las operaciones de financiamiento a través de la utilización de dichos instrumentos.

Cabe preguntarse a donde nos lleva dicha tendencia, y si la misma incentivará el desarrollo de las operaciones en mención y el mejor funcionamiento del sistema financiero en su conjunto.

Nuestro parecer es que la tendencia anotada constituye un movimiento en el sentido correcto, pero que al no estar enmarcada en una estrategia integral de desarrollo del sistema financiero, genera costos transaccionales que impiden o reducen la posibilidad de realización de transacciones económicamente eficientes.

En las secciones que siguen, analizaremos en qué consiste el mercado de instrumentos financieros y cómo se vincula con el sistema financiero, cuáles son las características actuales de la regulación del primero y qué cambios estructurales consideramos que deben introducirse a dicho mercado para permitir un mejor desarrollo del segundo.

II. IMPORTANCIA DE LA REGULACIÓN DEL MERCADO DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS

Para efectos de lo anterior, es importante primero establecer qué entendemos por mercado de

instrumentos financieros y qué por sistema financiero.

Consideramos que el primero es aquel mercado de emisiones y negociaciones de instrumentos financieros, el cual puede o no encontrarse asociado a una operación de financiamiento. Por el segundo nos referimos al sistema que se encarga de la canalización de recursos líquidos en la economía con fines de financiamiento. Cabe anotar que este último concepto es más amplio que el de "sistema financiero" (también conocido coloquialmente como sistema bancario) al que se refiere la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros, Ley 26702 (en adelante, "LSFS").

Definido el mercado de instrumentos financieros como aquel donde se negocian instrumentos financieros, corresponde precisar, entonces, cuál es nuestro concepto de instrumentos financieros. En adelante, entenderemos "instrumento financiero" como todo aquel que otorgue a su titular el derecho a recibir recursos líquidos (dinero u otros activos líquidos).

Los instrumentos financieros son típicos instrumentos de inversión, de modo que su adquirente entrega recursos por ellos con la intención de obtener un beneficio económico. La naturaleza de dicho beneficio puede variar: puede consistir simplemente en la obtención de una rentabilidad o ir acompañado de la intención de mitigar un riesgo.

Dichos instrumentos se caracterizan por otorgar a su titular la posibilidad legal de "retirarse" de su tenencia obteniendo a cambio un valor determinado (mediante su enajenación, redención, la adquisición de un instrumento financiero de características opuestas, etcétera), con el objeto de otorgar a su titular un mecanismo de salida de la inversión realizada.

Bajo dichos términos, el concepto de instrumento financiero comprende a los valores mobiliarios, pero también es susceptible de comprender, dependiendo de sus características, a los títulos valores, a los contratos derivados, etcétera¹.

¹ Debido a la importancia que han venido cobrando las operaciones con instrumentos financieros distintos a los valores mobiliarios para ciertas áreas de la regulación del sistema financiero, la legislación ha venido utilizando conceptos más amplios al de "valor mobiliario". Así, por ejemplo, el nuevo Reglamento de Agentes de Intermediación, aprobado por Resolución CONASEV 45-2006-EF/94.10, utiliza el término "instrumento financiero" en adición al de valor mobiliario. La reglamentación emitida por la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (en adelante, "SBS"), por su parte, utiliza el término "instrumentos de inversión".

2.1. Características

La creación o emisión de instrumentos financieros puede tener diversas fuentes. Así, su emisión puede ir atada a la realización de una operación de financiamiento, una operación de cobertura, una operación comercial, entre otras. En los acápite siguientes nos explayaremos más en relación con este aspecto con la finalidad de establecer el vínculo entre el mercado de instrumentos financieros y el sistema financiero, que es, precisamente, lo que nos interesa analizar.

a. Emisión de instrumentos en el sistema financiero

En el sistema o mercado financiero, que como se ha señalado es el mercado del financiamiento, se paga un “precio” por los recursos líquidos que se ofrecen o se demandan. Dicho precio puede adoptar diferentes formas: una tasa de interés, un porcentaje de las ganancias de la explotación de determinado negocio, etcétera.

Como es conocido, intervienen en dicho mercado los agentes que cuentan con recursos excedentes, a los que en economía se denomina “superavitarios”, y los agentes que carecen y demandan dichos recursos, también llamados “deficitarios”.

Los superavitarios y deficitarios pueden conectarse de manera directa. Dicha interrelación, no obstante, suele realizarse a través de intermediarios, quienes buscan reducir los altos costos de transacción que suele involucrar interrelacionar a superavitarios y deficitarios.

Por la forma como se realiza la intermediación, el sistema financiero suele dividirse conceptualmente en dos subsistemas: (i) el sistema de intermediación financiera directa, también conocido como mercado primario de instrumentos financieros, y (ii) el sistema de intermediación financiera indirecta, también conocido como sistema bancario.

En el sistema de intermediación financiera directa (en adelante, “SIFD”), el intermediario interconecta a superavitarios y deficitarios de manera directa, precisamente, a través de la utilización de instrumentos financieros, como en el caso de una emisión de bonos.

De esa forma, el intermediario se encarga de administrar el mecanismo por medio del cual se colocarán los instrumentos financieros a cambio

de una cantidad dada de recursos. En ocasiones, el intermediario adquiere primariamente dichos instrumentos para luego colocarlos entre los superavitarios a través de una operación de *underwriting*. La ganancia del intermediario suele ser un porcentaje de los recursos intermediados.

En el sistema de intermediación financiera indirecta (en adelante, “SIFI”), el intermediario capta los recursos de los superavitarios a través de diferentes mecanismos y los coloca en los deficitarios comúnmente bajo la forma de préstamos. Para captar recursos, los intermediarios suelen recurrir a la recepción de depósitos de los superavitarios, pero también pueden apelar a la emisión de instrumentos financieros.

La ganancia del intermediario en este caso suele ser el diferencial entre lo que recibe de los deficitarios y lo que paga a los superavitarios. Este tipo de intermediario es el que actúa en el “sistema financiero” al que se refiere la LSFS.

b. Otras fuentes de emisión de instrumentos

No obstante, el ámbito del financiamiento no es el único en el que se negocian instrumentos financieros. En efecto, los instrumentos financieros pueden surgir a partir de una operación distinta, generalmente de índole mercantil, como podría ser el caso de aquellos emitidos en el marco de una reorganización societaria, una toma de control empresarial, una operación comercial, etcétera; los que luego serían objeto de transacciones en el mercado secundario de instrumentos financieros. En este tipo de operaciones no aplica con propiedad la dualidad deficitario/superavitario.

Uno de dichos ámbitos, que destaca por su estrecha interrelación con el mercado del financiamiento, es el del mercado de los instrumentos denominados “derivados”, cuya función no es precisamente proveer de financiamiento a los deficitarios, sino atender a otras necesidades de los agentes económicos.

En efecto, un agente puede buscar mitigar un riesgo; por ejemplo, el futuro descenso en el precio de los bienes que produce o comercializa (como los metales), la subida en el tipo de interés cuando tiene pasivos a una tasa variable, o la devaluación de la moneda en que recibe sus pagos, entre otros. En estos casos, dichos agentes pueden recurrir a la celebración de contratos *forward*, futuros, opciones u otros, para reducir su exposición al riesgo.

Otros agentes, asimismo, pueden acudir a celebrar los mencionados contratos con otros objetivos más afines con la inversión en sí (especulación, arbitraje, etcétera).

2.2. Segmentos y tipos

a. Mercados primarios y mercados secundarios

El mercado de instrumentos financieros puede ser primario o secundario. Entenderemos por mercado primario al mercado donde se colocan instrumentos que salen por vez primera del ámbito de su emisor, sea porque se trata de una nueva emisión o porque se trata de valores de propia emisión que el emisor mantuvo en cartera. Cabe advertir que la Ley del Mercado de Valores (en adelante, "LMV") utiliza un concepto distinto, pues entiende como mercado primario únicamente a aquel en el que se negocian "nuevos" instrumentos.

Este es el segmento del mercado de instrumentos financieros que se desarrolla en el ámbito del sistema financiero, ya que su emisor (deficitario o intermediario del SIFI) coloca instrumentos de propia emisión para la captación de recursos de los superavitarios.

El mercado secundario de instrumentos financieros se refiere, en cambio, a la negociación de los instrumentos colocados en el mercado primario.

La regulación del mercado primario de instrumentos financieros, por sus potenciales efectos sobre el funcionamiento del sistema financiero, será el segmento en el que se centrará nuestro análisis.

b. Mercados públicos y privados

Para efectos del análisis que se realizará en adelante, es preciso destacar que los mercados primario y secundario de instrumentos financieros pueden caer dentro de la categoría de mercado público o privado. Ello dependerá de la forma como se ofrezcan los instrumentos financieros: estaremos en el primero cuando los instrumentos sean ofrecidos vía oferta pública, y en el segundo cuando se negocien a través de una oferta privada.

2.3. Importancia

Como hemos señalado, el funcionamiento del mercado de instrumentos financieros es importante por su vinculación con las operaciones de

financiamiento. Por ello, su funcionamiento eficiente beneficia el desarrollo del sistema financiero.

En particular, la importancia del mercado de instrumentos financieros para el sistema financiero consiste en lo siguiente: (i) en el SIFD, los instrumentos financieros son las herramientas a través de las cuales los recursos son canalizados de los superavitarios a los deficitarios (los primeros prefieren dichos instrumentos en la medida en que les interesa contar con una opción de salida de su inversión); (ii) en el SIFI, los instrumentos financieros sirven también de herramienta para que los intermediarios puedan captar recursos para colocarlos en los deficitarios; y, (iii) en el sistema financiero en su conjunto, la utilización de instrumentos financieros para la captación de recursos de los superavitarios incentiva la competencia entre los segmentos de dicho sistema, promoviendo su eficiencia.

Resulta evidente que en atención a su importancia para el funcionamiento del sistema financiero, la regulación del mercado de instrumentos financieros debería incentivar su eficiencia.

III. ANÁLISIS Y DIAGNÓSTICO DE LA REGULACIÓN DEL MERCADO (PRIMARIO) DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS Y DE SUS EFECTOS

3.1. Análisis

Por las razones señaladas, centraremos nuestro análisis en la regulación del mercado primario de instrumentos financieros que se desarrolla en el ámbito del sistema financiero.

Al respecto, observamos que dicho mercado no es regulado de manera orgánica y sistemática, al punto que, en algunos casos, una determinada operación con instrumentos financieros conlleva la aplicación simultánea de cuerpos legales con objetivos y organismos supervisores distintos.

A continuación se describe como se encuentran reguladas las dos vías principales para la obtención de financiamiento vía la utilización de instrumentos financieros: la oferta pública y la oferta privada.

3.1.1. Regulación del mercado (primario) de instrumentos financieros que son objeto de oferta pública

El mercado primario de instrumentos financieros que son objeto de oferta pública se encuentra regulado del modo siguiente:

a. Por el lado de la oferta

Las empresas o intermediarios del SIFI que deseen captar recursos a través de una colocación de instrumentos ofrecidos al público en general o a un segmento de éste, previamente a la oferta y siempre que dichos instrumentos consistan en valores mobiliarios, deben inscribir dichos valores mobiliarios en el Registro Público del Mercado de Valores de CONASEV (en adelante, "RPMV"), por aplicación de la LMV.

Cabe precisar que la diferencia entre los valores mobiliarios y los instrumentos financieros radicará, en nuestra opinión, en que los primeros son emitidos en forma masiva y son libremente negociables.

Asimismo, el concepto de segmento del público está asociado, de acuerdo a la regulación vigente, a aquellos inversionistas que no cuentan con los recursos o herramientas para analizar de manera adecuada las implicancias de adquirir dichos valores. Ello determina que requieran de la tutela del Estado, la que se manifiesta a través de la acción de CONASEV.

a.1. Régimen general

De conformidad con el régimen introducido por la Resolución CONASEV 141-98-EF/94.10, la inscripción del valor mobiliario en el RPMV implica esencialmente la preparación, sobre la base de los estándares mínimos establecidos por CONASEV, de información a ser puesta a disposición de los inversionistas, y la aplicación de un detallado régimen de responsabilidad por la veracidad, suficiencia y claridad de dicha información.

Adicionalmente, para efectos de dicha inscripción, se requiere contratar dos empresas clasificadoras de riesgo, un agente de intermediación autorizado por CONASEV y una entidad estructuradora.

Luego de la inscripción, el emisor queda sujeto a un régimen continuo de revelación periódica y eventual de información al mercado. La preparación de dicha información, referida principalmente a la situación legal, económica, financiera del emisor y los factores de riesgo internos o externos a éste, requiere de un importante esfuerzo, el cual se reduce en caso el emisor tenga un programa de emisiones y utilice el mecanismo de inscripción de valores denominado "trámite anticipado" (en oposición al denominado "trámite general", utilizado para emisiones individuales), que evita que se duplique la preparación y presentación de información cada

vez que se pretenda realizar una emisión en base al programa.

a.2. Régimen especial para "inversionistas acreditados"

Mediante Resolución CONASEV 041-2006-EF/94.10, se aprobó una reglamentación especial para aquellas ofertas públicas que se dirijan exclusivamente a los denominados "inversionistas acreditados", concepto que incluye a los inversionistas institucionales contemplados expresamente en la LMV, otras entidades y patrimonios autónomos señalados expresamente en la normativa, y a las personas naturales y jurídicas que acrediten cumplir ciertos requisitos patrimoniales y de calificación en base a su especialización o experiencia.

Los valores colocados mediante esta modalidad de oferta pública no podrán ser colocados a inversionistas distintos a los acreditados dentro del lapso de doce meses.

En el caso de este tipo de ofertas públicas, el régimen de preparación de información presenta dos diferencias principales con respecto al régimen general: la inscripción es automática y no se requerirá de dos clasificaciones de riesgo, sino de una. Además, la revisión de la documentación e información presentada será posterior. Esto último es importante, pues genera el riesgo de recibir observaciones de CONASEV cuando la operación ya fue llevada a cabo.

Puede observarse, entonces, que la diferencia entre el régimen de oferta pública dirigida a inversionistas acreditados y el de las ofertas públicas en general no radica en los costos, sino en el factor tiempo y en el factor riesgo.

Es interesante notar que, de acuerdo a cálculos no oficiales de CONASEV, el número de inversionistas que caerían dentro de la definición de inversionistas acreditados sería de alrededor de 110. Dichos inversionistas constituirían el 99% del total de inversionistas que intervienen en las ofertas públicas inscritas en CONASEV.

b. Por el lado de la demanda

Por el lado de la demanda, la realización de una colocación de instrumentos financieros a través de una oferta pública requiere, además, el cumplimiento de los requisitos que se establecen en la regulación especial que rige la inversión por parte de determinados tipos de inversionistas institucionales.

En efecto, ciertos tipos de inversionistas institucionales, como las AFP, los fondos mutuos, los fondos de inversión, las empresas de seguros, etcétera, se encuentran sujetos a regímenes especiales que establecen normas respecto a las características con las que deben contar los instrumentos que pueden adquirir y los requisitos que deben cumplirse para que pueda llevarse a cabo la colocación de dichos instrumentos en los mencionados inversionistas.

Si quisiéramos hacer un *ranking* respecto al grado de regulación que existe para las inversiones de estos inversionistas institucionales, podríamos decir que las AFP, con claridad, cuentan con la regulación más detallada.

Afortunadamente, casi todas las regulaciones especiales sobre inversiones de inversionistas institucionales coinciden en no requerir mayores requisitos adicionales cuando los instrumentos sean objeto de una oferta pública.

c. Régimen tributario

En caso que los instrumentos sean objeto de oferta pública, operará el siguiente régimen de exoneraciones:

c.1. Normas objetivas

c.1.1. Impuesto a la renta

De acuerdo con la Ley del Impuesto a la Renta (en adelante, "LIR"), los intereses, incrementos y/o reajustes de capital provenientes de valores mobiliarios emitidos por personas jurídicas constituidas en el país y colocados mediante oferta pública al amparo de la LMV, estarán exonerados hasta el 31 de diciembre de 2008.

La LIR también provee un tratamiento favorable en el supuesto de que dichos valores vayan a ser objeto de transferencia en el mercado secundario, pues dispone que la ganancia de capital producto de la enajenación de los valores inscritos en el RPMV estará exonerada hasta el 31 de diciembre de 2008, siempre que la transferencia sea efectuada a través de un mecanismo centralizado de negociación.

c.1.2. Impuesto general a las ventas

En cuanto al impuesto general a las ventas (en adelante, "IGV"), el régimen es también favorable, pues de conformidad con el numeral 7 del apéndice II de la Ley del Impuesto General a las Ventas (en adelante, "LIGV"), se encuentran exonerados del IGV hasta el 31 de diciembre de

2009, los intereses generados por valores mobiliarios emitidos mediante oferta pública por personas jurídicas constituidas o establecidas en el país, siempre que la emisión se efectúe al amparo de la LMV o la Ley de Fondos de Inversión (aprobada por Decreto Legislativo 862).

c.2. Normas subjetivas

En el caso de los fondos de pensiones administrados por las AFP, existe un régimen especial de inafectaciones que no rige en el caso de otros inversionistas institucionales y que resulta aplicable al margen de que se trate de una oferta pública o privada.

En efecto, de conformidad con el Texto Único Ordenado de la Ley del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones –aprobado por Decreto Supremo 054-97-EF– (en adelante, "LSPP"), se encuentran inafectos del impuesto a la renta, los dividendos, intereses, comisiones y las ganancias de capital percibidas por los fondos de pensiones, fondos complementarios y fondos de longevidad administrados por las AFP.

De acuerdo a la LSPP, dichos fondos y las operaciones que se realicen con cargo a estos se encuentran inafectos al pago de todo tributo creado o por crearse, inclusive de aquellos que requieren de norma exoneratoria expresa. Tales inafectaciones se extienden a las cuentas individuales de capitalización de quienes aportan al sistema de pensiones.

3.1.2. Regulación del mercado (primario) de instrumentos financieros materia de oferta privada

El mercado primario de instrumentos financieros emitidos mediante oferta privada se regula del modo que se explica seguidamente.

a. Por el lado de la oferta

Por el lado de la oferta, como regla general, las empresas o intermediarios del SIFI pueden ofrecer y emitir libremente sus instrumentos financieros, tengan o no la condición de valores mobiliarios. La LMV no resulta de aplicación en este caso por disposiciones contenidas en esa misma ley. Por ende, no se requiere la inscripción de los valores en el RPMV, la preparación de información en base a estándares elaborados por CONASEV, ni la participación de terceros agentes (agentes de intermediación, entidades estructuradoras o empresas clasificadoras de riesgo).

Sin embargo, existen dos supuestos de oferta privada que pueden quedar sujetos a la reglamentación por parte de CONASEV: (i) las ofertas de valores mobiliarios dirigidas a inversionistas institucionales a las que se quiera calificar como privadas (inciso a) del artículo 5 de la LMV), y las ofertas de valores mobiliarios, de valores nominales o de colocación por montos superiores a S/. 250,000, cifra de valor constante y que se actualiza anualmente al cierre de cada ejercicio en función al mecanismo establecido en la Primera Disposición Final de la LMV.

Estas ofertas no pueden ser efectuadas a través de medios masivos de difusión. Asimismo, en el caso del primero de los supuestos señalados, los valores no pueden ser transferidos a inversionistas no institucionales dentro del plazo de doce meses desde su adquisición.

En ese último supuesto, por ejemplo, CONASEV amplió, mediante la Resolución CONASEV 141-98-EF/94.10, para efectos de las ofertas privadas, el tipo de entidades y patrimonios autónomos considerados "inversionistas institucionales". La fórmula empleada es de algún modo similar a la que utiliza, el día de hoy, la reglamentación para la oferta pública dirigida exclusivamente a los inversionistas acreditados.

Sin perjuicio de lo anterior, si el emisor quiere colocar dichos valores privadamente en ciertos inversionistas institucionales, deberá cumplir con los requisitos que se señalan en el acápite siguiente.

b. Por el lado de la demanda

Por el lado de la demanda, como señalamos, resultan de aplicación los regímenes especiales establecidos para determinados tipos de inversionistas institucionales.

De lejos, la regulación más profusa establecida con relación a la adquisición de instrumentos de oferta privada por inversionistas institucionales es la dictada por la SBS en relación con las AFP.

En este supuesto, los instrumentos a colocar en las AFP deben cumplir con las características establecidas en la regulación aprobada por la SBS y con los siguientes requerimientos principales: deben ser inscritos en un registro de la SBS; debe prepararse un prospecto informativo o documento de venta; debe contarse con una clasificación de riesgo; debe contarse con un agente colocador y un agente estructurador registrados ante la SBS; debe registrarse el procedimiento de colocación,

entre otros. Luego de la inscripción, el emisor debe mantener actualizada la información central referida al instrumento colocado.

Al respecto, cabe señalar que recientemente la SBS flexibilizó y simplificó los requisitos para colocación de instrumentos nacionales y extranjeros a las AFP mediante la Resolución SBS 608-2007.

En el caso de las compañías de seguros, se debe cumplir con los requisitos establecidos en la normativa aplicable aprobada por la SBS para que dichos instrumentos puedan ser contabilizados como parte de las obligatorias reservas técnicas, patrimonio mínimo de solvencia y fondo de garantía. Llama la atención que dichos requerimientos no sean similares a los establecidos para las AFP, teniendo en cuenta que ambas cuentan con el mismo supervisor.

En cuanto a los fondos mutuos, se presenta una situación similar, ya que los instrumentos deben cumplir con ciertos requerimientos dictados por CONASEV para que puedan ser adquiridos por dichos fondos.

En el caso de los fondos de inversión, existe una situación un tanto particular, pues las regulaciones sobre inversiones establecidas en la normativa y el control de CONASEV únicamente les son aplicables a aquellos fondos cuyas cuotas sean colocadas por oferta pública.

Todo lo anterior genera que la colocación de instrumentos financieros por oferta privada en más de un inversionista institucional del tipo señalado requiera un esfuerzo importante, lo que se refleja en significativos costos transaccionales. Ello conlleva a que las colocaciones privadas se dirijan sólo a determinados inversionistas institucionales y no a todos, como sería lo económicamente eficiente.

c. Tratamiento tributario

En cuanto al tratamiento tributario, el tema es más complejo aún, pues éste adolece de falta de coherencia en diversos aspectos, lo que hace que, tributariamente, ésta no sea una opción atractiva, salvo que la colocación se efectúe exclusivamente a fondos de pensiones.

c.1. Normas objetivas

c.1.1. Impuesto a la renta

En efecto, de acuerdo con la LIR (en lo que parece haber sido originado por un error en la redacción

de la norma), en el caso de valores emitidos mediante oferta privada, los conceptos indicados en el acápite b. estarán exonerados del mencionado impuesto siempre que se cumplan, de manera conjunta, los dos supuestos de oferta privada contemplados en el artículo 5 de la LMV (mencionados en el acápite a. anterior); es decir, que la oferta sea dirigida exclusivamente a inversionistas institucionales y que el valor nominal o de colocación sea superior a determinado monto.

Al respecto, no encontramos razones por las que una oferta privada deba cumplir con los dos supuestos mencionados para alcanzar la exoneración. Si se busca exonerar a las ofertas privadas, bastaría con exigir que se cumpla con cualquiera de los supuestos.

En cuanto a la ganancia de capital producto de la enajenación de los valores adquiridos mediante oferta privada, la situación es aún más paradójica, debido a que se establece un supuesto de exoneración que es imposible de cumplir, al menos por un plazo de doce meses desde la última colocación.

Así, de acuerdo a la LIR, dicha ganancia estará exonerada siempre que el valor cumpla con encontrarse inscrito en el RPMV y que la transferencia sea efectuada a través de un mecanismo centralizado de negociación.

La transferencia en dicho mecanismo no será posible sino luego de cumplido el plazo señalado, ya que, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 4 de la Resolución CONASEV 41-2006-EF/94.10, la misma que aprueba la reglamentación para la oferta pública dirigida exclusivamente a inversionistas acreditados, el trámite de listado de valores, nacionales o extranjeros, colocados mediante oferta privada primaria, sólo será atendible luego de transcurridos doce meses desde la fecha de su última colocación. Se configuró así en la práctica una “zancadilla” del mecanismo de oferta pública de inversionistas acreditados al mecanismo de emisión de valores por oferta privada.

c.1.2. Impuesto general a las ventas

En cuanto al IGV, la situación es similar al caso de la exoneración del Impuesto a la Renta por las ganancias de capital, pues los intereses generados por los valores mobiliarios estarán exonerados del IGV hasta el 31 de diciembre de 2009, únicamente si los valores han sido adquiridos a través de algún mecanismo centralizado de negociación a los que

se refiere la LMV, lo cual constituye un imposible legal dentro del plazo de doce meses desde la última colocación.

c.2. Normas subjetivas

Las inafectaciones subjetivas a favor de las AFP se aplican también en este ámbito, por lo que existe el incentivo de que las ofertas privadas se dirijan a las AFP con exclusividad, en desmedro de otros inversionistas institucionales.

3.2. Diagnóstico

a. Incentivos tributarios

De la exposición anterior resulta claro que tributariamente existe el incentivo de efectuar ofertas públicas de valores mobiliarios u ofertas privadas dirigidas exclusivamente a las AFP.

b. Incentivos regulatorios

Desde el punto de vista regulatorio, el mecanismo de oferta pública parece ser el que impone mayores costos a las transacciones, no sólo por los requisitos que deben cumplirse antes de la oferta, sino por el régimen de revelación de información al que debe sujetarse el emisor con posterioridad a la misma.

El segundo mecanismo, en términos de mayores costos, parece ser el de oferta pública dirigida exclusivamente a inversionistas acreditados, pues los requisitos son prácticamente los mismos, salvo en la menor exigencia de clasificación de riesgo. Cabe señalar, asimismo, que este mecanismo tiene el riesgo de que la supervisión de CONASEV se efectúe con posterioridad a la emisión.

El tercer mecanismo de oferta privada dirigida a inversionistas institucionales también impone costos, no solamente por los requisitos aplicables para llevar a cabo la oferta a cada uno de los inversionistas para los cuales se ha establecido una regulación especial, como las AFP, fondos mutuos, fondos de pensiones, etcétera, los cuales, al menos en el caso de las AFP, se han reducido de manera importante últimamente; sino también por el hecho de tener que cumplir con distintos requisitos y distintos trámites ante distintos reguladores.

c. Conclusión

Considerando los factores anteriores podemos concluir que, tanto desde punto de vista tributario como regulatorio, el mecanismo de oferta privada

dirigida exclusivamente a las AFP es más conveniente que una oferta privada que incluya a otros tipos de inversionistas institucionales, dado que únicamente la oferta a las AFP gozará del beneficio tributario descrito, y porque dirigir la oferta a otros inversionistas institucionales regulados importa mayores costos regulatorios.

Por ende, si se quiere llegar a otros inversionistas institucionales, se tendrá que optar por el mecanismo de oferta pública para que las adquisiciones de dichos inversionistas puedan gozar de beneficios tributarios y, de paso, se deba cumplir (en términos prácticos) con un solo cuerpo regulatorio y no varios.

Este último resultado es ineficiente, porque si lo que se quería era hacer una colocación dirigida no sólo a las AFP, sino a otros inversionistas institucionales y experimentados, lo que constituye para nosotros el mecanismo más eficiente, lo lógico era que esa operación pueda hacerse manteniendo los beneficios tributarios y teniendo bajos costos regulatorios (por ejemplo no sobrerregulación, no aplicación de cuerpos legales distintos, no supervisión por organismos reguladores distintos, etcétera).

El razonamiento anterior alimenta nuestra propuesta, que describimos en el acápite que sigue.

IV. PROPUESTA DE REFORMA

Cabe preguntarse si los tipos de operaciones que incentiva la regulación son los más convenientes para el desarrollo del sistema financiero. Desde nuestro de punto de vista no lo son.

Creemos que lo que debe primar es la utilización de aquellos mecanismos que: (i) incentiven el mayor volumen de recursos canalizados; (ii) reduzcan los costos de transacción que no tengan una utilidad práctica, y; (iii) logren que dichos recursos sean canalizados eficientemente.

Tomando en cuenta el análisis anterior, por las razones que incluimos seguidamente, consideramos que el mecanismo que cumpliría mejor dicho propósito en nuestro mercado, en la mayoría de casos y considerando las características del mismo, es el que cuente con los siguientes elementos:

- Los inversionistas institucionales, experimentados y especializados (el mayor número de ellos) intervienen de manera directa en la adquisición. Los demás

inversionistas intervienen a través de aquellos inversionistas institucionales que constituyan esquemas colectivos de inversión, como los fondos mutuos y las AFP;

- Las propias partes (emisores e inversionistas), y no la regulación, determinan los mejores mecanismos para asegurar que los inversionistas se encuentren en condiciones de adoptar una decisión informada de inversión. Esto incluye a los mecanismos de entrega de información *ex ante* y *ex post* a la colocación; y,
- Se recomienda, además, que sea aplicable en este caso el régimen de responsabilidad civil establecido en la LMV, así como el fortalecimiento de los mecanismos para hacerla valer. No se descarta la aplicación de otros mecanismos de desincentivo a conductas dañosas para el sistema como la posibilidad de sanciones administrativas.

En la medida en que ni la oferta pública ni la oferta privada dirigida exclusivamente a las AFP tiene las características señaladas, siendo que son precisamente dichos tipos de ofertas las que incentivan la regulación actual, creemos que dicha regulación no está contribuyendo al desarrollo del mercado primario de instrumentos financieros y, por ende, no permite la eficiencia en el sistema financiero.

Consideramos que las transacciones con las características anotadas son las que mejor sirven al funcionamiento eficiente del sistema financiero como instrumento de canalización de recursos por las razones siguientes:

- El 99% de los inversionistas que intervienen en dicho mercado son inversionistas institucionales, especializados o experimentados.

Por ende, dichos inversionistas saben que no deben invertir a menos que cuenten con información suficiente. Dichos inversionistas saben cuidar sus propios intereses y no requieren de la tutela del Estado.

- El poder de negociación de los inversionistas institucionales es significativo, por lo que el flujo de información desde el emisor se ve bastante favorecido por ello.

- Los inversionistas que no tienen las características propias de los inversionistas institucionales, experimentados o especializados, como demuestra la

observación de la realidad, no suelen participar directamente en dicho mercado por no contar con los recursos económicos o técnicos suficientes o por otros factores análogos; en pocas palabras, porque no es eficiente.

Dichos inversionistas intervienen en el mercado de instrumentos financieros a través de mecanismos colectivos de inversión, como los fondos de pensiones o los fondos mutuos, lo cual resulta más eficiente en la medida en que pueden incurrir en menores costos de transacción para invertir en forma diversificada, reduciendo el riesgo de su inversión.

- El número de inversionistas que intervienen en el mercado primario de instrumentos financieros suele llegar a un máximo de alrededor de 110 (como hemos visto para el caso de ofertas públicas).

Dicho número no es significativo, por lo que los costos transaccionales para que inversionistas y emisores negocien las mejores condiciones para llevar a cabo la transacción tampoco tendrían por qué serlo. En consecuencia, las propias partes, y no la regulación, están en mejor posición de establecer las mejores condiciones para ambas.

- Los costos transaccionales de las operaciones con dichas características serían menores, por lo que se realizarían un mayor número de transacciones y, por tanto, un mayor número de recursos serían canalizados.

Lo anterior es importante ya que permitiría que el propio mercado encuentre vías idóneas para permitir el acceso de nuevos emisores a este mecanismo de financiamiento.

- La eficiencia en la asignación de recursos vendría dada por el tipo de inversionistas que participarían de manera directa en estas operaciones. No debe perderse de vista que quienes mejor conocen qué requisitos deben cumplirse para estar en condiciones adecuadas de realizar una inversión son aquellos que precisamente respaldarán dicha decisión con la entrega de recursos.

4.1. ¿Cuál es la mejor forma de permitir que este “mejor” mecanismo se desarrolle?

La respuesta a la interrogante anterior no es única. Existen por lo menos dos formas para lograr que las operaciones con las características que hemos señalado como idóneas para el desarrollo del mercado se desarrollen: (i) reestructurar la legislación aplicable a las ofertas privadas, o; (ii) flexibilizar la regulación para ofertas públicas dirigidas exclusivamente a inversionistas acreditados.

En cualquier de los dos casos, creemos que en la medida en que el mercado de instrumentos financieros se encuentre sujeto a la supervisión y control de dos organismos públicos distintos, es recomendable que, al menos, se institucionalice un ámbito de coordinación entre aquellos, de modo que la legislación que dicten siga un mismo diseño integral y no genere los costos de transacción injustificados que resten eficiencia a dicho mercado y, por ende, al sistema financiero.

4.1.1. El esquema de las ofertas privadas

En caso optemos por la primera alternativa, más pura desde el punto de vista conceptual, lo que debería hacerse, en primer término, es lograr que las normas tributarias sean neutrales en cuanto al tratamiento de las ofertas públicas y las ofertas privadas –lo que no ocurre actualmente– pues, como hemos señalado, se incentivan las ofertas públicas por sobre las privadas, salvo que éstas sean dirigidas exclusivamente a una AFP².

Por ello, el régimen de exoneración tributaria para la colocación y transferencia de valores existente para las ofertas privadas debería ser equivalente al que exista para las ofertas públicas.

Como cuestión práctica, y teniendo en cuenta que no toda oferta primaria de instrumentos financieros constituye una operación de financiamiento, proponemos que dicho tratamiento se limite a la colocación y negociación de instrumentos financieros por oferta privada a inversionistas acreditados. Para ello, no debe resultar exigible que el valor nominal o de colocación de los instrumentos esté por encima de determinada cifra, ya que eso resta liquidez al mercado secundario de dichos valores sin que existan razones para dicha restricción.

² Debe notarse, asimismo, que el tratamiento de ambos tipos de oferta debe además ser neutral respecto a mecanismos de financiamiento distintos al de emisión de instrumentos financieros, como los utilizados por los intermediarios del SIFI.

Nótese que la Resolución CONASEV 141-98-EF/94.10 intentó un camino análogo al anterior al expandir la categoría de inversionistas que podían ser considerados como inversionistas institucionales, entre los que se incluyó a gran parte de los inversionistas que hoy caen bajo la calificación de acreditados. No obstante, la iniciativa no estuvo acompañada de un adecuado tratamiento tributario. Posteriormente, la existencia de regulación especial que se debe cumplir para la colocación privada de instrumentos en determinados inversionistas institucionales terminó por hacer inviable esta figura.

De otro lado, como se indicó, en principio la regulación no debe establecer los requisitos de documentación e información que deben cumplirse para llevar a cabo una colocación privada, como ocurre en el caso de que los instrumentos se coloquen en determinados inversionistas institucionales. Debe resaltarse, sin embargo, que en estos supuestos el problema actual no viene tanto por el lado de los requisitos que impone la regulación, sino por la diversidad de regulaciones y trámites aplicables ante distintos organismos públicos.

En este caso, proponemos que si los organismos reguladores consideran que es necesario establecer requisitos para la colocación privada, estos establezcan un solo set de requisitos y procedimientos que deban cumplirse para la colocación a todos los inversionistas cuyas inversiones supervisan. Dichos requisitos deben ser los mínimos, de modo que sea el propio mercado el que encuentre la práctica más adecuada en términos de revelación de información para este tipo de operaciones.

No se pierda de vista que es importante hacer extensible el régimen de responsabilidad civil existente en la LMV y desarrollado por la reglamentación emitida por CONASEV, a este tipo de ofertas privadas.

4.1.2. El esquema de las ofertas públicas dirigidas exclusivamente a inversionistas institucionales

Otra alternativa, quizá más sencilla desde el punto de vista práctico, es la segunda de las mencionadas, consistente en que el régimen de ofertas públicas dirigidas exclusivamente a inversionistas institucionales contemple la eliminación o reducción significativa de los requisitos que exige, que son los mismos que los establecidos para las ofertas públicas en general. Dichos requisitos no se justifican tomando en

cuenta el tipo de inversionistas a los que van dirigidas tales ofertas.

En este caso el resultado sería el mismo: tratamiento tributario no desventajoso y reducción de costos en el mecanismo de financiamiento.

4.2. ¿Qué ocurrirá con la regulación para las ofertas públicas?

Las normas de oferta pública que siguen el *standard* general para este tipo de ofertas mantendrán su vigencia, ya que, eventualmente, se han realizado en el Perú y se realizarán en el futuro operaciones que involucren, o requieran involucrar, un ámbito mayor de los inversionistas acreditados (al público en general o a un número significativo de inversionistas distintos de los acreditados), como es el caso de ciertas ofertas de intercambio que hemos visto en el pasado. En tales supuestos se justifica la aplicación del régimen que dichas normas establecen.

En realidad qué suceda con determinada regulación no debería ser algo que nos deba preocupar, ya que lo único que interesa es que la normativa cumpla los objetivos económicos que subyacen a ella en beneficio de la sociedad. En este caso la normativa debe incentivar el funcionamiento del mercado primario de instrumentos financieros como instrumento de canalización de recursos en nuestra economía. La reforma está pendiente.

V. CONCLUSIONES

- La tendencia última en la regulación del mercado de instrumentos financieros consiste en flexibilizar los requerimientos regulatorios en el caso de ofertas dirigidas a inversionistas institucionales, experimentados o especializados.
- Dicha tendencia es un cambio en sentido correcto, pero se desarrolla dentro de una estrategia integral que busque el funcionamiento eficiente del mercado de productos financieros en su conjunto y, por ende, redunde en un beneficio del sistema financiero y de la economía.

La regulación actual del mercado de instrumentos financieros está compuesta por una serie de normas que no han sido desarrolladas desde una visión integral y que son dictadas y administradas por organismos reguladores distintos.

- A partir del análisis de los costos regulatorios y los costos tributarios que impone la legislación aplicable al mercado de instrumentos financieros, concluimos que existen incentivos para hacer ofertas públicas y ofertas privadas dirigidas exclusivamente a las AFP.
- No obstante, consideramos que de acuerdo con las características de nuestro mercado, el sistema más eficiente es el de las ofertas de valores dirigidas a inversionistas institucionales, experimentados y especializados en las que no se deban cumplir requisitos de revelación de información que vengan impuestos por la regulación, sino únicamente aquellos que la propias partes consideren convenientes y en las que los inversionistas con características distintas participen indirectamente a través de los inversionistas institucionales que constituyan esquemas colectivos de inversión, como los fondos mutuos y los fondos de pensiones.

A este mecanismo debe resultar aplicable el régimen de responsabilidad que existe para el caso de las ofertas públicas en la LMV. Asimismo, los mecanismos para hacer valer dicha responsabilidad deberían ser fortalecidos. No se descarta la aplicación de otros mecanismos de desincentivo a conductas dañosas del sistema.
- Dicho sistema, que resulta el más eficiente para nuestro mercado, sin embargo, no se desarrolla por los costos regulatorios y tributarios existentes.
- Existen dos alternativas para solucionar el problema mencionado: el introducir cambios en la regulación aplicable a las ofertas privadas, o flexibilizar y reducir costos al mecanismo de oferta pública dirigida exclusivamente a inversionistas acreditados.

En ambos casos, los costos de transacción serán menores en beneficio de los actuales participantes en el mercado y de aquellos que no pueden intervenir precisamente por la existencia de dichos costos.
- En cualquier caso, deberían establecerse mecanismos de coordinación entre los organismos públicos que dictan normas en relación con el mercado de instrumentos financieros, de modo que dichas normas se enmarquen en una estrategia integral que maximice el funcionamiento eficiente del sistema financiero.
- Las normas actuales de oferta pública seguirán vigentes, pero se aplicarán en aquellas circunstancias en la que resultan eficientes y justificadas, esto es, cuando sean ofertas dirigidas al público en general o un número significativo de inversionistas no institucionales, experimentados o acreditados.
- Queda claro entonces que se requiere dictar una regulación integral, que incluya los aspectos tributarios y que elimine las trabas que impidan un funcionamiento más eficiente del mercado primario de instrumentos financieros en beneficio de la economía nacional.

CUOTAS PARTICIPATIVAS DE CAJAS DE AHORRO ESPAÑOLAS: UN NUEVO (Y NONATO) INSTRUMENTO FINANCIERO

Salvador Sánchez-Terán Sánchez-Arjona*

Eva Ferrada Lavall**

En el Perú, las cajas de ahorro han adquirido la importancia que merecen a inicios del siglo XXI. No obstante, la experiencia europea en el funcionamiento de estas instituciones se remonta a la década de los ochenta.

El presente artículo, de forma sumamente completa, desarrolla claramente una serie de temas relevantes acerca de la evolución de las cajas de ahorro, tales como su surgimiento, su relación y competencia con los bancos, sus particularidades y su financiamiento, adentrándose especialmente en un nuevo instrumento financiero denominado cuotas participativas. Además, con una finalidad práctica, los autores explican los supuestos, trámites y fórmulas aplicables a cada tema específico.

Así, en las líneas que siguen se aprecia el análisis exhaustivo de una figura innovadora en Europa y que, evidentemente, traerá repercusiones en nuestro país, tan emparentado con la tradición jurídica española.

* Licenciado en Derecho, Economía y en Administración y Dirección de Empresas en la Universidad Pontificia Comillas (Madrid). Master en Derecho Fiscal en el Centro de Estudios Tributarios y Económicos. Especialista en temas de Derecho societario, Derecho financiero, Derecho bancario y del Mercado de Valores. Socio del Uría Menéndez Abogados.

** Master en Asesoría Jurídica de Empresas. Asociada principal del Uría & Menéndez Abogados.

I. LAS CAJAS DE AHORRO EN SU LABERINTO: CRECIMIENTO Y CORE CAPITAL

A) Las cajas de ahorro y los problemas del éxito: crecimiento y necesidad de core capital

Las cajas de ahorro españolas son unas entidades de crédito de naturaleza fundacional que, creadas en su mayoría a finales del siglo XIX y primeras décadas del siglo XX, han demostrado una extraordinaria capacidad de adaptación y de competencia con el sistema bancario, al punto de representar actualmente algo más del 50% del mercado crediticio en nuestro país.

En efecto, a lo largo del siglo XX, y muy en particular a partir de la liberalización del sistema financiero en la década de los años 70, las cajas de ahorro han sabido competir eficientemente con los bancos, consiguiendo, gracias a la calidad del servicio y al fuerte arraigo local, unas elevadas tasas de fidelización de su clientela.

Visto en perspectiva, no pueden sorprender las inmensas dificultades que la banca extranjera ha encontrado en el desarrollo de su actividad minorista en España, emparejados entre unos bancos españoles, enormemente dinámicos y agresivos comercialmente, y unas cajas de ahorro, como decimos, con gran capacidad de preservación de su clientela local.

A ello hay que añadir que entre las cajas de ahorro, las mayores han llevado a cabo, en los últimos veinticinco años, una agresiva y exitosa expansión fuera de sus regiones de origen. Y para financiar todo ese crecimiento, las cajas de ahorro necesitan recursos propios.

Pues bien, por su carácter fundacional, las cajas de ahorro no tienen accionistas, carecen de dueños en sentido estricto y ello conlleva que no pueden acceder a los mercados de capitales para obtener en ellos "*equity*", si se nos permite utilizar el término inglés. Las cajas de ahorro deben destinar por ley una parte de su beneficio a Obra Benéfico-Social (en adelante, OBS); esto es, proyectos sociales, culturales y asistenciales de honda repercusión en la zona de influencia de cada caja de ahorro, lo que sin duda, contribuye a reforzar los lazos de la entidad con su clientela. La parte del beneficio después de impuestos que no se destina a OBS queda como reservas de la caja con el consiguiente aumento de los recursos propios básicos. Es interesante constatar como el porcentaje de los beneficios, antes de impuestos destinados a la dotación de la obra benéfico-social, ha ido reduciéndose paulatinamente, pasando de

un 37,28% en 1980 a un 19,94% en 1999, con una leve recuperación en los primeros años del siglo XXI. Esta caída en la atribución a la OBS compensa el aumento en la parte del beneficio que se destina a pagar impuestos (alrededor del 22% en media sectorial) y permite que la dotación de reservas se nutra con un porcentaje de entre el 50% y el 60% del beneficio antes de impuestos de las cajas de ahorro como mecanismo esencial para reforzar la solvencia de estas entidades.

B) Las experiencias italiana y noruega

A finales de los años 80 y primeros años 90 del siglo pasado, las cajas de ahorro y, en general, el sistema financiero y los partidos políticos españoles observaron con atención las diversas formas de afrontar el problema de la necesidad de recursos propios de las cajas de ahorro en diversos países de nuestro entorno, y muy en particular, en Italia y Noruega.

En Italia, el sector de las cajas de ahorros tenía una gran similitud con el español, que se materializaba en aspectos tales como un origen histórico parecido, una configuración jurídica similar y un número y tamaño de entidades muy próximos. Pues bien, en Italia se abordó un proceso de "privatización" de las cajas de ahorro, cuyo instrumento jurídico esencial fue la Ley 218/1990, del 30 de julio, sobre disposiciones en materia de reestructuración e integración patrimonial de los institutos de derecho público, popularmente conocida como Ley Amato, completada por los Decretos Legislativos 356/1990, 357/1990 y 358/1990, del 20 de noviembre.

Este conjunto normativo impuso la segregación de los dos ámbitos de actividad de las cajas de ahorro italianas. Por una parte, la actividad financiera sería ejercida por una entidad con estatutos de banco, es decir, por una sociedad anónima. Por otra parte, la actividad benéfico-social correspondería a una fundación (caja fundación), que inicialmente sería la propietaria de las acciones del banco y cuyo objeto principal sería precisamente administrar, en el más amplio sentido de la palabra, dichas acciones, incluyendo la posibilidad de venderlas a terceros o de llevar a cabo una fusión con otra entidad bancaria, fuese o no caja de ahorros. Lo que ocurrió posteriormente ya es historia. La llamada Directiva Dini, Decreto del Ministerio del Tesoro del 18 de noviembre de 1994, impuso las primeras obligaciones de desinversión por parte de las cajas fundación de sus participaciones en los bancos resultantes de aquella segregación. Unos años después, otro bloque normativo (Decreto

Legislativo 153/1999 en desarrollo de la Ley 461/1998) completó la separación de las cajas fundaciones y los bancos anteriormente participados por ellas, prohibiendo e incluso imponiendo la reducción obligatoria de las participaciones mayoritarias por parte de las cajas fundación en sus respectivos bancos.

El resultado final del proceso ha sido la desaparición de las cajas de ahorro como entidades de crédito en Italia, al menos en su configuración jurídica tradicional.

En claro contraste con lo ocurrido en Italia; en Noruega, el sector de las cajas de ahorro ha conservado en lo sustancial el modelo tradicional de caja, si bien a la vez lo ha ampliado para incorporar unos títulos novedosos, los certificados de capital primario, en los que claramente se inspira la figura de las cuotas participativas españolas. Es importante advertir que, a diferencia de las cuotas participativas, los certificados de capital primario de las cajas de ahorro noruegas cuentan con ciertos derechos políticos. Al igual que las cuotas participativas, son valores negociables en bolsa. Gracias a esta innovación, las cajas noruegas cuentan actualmente con un adecuado nivel de capitalización en términos agregados.

C) Las cuotas participativas como acciones "sin voto" de las cajas de ahorro españolas

Ante la ausencia de capital social, las cajas de ahorro han venido financiando el fuerte crecimiento de los últimos 25 años recurriendo a la emisión de deuda subordinada que constituye recursos propios de segunda categoría (TIER II), teniendo determinados límites, y en los últimos años, mediante la emisión de participaciones preferentes que son unos valores híbridos que bajo ciertos requisitos computan como recursos propios básicos de primera categoría (TIER I) con el límite del 30% de los recursos propios básicos del grupo de la entidad de crédito. En definitiva, tanto la deuda subordinada como las participaciones preferentes constituyen fuentes de captación de recursos propios para las cajas de ahorro, pero con una limitación cuantitativa. Cuando el crecimiento del negocio crediticio desborda el alcance de esa limitación cuantitativa, se hace obvia la necesidad de contar con formas alternativas de generar recursos propios que computen como TIER I para las cajas de ahorro.

Y ante esa apremiante necesidad, e inspirada en los certificados emitidos por las cajas de ahorro noruegas, se introdujo en el ordenamiento jurídico español la figura de las cuotas

participativas, en primer lugar mediante la reforma del artículo 7 de la Ley 13/1985 y, posteriormente, y con mayor desarrollo, por el Real Decreto 664/1990, del 25 de mayo, sobre cuotas participativas de las cajas de ahorro. La realidad es que este nuevo instrumento financiero constituyó, y todavía constituye, un rotundo fracaso habida cuenta de que ni una sola de las cajas de ahorro españolas ha realizado hasta el momento ninguna emisión de cuotas participativas, con la única excepción, que confirma la regla, de una emisión realizada en su día por la Confederación Española de Cajas de Ahorro (CECA) y suscrita íntegramente por sus miembros, esto es, por las propias cajas de ahorro.

Los motivos de este fracaso son varios: por una parte, la complejidad, elevado coste y rigidez de aquel primer marco normativo de las cuotas, frente a la flexibilidad y menor coste de emisiones de deuda subordinada y de participaciones preferentes. De otro lado, han pesado significativamente las resistencias que gran parte del sector de las cajas de ahorro y de la clase política han tenido siempre hacia unos valores que, pese a carecer de derechos políticos, han sido percibidos como un posible caballo de Troya para la privatización de estas entidades.

Pero no es menos cierto que el desarrollo de este nuevo instrumento financiero conllevaría muy relevantes aspectos positivos para las cajas de ahorro y, en particular, los siguientes:

- Financiación de un crecimiento solvente.
- Nuevas posibilidades de fidelización de los clientes.
- Sometimiento de la gestión y valoración de las cajas al escrutinio de los mercados.

Presumimos que con esto en mente, el gobierno modificó el régimen de las cuotas participativas mediante Real Decreto 302/2004, del 20 de febrero, sobre cuotas participativas de las cajas de ahorro que contiene el actual marco normativo de este, todavía nonato, instrumento financiero y que analizaremos a continuación.

II. CONFIGURACIÓN NORMATIVA DE LAS CUOTAS PARTICIPATIVAS

1. Características principales de las cuotas participativas

Las cuotas participativas son valores negociables que únicamente pueden ser emitidos directamente por las cajas de ahorros y que presentan las siguientes características básicas:

- A) Computan como recursos propios básicos del grupo de la caja emisora y sus fondos se aplican a compensar pérdidas de la caja en la misma proporción que su fondo fundacional y sus reservas.
- B) Únicamente pueden ser desembolsadas mediante aportaciones dinerarias que deben quedar íntegramente realizadas en el momento de su suscripción, por lo que no se permite la figura de los “dividendos pasivos” característica de las acciones.
- C) Pueden emitirse cuotas participativas de distinta clase y serie, correspondiendo a todas las de la misma clase los mismos derechos.
- D) Tienen duración indefinida, si bien se admite su amortización en determinados supuestos analizados más adelante.
- E) Son valores nominativos que se representarán necesariamente mediante anotaciones en cuenta y deberán cotizar en las Bolsas de Valores o, en otros mercados o sistemas organizados de negociación, tanto españoles cuanto extranjeros, en los que esté autorizada la admisión a negociación de valores de renta variable.
- F) El volumen de cuotas participativas de una caja de ahorros en circulación no podrá exceder el 50% del patrimonio de la caja, entendiéndose por “patrimonio” la suma de su fondo fundacional, las reservas generales de la caja y el fondo para riesgos bancarios generales.
- G) Por tratarse de valores negociables, su oferta pública, de venta o suscripción, y su admisión a negociación en un mercado secundario oficial español estará sujeta al régimen previsto en la Ley 24/1988, del 28 de julio, del Mercado de Valores y normativa de desarrollo, por lo que podrá ser necesario, en su caso, la publicación de un folleto informativo, entre otros requisitos.
- H) La emisión de cuotas participativas debe inscribirse en el Registro Mercantil. Aunque no se establece expresamente, nos parece que la inscripción debe realizarse una vez ejecutada la emisión, es decir, una vez han sido suscritos y desembolsados los valores y el órgano de administración ha dado por cerrada la emisión, de forma similar a lo que sucede en la inscripción del aumento de capital en el caso de las sociedades de capital.

2. Fondos creados en la emisión de cuotas participativas

Como consecuencia de la emisión de cuotas participativas, se crearán los siguientes tres fondos o partidas contables que integrarán el pasivo de la caja emisora, y cuya comprensión es fundamental para entender el funcionamiento jurídico y económico de las cuotas:

- A) **Fondo de Participación**, que es igual a la suma del valor nominal de las cuotas participativas emitidas. Este Fondo sólo podrá ser distribuido entre los cuotapartícipes en el momento de la amortización de las cuotas o de liquidación de la caja.
- B) **Fondo de Reservas de los Cuotapartícipes**, integrado por (i) el porcentaje del excedente de libre disposición de la caja emisora correspondiente a las cuotas participativas (“Excedente de las Cuotas”, tal y como se define más adelante) que no sea destinado al Fondo de Estabilización ni sea distribuido efectivamente a los cuotapartícipes y, (ii) un porcentaje del importe de la prima de emisión de las cuotas (infra, apartado 4.3).

Este Fondo podrá distribuirse entre los cuotapartícipes en cualquier momento, previa autorización del Banco de España y, en caso de existir, previa aprobación del sindicato de cuotapartícipes.
- C) **Fondo de Estabilización**, que se dota con el porcentaje del excedente de las cuotas que cada año decida la asamblea general de la caja emisora y cuyos recursos pueden ser distribuidos entre los cuotapartícipes para evitar las fluctuaciones excesivas en la retribución de las cuotas participativas. La creación de este fondo es optativa para la caja.

Aunque no lo haya previsto expresamente, el Real Decreto 302/2004 parece dar a entender que cada emisión de cuotas participativas tendrá sus propios fondos diferenciados de los de otras emisiones de este tipo de valores.

Tanto el Fondo de Participación cuanto el Fondo de Reservas de los Cuotapartícipes, pero no el Fondo de Estabilización, computan como recursos propios de primera categoría del grupo de la caja emisora.

Estos tres fondos pertenecen a los titulares de las cuotas y son independientes de las demás partidas

del pasivo de la caja, es decir, no es posible pasar recursos de los fondos de las cuotas a las reservas generales, fondo fundacional o demás partidas del pasivo de las cajas y, en sentido inverso, tampoco es posible dotar los fondos de las cuotas con cargo a ninguna otra partida de la caja. Esta regla de total independencia de los fondos de las cuotas participativas y demás partidas del pasivo de las cajas tiene, no obstante, las siguientes dos excepciones:

- (i) De un lado, esos fondos (incluyendo el de estabilización cuando exista) han de aplicarse a la compensación de pérdidas en la misma proporción y orden que el fondo fundacional y las reservas de la caja (artículo 8.2 del Real Decreto 302/2004) de acuerdo con las reglas que se indican a continuación. En primer término, cuando la compensación se realice con cargo a reservas, las pérdidas imputables a los cotaparticipes se compensarán, en primer lugar, con cargo al Fondo de Estabilización, en su caso, y a continuación con cargo al Fondo de Reservas de los Cotaparticipes. En segundo lugar, las pérdidas atribuibles a los cotaparticipes se compensarán con cargo al Fondo de Participación en la misma proporción que las restantes lo sean con cargo a los fondos fundacionales de la caja. Finalmente, cuando por el importe de las pérdidas compensables no fuera necesario efectuar compensaciones con cargo a fondos fundacionales de la caja y, sin embargo, la suma del Fondo de Estabilización, en su caso, y el Fondo de Reservas de los Cotaparticipes no fuera suficiente para compensar las imputables a los cotaparticipes, la diferencia se compensará con cargo al Fondo de Participación.
- (ii) De otro lado, conforme a lo dispuesto en el artículo 14.1 del Real Decreto 302/2004, las modificaciones en el valor contable de activos, pasivos o compromisos de la caja emisora que tengan como contrapartida cuentas de reserva, se imputarán proporcionalmente al Fondo de Reservas de los Cotaparticipes y a las reservas generales.

3. Derechos de las cuotas participativas

3.1. Derechos económicos

Las cuotas participativas otorgan a sus titulares los siguientes derechos económicos:

- A) Participación en el reparto del excedente de libre disposición de la caja

- A.1) Determinación de la parte del excedente de libre disposición de la caja correspondiente a las cuotas

Los cotaparticipes tendrán derecho a participar en el excedente de libre disposición de la caja (diferencia entre el beneficio bruto y la previsión para impuestos) en la proporción que resulte de aplicar la siguiente fórmula:

$$EC = \frac{VCC}{P + VCC}$$

donde:

- EC = "Excedente de las Cuotas" o porcentaje de los excedentes de libre disposición correspondiente a las cuotas participativas cada año.
- VCC = Volumen de cuotas en circulación, que es igual a la suma del Fondo de Participación, del Fondo de Reservas de los Cotaparticipes y del Fondo de Estabilización de las emisiones de las cuotas participativas en circulación.
- P = Patrimonio de la caja que se corresponde con el Fondo Fundacional, las reservas generales de la caja y el Fondo para riesgos generales de la caja.

- A.2) Reparto del Excedente de las Cuotas

Determinado el Excedente de las Cuotas con arreglo a esta fórmula, la asamblea general de la caja aprobará cada año, sujeto a las limitaciones que más adelante se indican, su distribución entre los siguientes tres destinos:

- (i) Cantidades para ser pagadas efectivamente a los cotaparticipes, ya sea con cargo al Excedente de las Cuotas o, en su caso, al Fondo de Estabilización (la "Retribución Efectiva").
- (ii) Dotación para el Fondo de Reservas de los Cotaparticipes.
- (iii) Dotación para el Fondo de Estabilización.

- A.3) Retribución líquida

En cuanto a la Retribución Efectiva, la Ley 13/1985 prevé expresamente el derecho de los cotaparticipes a la "percepción de una retribución de carácter variable" con cargo al Excedente de las Cuotas o, en caso de existir, al Fondo de Estabilización. Es decir, el legislador parece haber

previsto una especie de "dividendo" obligatorio en favor de los cuotapartícipes (sujeto a algunos límites) a modo de compensación por la ausencia de derechos políticos (de forma similar a lo que ocurre con las acciones sin voto de las sociedades anónimas).

Además de esta Retribución Efectiva con cargo al Excedente de las Cuotas o al Fondo de Estabilización, el Real Decreto 302/2004 prevé dos supuestos adicionales de retribución líquida en favor de los cuotapartícipes:

- (i) Una retribución con cargo al Fondo de Reservas de los Cuotapartícipes, que la caja podrá acordar en cualquier momento, previa autorización del Banco de España y previa aprobación, en caso de existir, del sindicato de cuotapartícipes.
- (ii) Una distribución de cantidades a cuenta de la Retribución Efectiva, que guarda notoria similitud con la prevista en la Ley de Sociedades Anónimas para la distribución de dividendos a cuenta y se halla sometida a requisitos también muy semejantes. Esta distribución a cuenta puede ser acordada por la asamblea general o por el consejo de administración de la caja, requiere la formulación por este último órgano de un estado contable acreditando que existe liquidez suficiente para la distribución que deberá ser incluido en la memoria de la caja, y la cantidad a distribuir no podrá exceder de los resultados obtenidos desde el fin del último ejercicio imputables a los cuotapartícipes, deducidas las pérdidas de ejercicios anteriores, las cantidades con las que deban dotarse las reservas obligatorias –a pesar de que estas reservas se dotan con el resultado del ejercicio una vez deducido el Excedente de las Cuotas– y la estimación de impuestos sobre dichos resultados.

A.4) Límites al reparto del Excedente de las Cuotas

En todo caso, la distribución por la asamblea general del Excedente de las Cuotas entre los tres destinos indicados en el apartado A.2) anterior, se halla sujeta a varias limitaciones:

- a) De acuerdo con la Ley 13/1985, la asamblea general deberá "tener en cuenta el coeficiente de solvencia a la hora de realizar tal distribución (del Excedente de las Cuotas)". Ni la Ley 13/1985 ni el Real Decreto 302/2004 concretan los criterios a los que deberá

ceñirse la caja para el cumplimiento de esta previsión. Por ello, debe entenderse que en cada distribución del Excedente de las Cuotas la asamblea habrá de justificar el cumplimiento de este criterio.

- b) La Ley 13/1985 dispone que, cuando en un año la caja de ahorros emisora, o su grupo consolidado, presente un déficit de recursos propios sobre el mínimo legalmente exigido, el 100% del Excedente de las Cuotas se destinará al Fondo de Reservas de los Cuotapartícipes. En estos casos, la aprobación por la asamblea general de una Retribución Efectiva con cargo al Fondo de Estabilización requerirá la previa autorización del Banco de España.
- c) En algunas normas autonómicas, la distribución del Excedente de las Cuotas requiere la previa autorización de la autoridad competente de la correspondiente Comunidad Autónoma.
- d) El Real Decreto 302/2004 establece unos límites, mínimos y máximos, de la Retribución Efectiva anual. Así, la Retribución Efectiva con cargo al excedente no podrá ser inferior al porcentaje que, sobre su parte en el excedente, se atribuya a la OBS, ni superior al 50%. En este sentido, de acuerdo con lo previsto en los artículos 11.4 y 11.5 de la Ley 13/1985, las cajas de ahorros habrán de destinar a reservas o a fondos de provisión no imputables a riesgos específicos, como mínimo, el 50% del excedente resultante de sustraer a los excedentes de libre disposición el Excedente de las Cuotas, salvo en casos excepcionales con la autorización del Ministerio de Economía y Hacienda, debiendo destinar a la OBS la parte del excedente no atribuido a las reservas.

No obstante lo anterior, el Banco de España podrá autorizar porcentajes de retribución superiores al 50% cuando dichas decisiones no debiliten de forma apreciable la solvencia de la caja.

- e) Finalmente, de acuerdo con el Real Decreto 302/2004, la caja emisora deberá incluir en el acuerdo de emisión los criterios para la dotación del Fondo de Estabilización, así como la aplicación de sus recursos a la retribución de las cuotas, por lo que la distribución del Excedente de las Cuotas y de la Retribución Efectiva quedarán afectadas por lo previsto en el acuerdo de emisión en relación con el Fondo de Estabilización.

B) Derecho de suscripción preferente

Los cuotapartícipes tendrán derecho a suscribir un número de nuevas cuotas proporcional a su participación en el excedente de libre disposición antes de la emisión, de forma que puedan mantener dicha proporción tras la nueva emisión. Los derechos de suscripción preferente son transmisibles en las mismas condiciones que las cuotas.

No obstante, este derecho podrá ser excluido cuando el interés de la caja así lo exija. Para ello se requerirá que el órgano emisor, previa inclusión de la correspondiente propuesta en la convocatoria de la reunión que haya de resolver sobre la emisión, acuerde expresamente la supresión del derecho y, además, que en la estimación del valor económico de las cuotas a emitir se incluya una estimación del valor teórico de los derechos de suscripción preferente que se pretenden suprimir. Al contrario de lo que ocurre en la regulación de las sociedades anónimas, la norma no contempla de modo expreso la necesidad de que, en caso de exclusión, se emitan las cuotas a valor real o “valor razonable”, tal vez porque, como posteriormente tendremos ocasión de indicar, las cuotas deberán emitirse a “valor real” en casi todos los supuestos, haya o no exclusión del derecho de suscripción preferente.

La norma reglamentaria exige, además, que la supresión del derecho de suscripción preferente sea aprobada por el sindicato de cuotapartícipes, cuando exista. No obstante, esta previsión reglamentaria ha sido declarada nula por el Tribunal Supremo en una sentencia del 26 de octubre de 2005.

C) Obtención del valor liquidativo de las cuotas en caso de liquidación de la caja emisora

Por valor liquidativo se entiende la parte que corresponda a cada cuota participativa de su Fondo de Participación, Fondo de Reservas de los Cuotapartícipes y Fondo de Estabilización, minorada o incrementada por la parte que le sea atribuible de la pérdida o beneficio del balance de liquidación no distribuido anteriormente.

D) Obtención, en los casos de amortización descritos en el apartado 8.A) (fusión) posterior, del valor de mercado de las cuotas participativas.

El valor de mercado se calcula como una media de cotización o, en caso de no ser posible determinar esa media, mediante la valoración efectuada por

un auditor independiente elegido por sorteo (entendemos que por la propia caja mediante un procedimiento con las suficientes garantías) de entre los auditores que hayan auditado entidades de crédito, excluyendo al propio auditor de la caja.

3.2. Rango de las cuotas participativas

Los anteriores derechos económicos de los titulares de cuotas participativas están sometidos en su ejercicio a un específico orden de prelación que determina lo que se conoce como “rango de la emisión”. De un lado, cada emisión se sitúa *pari passu* con otras emisiones de cuotas de la misma caja y, en el supuesto de liquidación de ésta, por delante de las OBS de la entidad, en cuanto al destino del remanente que pudiera quedar una vez atendidas todas las obligaciones de la caja; y, de otro lado, se sitúa por detrás de todos los acreedores comunes y subordinados de la propia caja. En particular, las cuotas participativas se sitúan por detrás de las obligaciones de la caja por la emisión de participaciones preferentes y deuda subordinada o de las garantías prestadas respecto de emisiones de participaciones preferentes o de deuda subordinada realizadas por una filial suya.

3.3. Derechos políticos

Las cuotas participativas carecen de todo derecho político. La Ley 13/1985 ha configurado incluso un supuesto de amortización automática, que deberá estar previsto en los términos de la emisión, para el caso de una futura modificación del régimen jurídico relativo a los derechos políticos de los cuotapartícipes. Es decir, el legislador no sólo ha dejado muy claro que las cuotas carecen de derechos políticos, sino que, cerrando cualquier resquicio a un eventual cambio de criterio en este punto, ha previsto que si alguna vez llegan a tenerlos, lo cual sólo podrá ocurrir si el propio legislador decide otorgárselos, las cuotas emitidas conforme al régimen actualmente en vigor deberán ser amortizadas. Se ha querido eliminar, de este modo, cualquier posibilidad de que las cuotas puedan llegar a servir de cauce o instrumento para alterar el *status quo* de las relaciones de poder y de control subyacentes al actual sistema de gobierno de las cajas de ahorros, en un intento de evitar que cualquier reticencia derivada de ese eventual riesgo afecte negativamente a la difusión de estos valores en los mercados financieros.

Así, las cuotas participativas se configuran como un “instrumento de renta variable pura desprovisto de derechos políticos”, tal y como indica la propia Exposición de Motivos del Real Decreto 302/2004.

4. Precio de emisión de las cuotas; valor económico de la caja emisora

4.1. Cálculo del valor económico de la caja

El Real Decreto 302/2004 establece cómo se obtendrá el valor económico de la caja, que servirá, en algunos casos, para fijar el tipo de emisión de las cuotas.

En primer lugar, la propia caja deberá hacer una valoración, teniendo en cuenta el fondo de comercio, las plusvalías latentes y la capacidad real de generación de beneficios en el futuro, criterios todos ellos que, conjuntamente aplicados, se corresponden con los seguidos en la práctica actual de la compraventa de empresas, dando así lugar a una valoración dinámica de la caja. Si se trata de una primera emisión, habrá de obtener, además, un informe de un auditor independiente, elegido por sorteo de entre los auditores que hayan auditado entidades de crédito, excluyendo el de la propia caja, que permita contrastar las estimaciones sobre el valor económico y el importe de la prima de emisión hechas por la propia caja, y en el que, en caso de discrepancia sustancial (la norma no proporciona criterios para determinar el alcance de la discrepancia), el auditor deberá indicar el valor económico y el importe de la prima que estime adecuados. En cambio, si se trata de las segundas o sucesivas emisiones, este informe sólo se requerirá cuando la emisión no se realice conforme a lo previsto en el artículo 5.1 del Real Decreto 302/2004 (básicamente, suscripción de un porcentaje de la emisión por inversores institucionales). Adicionalmente, y sólo cuando se trate de la primera emisión y ésta no se realice conforme a lo previsto en el referido artículo 5.1, se requerirá un segundo informe realizado por un experto en valoración de entidades financieras elegido por la propia caja.

El Real Decreto 302/2004 no establece si el acuerdo de emisión debe aprobarse una vez emitidos los informes o si, por el contrario, estos pueden ser obtenidos con posterioridad al acuerdo de emisión. En nuestra opinión, el silencio legal ha de interpretarse en el sentido que el acuerdo de emisión habrá de ser adoptado a la vista de los referidos informes (como ocurre, por ejemplo, en el caso de las sociedades anónimas respecto del informe de auditor en los acuerdos de aumento de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente). Por consiguiente, la secuencia habitual del proceso consistirá en que, inicialmente, el consejo realice una estimación del valor económico de la caja y de la prima de

emisión, procediendo además a encargar los informes del auditor y, en su caso, del experto, para que posteriormente, una vez obtenidos los que procedan, la asamblea general o el consejo de administración acuerden la emisión de las cuotas.

4.2. Determinación del precio de emisión

La Ley 13/1985 no establece criterios claros en este punto. Ni lo hace para el cálculo del tipo de emisión de las cuotas, ni tampoco para el cálculo de la prima. Por su parte, el Real Decreto 302/2004 ha establecido, en función del procedimiento elegido para la colocación de las cuotas, dos métodos para la determinación del tipo de emisión.

De un lado, cuando la emisión se realice en régimen de oferta pública y el procedimiento de colocación asegure que las ofertas se presenten en condiciones de transparencia y libre concurrencia, correspondiendo al menos el 20% del volumen de las peticiones a inversores institucionales (en este supuesto el legislador está pensando en un proceso de *book building*), el tipo de emisión será el que resulte de este procedimiento. Téngase en cuenta, no obstante, que si se trata de la primera emisión, la caja deberá solicitar, en todo caso, el informe a que nos hemos referido en el apartado 4.1., y puede suceder que los tipos resultantes del informe y del procedimiento de colocación previsto en este apartado sean distintos.

De otro lado, si el procedimiento de colocación no se corresponde con el que acabamos de describir, el tipo de emisión será igual o superior a:

- a) Para la primera emisión de cuotas participativas, el mayor de los establecidos en los dos informes elaborados por el auditor independiente y por un experto en valoración de entidades financieras, mencionados en el apartado 4.1. precedente.
- b) Para las segundas y sucesivas emisiones, el tipo de emisión establecido en el informe del auditor, mencionado en ese mismo apartado.

Ni la Ley 13/1985 ni el Real Decreto 302/2004 determinan cómo se ha de repartir el tipo de emisión de una cuota entre su valor nominal y prima de emisión. En este sentido, la Ley 13/1985 únicamente establece que “el punto de partida para la valoración de la prima” será el valor económico de la caja, lo que parece indicar que el

valor nominal de la cuota debe corresponderse con el valor teórico contable de la caja y la prima de emisión con el *goodwill* de la entidad.

4.3. Reparto de la prima de emisión

La Ley 13/1985 dispone que la “prima se asignará a las reservas generales de la caja y al Fondo de Reservas de los Cuotapartícipes en la proporción que determine el acuerdo de emisión”. A tal efecto, el artículo 6 del Real Decreto 302/2004 establece unos criterios para la distribución de la prima entre estas dos partidas, dependiendo de que se trate de la primera emisión de cuotas o de la segunda y sucesivas, que se materializan en las siguientes fórmulas de cálculo:

A) Primera emisión. El reparto de la prima entre las reservas generales de la caja y el Fondo de Reservas de los Cuotapartícipes se calculará de acuerdo con la siguiente fórmula:

$$X = [(PC + VN + E) \times c] - VN$$

donde:

X	=	Porcentaje de la prima a destinar al Fondo de Reservas de los Cuotapartícipes. No podrá ser superior al importe de la prima.
PC	=	Patrimonio de la Caja antes de la emisión (Fondo Fundacional, más reservas generales de la caja, más fondo para riesgos generales de la caja).
VN	=	Valor nominal del conjunto de cuotas emitidas.
E	=	Prima de emisión total.
c	=	Porcentaje del excedente de libre disposición ofrecido a los nuevos cotapartícipes en el acuerdo de emisión, expresado en tanto por uno.

El importe X será destinado al Fondo de Reservas de los Cuotapartícipes y el resto de la prima de emisión a las reservas generales de la caja.

B) Segundas y sucesivas emisiones. El reparto de la prima se calculará de acuerdo con la siguiente fórmula:

$$Y = [(PC + VNP + VN1 + E) \times d] - VN1$$

donde:

Y	=	Porcentaje de la prima a destinar al Fondo de Reservas de los nuevos

Cuotapartícipes. No podrá ser superior al importe de la prima.

VNP	=	Neto patrimonial del conjunto de las antiguas cuotas antes de la emisión, obtenido como suma de los fondos de participación, de reservas de los cotapartícipes y de estabilización.
VN1	=	Valor nominal del conjunto de las nuevas cuotas emitidas.
E	=	Prima de emisión total de las nuevas cuotas.
d	=	Porcentaje del excedente de libre disposición ofrecido a los nuevos cotapartícipes en el acuerdo de emisión, expresado en tanto por uno.

El importe Y será destinado al Fondo de Reservas de los nuevos Cuotapartícipes. Del importe restante, se atribuirá a los fondos de reservas de los cotapartícipes de emisiones anteriores la parte que les corresponda de acuerdo con el porcentaje en que tuvieran derecho a participar en el excedente de libre disposición antes de la nueva emisión, y el resto se atribuirá a las reservas generales de la caja.

5. Emisión de las cuotas participativas

5.1. Órgano competente

El órgano competente para emitir cuotas participativas es la asamblea general de la caja, quien puede delegar esta competencia en el consejo de administración. La validez máxima de la delegación será de tres años y en ella se podrá incluir la facultad de excluir el derecho de suscripción preferente así como la de acordar la creación del sindicato de cotapartícipes.

En todo caso, la asamblea deberá fijar un límite global al porcentaje inicial del excedente de libre disposición que, mediante la primera y sucesivas emisiones, y conforme a lo previsto en el artículo 7, apartados 4.a) y 6, de la Ley 13/1985, podrá ser distribuido entre las cuotas.

5.2. Acuerdo de emisión

El acuerdo de emisión deberá incluir, como mínimo:

- (i) El “porcentaje inicial del excedente de libre disposición que será atribuido a los cotapartícipes una vez suscrita la emisión” y que “se ajustará a lo dispuesto en el artículo 7.4.a) de la Ley 13/1985 (precepto que

determina el Excedente de las Cuotas, calculado aplicando la fórmula ya indicada) mediante la aplicación del reparto de la prima de emisión previsto en el artículo 6º del propio Real Decreto 302/2004. Debe tenerse en cuenta que, en el momento de la aprobación de la emisión, no será posible calcular el Excedente de las Cuotas mediante la aplicación del referido artículo 7.4.a) ya que, por ejemplo, se desconocerá el número de cuotas participativas que finalmente serán suscritas y, por tanto, el volumen de cuotas en circulación. Por ello, parece correcto entender que la caja deberá hacer una estimación del referido porcentaje inicial utilizando los criterios a su juicio más adecuados:

- (ii) El valor nominal y el número máximo de cuotas a emitir.
- (iii) El momento a partir del cual los cuotapartícipes participarán en el excedente de libre disposición de la caja.
- (iv) Las estimaciones del valor económico de la caja y de la prima de emisión.
- (v) La existencia, en su caso, de un sindicato de cuotapartícipes y sus facultades.
- (vi) La constitución, en su caso, del Fondo de Estabilización y su dotación prevista, así como su aplicación a la retribución de las cuotas.
- (vii) Una referencia al derecho de suscripción preferente y al régimen reglamentariamente previsto para su supresión.

6. Tenencia de cuotas participativas

6.1. Límite a la tenencia de cuotas

Ninguna persona, natural o jurídica, o grupo económico, podrá ostentar, directa o indirectamente, cuotas participativas por importe superior al 5% de las cuotas totales vigentes, con

la excepción aplicable al Fondo de Garantía de Depósitos u otras entidades del sector de las cajas de ahorros en determinadas situaciones y previa autorización del Banco de España. Esta norma limitativa parece tratar de evitar que, no obstante carecer las cuotas participativas de derechos políticos, su concentración en un sólo titular o en un reducido número de cuotapartícipes pueda proporcionarles, por la vía de una dependencia financiera, un nivel significativo de influencia sobre la caja emisora. Su incumplimiento será sancionado con la suspensión de todos los derechos económicos de las cuotas adquiridas por la persona o grupo incumplidor.

Para complementar la disciplina legal en esta materia y controlar el cumplimiento de la referida limitación, el Real Decreto 302/2004 regula el régimen de comunicaciones e información sobre la tenencia de determinados paquetes de cuotas, en los términos básicos que se indican a continuación:

- A) Las participaciones indirectas se determinan de acuerdo con el artículo 18 del Real Decreto 1245/1995¹, del 14 de julio, sobre creación de bancos, actividad transfronteriza y otras cuestiones relativas al régimen jurídico de las entidades de crédito.
- B) Los cuotapartícipes deberán comunicar a la caja emisora y al Banco de España las adquisiciones o transmisiones de cuotas que determinen que su porcentaje alcance un 5% o descienda por debajo de él.
- C) Trimestralmente, la caja deberá comunicar al Banco de España todos los cuotapartícipes que tengan la condición de entidades financieras (con independencia de su porcentaje) y los que, no siendo entidades financieras, tengan un porcentaje igual o superior al 0,5% del volumen de cuotas en circulación.

Alguna consideración merecen en este punto los aspectos relativos a la obtención de la

¹ El artículo 18 del Real Decreto 1245/1995 establece: "1. (...), las acciones, aportaciones, o derechos de voto a integrar en una participación significativa incluirán: a) Los adquiridos directamente por una persona física o jurídica; b) Los adquiridos a través de sociedades controladas o participadas por una persona física; c) Los adquiridos por sociedades integradas en el mismo grupo que una persona jurídica, o participadas por entidades del grupo; d) Los adquiridos por otras personas que actúen por su cuenta o concertadamente con el adquirente o con sociedades de su grupo. 2. Se considerarán sociedades controladas aquellas en las que el titular ostente el control en el sentido del artículo 4 de la Ley 24/1988 y participadas aquellas en las que ostente alguno de los porcentajes previstos en el artículo 185 de la Ley de Sociedades Anónimas. 3. Las participaciones indirectas se tomarán por su valor, cuando el titular tenga el control de la sociedad interpuesta, y por lo que resulte de aplicar el porcentaje de participación en la interpuesta, en caso contrario".

información a remitir trimestralmente por la caja. Las cuotas estarán admitidas a negociación en un mercado secundario, siendo normalmente la entidad encargada de su registro contable la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores S.A. (en adelante, "Iberclear") a través de las entidades participantes. Por ello, la obtención de esta información dependerá de que Iberclear y las entidades participantes se la proporcionen a la caja. A estos efectos, el Real Decreto 302/2004 ha establecido que será de aplicación el artículo 22 del Real Decreto 116/1992, del 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación, y liquidación de operaciones bursátiles, en el que se dispone que las normas de funcionamiento de Iberclear contendrán las previsiones necesarias para que, dentro del proceso de liquidación, todas las operaciones relativas a acciones de sociedades cuyos títulos sean nominativos por imperativo legal (ahora habrán de añadirse las cuotas participativas) sean comunicadas a dichas entidades. Igualmente, Iberclear proporcionará la identidad de los accionistas de las sociedades cotizadas con ocasión de las juntas generales y entendemos que ahora deberá indicar también los titulares de cuotas participativas con ocasión, en su caso, de reuniones del sindicato de cuotapartícipes.

Iberclear deberá articular, en consecuencia, las previsiones necesarias para que esta información pueda ser proporcionada a la caja. A su vez, dicha información deberá ser proporcionada a Iberclear por las entidades participantes, quienes, en la práctica, excusando su pasividad en sus deberes de secreto, no siempre proporcionan la información sobre la identidad de sus clientes con valores depositados en sus cuentas de valores, lo que puede dificultar en la práctica el cumplimiento de la obligación de información de la caja.

- D) En el caso de que el Banco de España compruebe que una persona o grupo económico alcanza, directa o indirectamente, un porcentaje de cuotas superior al 5%, se dirigirá al adquirente o entidad matriz instándole a que en el plazo de un mes (que podrá ser de 6 meses en determinados supuestos especiales) enajene las cuotas excedentes u otorgue un mandato irrevocable para su venta ordenada y urgente.

Si el adquirente incumple el requerimiento, el Banco de España impondrá a la caja la suspensión de la totalidad de los derechos económicos correspondientes a las cuotas afectadas. La retribución correspondiente a estas cuotas se integrará definitivamente en las reservas generales de la caja y en el Fondo de Reservas de los Cuotapartícipes, y la participación en el excedente libremente disponible que les corresponda y no sea distribuida se integrará en el Fondo de Reservas de los Cuotapartícipes. Estas medidas cesarán cuando, una vez acreditado por el adquirente el retorno a los límites exigibles, el Banco de España declare el levantamiento de la suspensión, comunicándolo a la caja.

- E) Finalmente, serán de aplicación a los administradores y directivos de la caja las obligaciones de comunicación de tenencia de cuotas previstas en el Real Decreto 377/1991, del 15 de marzo, sobre comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas y de adquisición por éstas de acciones propias.

6.2. Autocartera de cuotas

La Ley 13/1985 permite que las cajas de ahorros mantengan una autocartera de cuotas participativas procedentes de adquisiciones derivativas, si bien no está permitida su adquisición originaria mediante suscripción. El límite de esta autocartera para la caja y su grupo consolidable es el mismo que el existente para las sociedades anónimas cotizadas, es decir, del 5% de las cuotas totales emitidas. Cuando por adquisición o adjudicación de cuotas se supere ese límite, por regla general no es admisible –incomprendiblemente, a nuestro modo de ver– el recurso a la enajenación para desprenderse del excedente, sino que habrá que proceder a su amortización siguiendo, en lo que resulte aplicable, el procedimiento previsto en la Ley de Sociedades Anónimas para la reducción de capital. No obstante, y por excepción, se podrá recurrir tanto a la enajenación cuanto a la amortización cuando el excedente sobre el límite de la autocartera se haya generado como consecuencia de la cesión de cuotas a la caja en el marco de un proceso de fusión (ver, *infra*, apartado 8. A)).

La retribución que corresponda a las cuotas participativas en autocartera se destinará a las reservas generales de la caja y al Fondo de Reservas de los Cuotapartícipes, en la proporción que éstos tengan derecho a participar en el Excedente de

las Cuotas en la fecha del reparto. Conforme a lo establecido en el Real Decreto 302/2004, la disciplina de la Ley de Sociedades Anónimas relativa a la autocartera de acciones es de aplicación, en cuanto sea compatible, a las cuotas participativas.

7. Sindicato de cuotapartícipes

La Ley 13/1985 deja libertad a las cajas de ahorros para decidir la creación de un sindicato de cuotapartícipes con ocasión de la emisión de cuotas participativas. El Real Decreto 302/2004 desarrolla esta figura, que ha sido configurada a semejanza del sindicato de obligacionistas y cuyas reglas básicas de funcionamiento son las siguientes:

- A) Los cuotapartícipes deberán aprobar un reglamento interno del sindicato, que deberá ajustarse a las previsiones contenidas en el acuerdo de emisión.
- B) El presidente del sindicato podrá acudir a las asambleas generales de la caja con voz pero sin voto y podrá solicitar informes que interesen a los cuotapartícipes.
- C) La asamblea de cuotapartícipes podrá ser convocada por el consejo de administración y por el presidente del sindicato (quien deberá convocarla cuando lo soliciten cuotapartícipes que representen la vigésima parte de las cuotas emitidas), hallándose sometida a reglas específicas de convocatoria la adopción de acuerdos de especial relevancia. En todo caso, la asamblea se reunirá al menos una vez al año para informar a los cuotapartícipes de la marcha de la caja.
- D) Los acuerdos se adoptarán, en primera convocatoria, por mayoría absoluta si asisten cuotapartícipes que representen al menos las dos terceras partes de las cuotas en circulación y, en segunda convocatoria, por mayoría absoluta, cualquiera que sea el número de asistentes.
- E) Será necesaria la aprobación del sindicato para acordar el reparto del Fondo de Reservas de los Cuotapartícipes. La necesidad de contar con la aprobación del sindicato para la

supresión del derecho de suscripción preferente en la emisión de las cuotas y para proceder a la amortización de éstas ha sido declarada nula por el Tribunal Supremo en su sentencia del 26 de octubre de 2005.

8. Amortización anticipada de las cuotas participativas

Tanto la Ley 13/1985 cuanto el Real Decreto 302/2004 contemplan los siguientes supuestos específicos de amortización anticipada de las cuotas participativas:

- A) Fusión. En los casos de fusión de la caja de ahorros emisora de cuotas, los cuotapartícipes dispondrán de un plazo de, al menos, un mes² contado desde la inscripción de la fusión en el Registro Mercantil para ceder sus cuotas, si así conviene a su interés, a la entidad emisora. El precio de amortización en estos casos será el valor de mercado descrito en el precedente apartado 3.1.D).

En el caso de que las cuotas hayan sido emitidas por la entidad absorbida en la fusión (que, por tanto, se extingue en ésta) aquéllas se canjearán por cuotas de la entidad resultante de la fusión. Para ello, el proyecto de fusión recogerá la correspondiente relación de canje, que deberá asegurar que el valor económico de los derechos de los cuotapartícipes no se altere y que deberá ser informada favorablemente por un experto independiente. Por lo demás, y a falta de una expresa previsión del Real Decreto 302/2004 en este sentido, parece razonable entender que, una vez realizado el canje de las cuotas emitidas por las entidades extinguidas, los titulares de las nuevas cuotas tendrán el mismo derecho a cederlas a la entidad resultante de la fusión, ya que en caso contrario se les estaría privando del derecho de cesión que la Ley 13/1985 recoge, sin distinciones, para todos los casos de fusión.

En el supuesto de que, como consecuencia de la cesión de cuotas en un supuesto de fusión, se superase el límite permitido de autocartera de cuotas, la caja deberá proceder bien a la enajenación o bien a la amortización del exceso en el plazo máximo de tres meses.

² La Ley 13/1985 en el apartado 9 de su artículo 7 establece un plazo mínimo de un mes, mientras que el artículo 13 del Real Decreto 302/2004 prevé un plazo mínimo de treinta días para este mismo supuesto. Obviamente, ha de prevalecer lo dispuesto en la Ley, con las consiguientes consecuencias en orden a las reglas de cómputo del plazo (artículo 5.1 del Código Civil español).

Finalmente, el Real Decreto 302/2004 ha extendido el derecho a ceder las cuotas participativas a los casos de cesión total de activos y pasivos de la caja emisora en favor de otra, pero no a aquellos otros en los que intervenga en la operación de cesión una sociedad o entidad distinta de una caja de ahorros.

B) Amortización en caso de sobrepasar el límite de autocartera. En el caso de que la caja emisora de las cuotas participativas supere el límite de autocartera permitido (5% de las cuotas totales emitidas), deberá proceder a la amortización del exceso sobre el límite permitido en el plazo de máximo de tres meses. Como se ha indicado, y a diferencia de lo permitido para la autocartera que pudiera ser generada en un proceso de fusión, la regla general es que para restablecer el límite legal de autocartera, sólo es posible el recurso a la amortización del excedente. A tal efecto, el Real Decreto 302/2004 establece que deberá aplicarse a esta amortización el procedimiento de reducción de capital de la Ley de Sociedades Anónimas. Consecuentemente, el acuerdo deberá ser adoptado por la asamblea general de la caja y deberá publicarse en el Boletín Oficial del Registro Mercantil y en dos periódicos de gran circulación en la provincia en la que la caja tenga su domicilio. Además, será de aplicación el derecho de oposición de los acreedores de la caja, incluyendo a los impositores, en los términos previstos en la referida Ley y en la medida en que sean compatibles con la naturaleza y fines de la operación.

C) Modificación del régimen jurídico de los derechos políticos. El acuerdo de emisión de cuotas deberá incluir una cláusula de amortización automática para el supuesto de producirse una modificación en el régimen jurídico de los derechos políticos de los cotapartícipes. No disponemos, sin embargo, de ninguna pauta o criterio normativo para la delimitación de los supuestos determinantes de esta amortización, por lo que, cuando menos, parece que cualquier clase de alteración que implique el otorgamiento de un derecho político deberá desencadenar la aplicación de la cláusula. Esta conclusión es coherente con la voluntad del legislador de configurar las cuotas como un instrumento financiero carente de derechos políticos. La amortización se llevará a cabo de acuerdo con un plan específico que deberá ser aprobado por el Banco de España y que,

entendemos, deberá incluir el precio de amortización, con el fin de que no se vea afectada la solvencia de la caja.

D) Otros supuestos de amortización. El artículo 12 del Real Decreto 302/2004 ha recogido expresamente la posibilidad de amortización anticipada de las cuotas participativas por simple decisión de la entidad emisora, configurando así un supuesto que guarda alguna semejanza con la reducción de capital de las sociedades anónimas. En este supuesto, para la amortización de las cuotas será necesaria, además del inevitable acuerdo de la asamblea general de la caja emisora, la autorización del Banco de España. Asimismo, se requerirá el cumplimiento de las garantías y plazos previstos en la Ley de Sociedades Anónimas para los acuerdos de reducción de capital, es decir, la publicación del acuerdo de amortización en los términos anteriormente indicados a efectos del eventual ejercicio de su derecho de oposición por los acreedores de la caja cuyo crédito haya nacido antes de la fecha del último anuncio del acuerdo de amortización y no se encuentre adecuadamente garantizado (incluyendo a los impositores de la caja).

No está claro, en cambio, si resulta aplicable a la operación la previsión del apartado tercero del artículo 164 de la Ley de Sociedades Anónimas que establece que “cuando la reducción implique amortización de acciones mediante reembolso a los accionistas y la medida no afecte por igual a todas las acciones, será preciso el acuerdo de la mayoría de los accionistas interesados”. Y aunque la cuestión sea dudosa, no parece infundada una respuesta negativa si se advierte, de un lado, que el artículo 12.1 del Real Decreto 302/2004 no somete la amortización anticipada que en él se contempla a la disciplina de la reducción de capital de la Ley de Sociedades Anónimas en su conjunto, sino sólo al “cumplimiento de las garantías y plazos previstos” en ella, y; de otro lado, que esta específica remisión puede considerarse razonablemente respetada con el reconocimiento del derecho de oposición al que anteriormente nos hemos referido.

Por lo demás, nada ha previsto el Real Decreto 302/2004 acerca del precio de amortización a pagar al cotapartícipe en estos casos. A nuestro modo de ver, al no tener los titulares de las cuotas ningún cauce para participar en la aprobación de la operación, sería razonable que los cotapartícipes percibiesen, como mínimo, el mayor del valor liquidativo y del valor de mercado de las cuotas participativas.

LA IMPORTANCIA DE LAS MICROFINANZAS, EL MICROCRÉDITO Y LOS EMPRESARIOS DE LA MICROEMPRESA

Rafael Llosa Barrios*

En un país lleno de emprendedores como el Perú, el tema de las microfinanzas cobra un papel especial. Por esto, Rafael Llosa Barrios, gerente general de Mibanco, la institución financiera pionera en los microcréditos, dedica el presente artículo a darnos una visión general de lo que realmente significan las microfinanzas y su relevancia en nuestra economía.

Al mismo tiempo, nos presenta, con una didáctica explicación, cómo las instituciones financieras deben buscar a potenciales clientes y nos introduce en el mundo de éstas, guiándonos por todo el proceso de selección.

* Gerente General de Mibanco y miembro del Comité Directivo de la Red de ACCION y del Comité de Gerentes Generales de la Asociación Bancaria del Perú.

En los últimos años, han empezado a tomar gran importancia conceptos como las microfinanzas, el microcrédito y los empresarios de la microempresa, sobre todo en países pobres en vías de desarrollo, y el Perú no es la excepción.

Si miramos al Perú detenidamente, descubriremos indicadores sorprendentes, como que el 99.5% de las empresas peruanas son microempresas y que dichas empresas contribuyen con el 40% del Producto Bruto Interno peruano. Del mismo modo, generan empleo de una o de otra manera al 76% de la población económicamente activa. Al igual que en otros países, la microempresa pertenece a un segmento que fue considerado por la banca no especializada como de alto riesgo, lo que redujo durante años sus posibilidades de acceso al crédito.

“En épocas tan recientes como hacia finales de los años 80, los bancos e instituciones financieras miraban a la mayoría de las personas de bajos ingresos y a los indígenas del país con desdén, si es que acaso se les ocurría pensar en ellos. Una década después, cientos de miles de estas mismas personas se han transformado en los clientes que los bancos, las instituciones financieras y los programas de crédito se disputan calurosamente, rivalizando para obtener participación en este nuevo mercado”¹.

¿Qué es lo que ha pasado? Está claro, la microempresa es uno de los motores importantes de la economía y, hoy por hoy, se estima que en el Perú existen cerca de 3 millones de empresarios de la microempresa y sólo se ha atendido a 971,000 de ellos, lo que significa que todavía existe un mercado potencial amplio de desarrollo.

Para poder entender bien lo que son las microfinanzas, el microcrédito y el empresario de la microempresa, es importante explicar el concepto de cada una de estas palabras.

Se entiende como **microfinanzas** a la prestación de servicios financieros al segmento de bajos ingresos de la población. Es una definición amplia, no está dirigida solo al empresario de la microempresa sino que abarca también a gente de bajos recursos, que pueden ser dependientes pero de bajos ingresos, y que tienen dificultad para obtener un servicio financiero como por ejemplo: crédito, ahorro, seguro, etcétera. Por eso,

hoy en día empezamos a escuchar las palabras: microcrédito, microseguro, microahorro, etcétera.

Se entiende como **microcrédito** al crédito pequeño, no necesariamente vinculado a un negocio, sino también vinculado a gente de bajos recursos. Se entiende como **empresario de la microempresa** a quien administra un negocio que tiene entre uno y diez trabajadores, y cuyas ventas no superan en promedio los 25,000 nuevos soles mensuales (**microempresa**). La Superintendencia de Banca y Seguros, para considerar un crédito de microempresa (MES), hace referencia al endeudamiento de la empresa, el cuál no debe superar el equivalente a los US\$ 30,000 en todo el sistema financiero.

Una microempresa puede ser una zapatería, una ferretería, una farmacia, una bodega, un distribuidor de repuestos, un puesto en un mercado, un heladero, un ambulante, un hostel, un taller de mecánica, un ganadero, un agricultor, etcétera. ¿No está el Perú lleno de estos negocios?

Pero, ¿por qué el Perú es un país de microempresas? Porque somos emprendedores por necesidad, los peruanos crean empresas porque no consiguen participar de la economía de otra manera. Según una investigación de la Florida International University, en el Perú, 40 de cada 100 personas en edad económicamente activa (18 a 64 años) administran su propio negocio.

**Países con más emprendedores
por cada 100 habitantes**

Perú	40	Jordania	17
Uganda	30	México	16
Venezuela	26	Chile	15
Ecuador	26	Corea	15
Tailandia	18	Nueva Zelanda	14

Fuente: Florida International University

Adicionalmente, destacan otras razones como:

- a) La excesiva centralización de la economía en la ciudad de Lima.
- b) La geografía del país.

¹ RHYME, Elisabeth. “La integración de las microfinanzas al sistema financiero: el caso pionero de Bolivia”.

- c) La poca estabilidad política, económica y legal que no ha permitido grandes inversiones durante años.
- d) Poco acceso a educación, capacitación, etcétera.
- e) Carencia de acceso a fuentes de financiamiento que permitan que los negocios puedan crecer.

Muchas instituciones hacen referencia al empresario de la microempresa como el **microempresario**; sin embargo, es importante señalar que lo pequeño es la empresa y no el empresario, ya que es tan empresario el que administra un negocio pequeño como el que administra una empresa que factura US\$ 100 millones. Por lo que lo correcto es hacer referencia a un empresario de la microempresa.

Una vez entendido el entorno donde se desarrollan las microfinanzas, es importante poder explicar como se viene atendiendo a este importante sector de la economía y de la población para proyectar lo que sucederá en los próximos años.

En los años 70 e inicio de los 80, los empresarios de la microempresa y las personas de bajos recursos fueron atendidos de alguna manera por las organizaciones no gubernamentales, quienes conseguían recursos financieros y programas de crédito de instituciones multilaterales y otros donantes. Hoy en día, muchas de estas organizaciones han sido transformadas a instituciones financieras más grandes (el caso Mibanco) o a Edpymes (Edyficar).

En los años 80 nacen las Cajas Municipales de Ahorro y Crédito (CMAC). Empresas públicas del régimen de la actividad privada cuyo accionista mayoritario son las municipalidades. Son entidades de intermediación financiera que operan con productos de ahorro y crédito, y que tienen por objetivo lograr la descentralización financiera y democratización del crédito en el Perú. Se orientan a atender a aquellos estratos de la población no atendidos por el sistema crediticio formal, logrando que diversos sectores sociales accedan al crédito y fomenten principalmente el ahorro, contribuyendo de esta manera a crear circuitos financieros locales, que son la base de apoyo para el proceso productivo regional.

En mayo de 1980 se promulga el Decreto Ley 23039, que regula la creación y funcionamiento de las Cajas Municipales de Ahorro y Crédito fuera del ámbito de Lima y Callao, con el objetivo de constituir instituciones financieras descentralizadas orientadas a la atención de aquellos segmentos de población que no tenían acceso al sistema crediticio formal.

En el Perú, las cajas municipales han permitido mejorar la situación financiera de muchos micros y pequeños empresarios, generando fuentes de trabajo y contribuyendo a distribuir mejores oportunidades a quienes más lo necesitan y, de esta forma, reducir los niveles de pobreza existentes.

En 1982 se funda la primera Caja Municipal de Ahorro y Crédito en Piura, tomando como modelo las Cajas de Ahorro de Alemania y contando con el apoyo de la Cooperación Técnica Alemana (GTZ), cuyos expertos en finanzas contribuyeron a diseñar una estrategia de crecimiento para las Cajas Municipales de Ahorro y Crédito en el Perú. Ellos ayudaron capacitando y entrenando al personal, así como instalando un centro de capacitación para las Cajas Municipales².

Es importante señalar la importancia de éstas y su evolución tan favorable. Hoy existen trece Cajas Municipales de Ahorro y Crédito que de manera conjunta atienden a 687,544 clientes, con un portafolio conjunto de 3,499 millones de nuevos soles.

En los años 90 nacen algunas financieras y bancos focalizados en el desarrollo de las microfinanzas (Banco del Trabajo, Financiera Solución, Mibanco), además de pequeñas instituciones financieras llamadas Edpymes (Empresa de Desarrollo para la Pequeña y Microempresa). Son instituciones financieras reguladas por la Superintendencia de Banca y Seguros, que ofrecen servicios bancarios limitados y tienen requisitos de capital y reservas adaptados a las microfinanzas más que a la banca comercial. Son sociedades anónimas con el objetivo de facilitar de manera sostenible el acceso y uso de servicios financieros a la población de menores recursos económicos, en especial a empresarios de la micro y pequeña empresa, contribuyendo a la mejora de su calidad de vida; utilizando fondos propios o de líneas de crédito

² En: <http://www.fpcmac.org.pe> (visitada en el primer trimestre del 2007).

de instituciones financieras. En general, el apoyo financiero de las Edpymes se dirige a las micro y pequeñas empresas dedicadas al comercio minorista y mayorista, y está limitada a la industria, artesanía, agricultura y servicios³.

En la actualidad, existen trece Edpymes que atienden 276,019 clientes, con un portafolio de 798.3 millones de nuevos soles.

De igual manera, nacen las Cajas Rurales de Ahorro y Crédito, instituciones financieras no bancarias reguladas, que fueron establecidas desde 1993 con limitadas exigencias de capital mínimo y accionistas privados. Las Cajas Rurales de Ahorro y Crédito se orientaron a proveer servicios financieros a los segmentos de la población no atendidos por la banca comercial, priorizando al sector rural. Estas son sociedades anónimas de derecho privado, entidades financieras de capitales privados cuyo objetivo es realizar intermediación financiera en apoyo a la actividad económica de los microempresarios. Este objetivo se desarrolla exclusivamente en el ámbito general donde opera, movilizandolos recursos financieros obtenidos de fuentes nacionales e internacionales, fomentando el ahorro con miras a facilitar el acceso al crédito de los agentes económicos que residen en el área de su influencia y mejorar así el nivel de vida en el ámbito rural⁴.

Hoy por hoy, existen doce Cajas Rurales de Ahorro y Crédito que atienden a 120,109 clientes, con un portafolio de 637.4 millones de nuevos soles.

Es en el 2003 donde se empieza a generar un movimiento interesante, no sólo en Perú, sino también en la mayoría de los países donde existe un mercado potencial de microempresas. Los grandes bancos comerciales empiezan a descubrir que el negocio de microempresa no es tan riesgoso como lo percibían. Las instituciones de microempresa tienen altas rentabilidades, poca mora e incrementan su cartera de créditos y clientes de manera importante año tras año. Como señala el profesor Michael Chu (Harvard Business School), haciendo referencia al título de un libro, "pareciera de que hay una fortuna en la base de la pirámide"⁵. Así, se inicia un proceso por el cual los bancos tradicionales empiezan a

incursionar en este importante sector de la economía. En el caso de Perú, Banco de Crédito que absorbe Financiera Solución, Banco Wiese Sudameris, Banco Sudamericano (hoy Scotiabank Perú) y el Banco Financiero empiezan a otorgar créditos de microempresa.

En el siguiente cuadro, podemos observar la evolución de las carteras de crédito microempresa de los bancos y de las demás instituciones.

Institución	2003 (*)	2004 (*)	2005 (*)	2006 (*)
Bancos	1,293	1,539	2,173	2,672
Cajas Municipales	833	1,116	1,417	1,744
Edpymes	221	289	411	628
Cajas Rurales	158	209	255	308

(*) Cartera (Millones de S/.)

Fuente: Superintendencia de Banca y Seguros (SBS)

Es importante comentar que las metodologías para otorgar créditos han ido evolucionando. En sus inicios, las instituciones buscaban otorgar créditos en "Grupos Solidarios". Los Grupos Solidarios son agrupaciones de clientes afines que se juntan con la finalidad de avalarse o garantizarse mutuamente para un préstamo, ubicados en zonas donde el perfil del cliente y su entorno permita su conformación. Están dirigidos a las actividades económicas de comercio, servicio y producción, debiendo observar las siguientes condiciones:

- El grupo debe tener mínimo dos integrantes y estar conformado por empresarios que se dediquen a diferentes actividades comerciales, productivas o de servicios que tengan negocios ubicados en el área de atención de la agencia.
- La actividad a financiar deberá ser rentable, pero podrá recurrir a los ingresos familiares u otros ingresos para cubrir el pago de la cuota mensual correspondiente, sin que esto afecte la supervivencia de la familia.

En el Perú, las organizaciones que atienden a este sector han migrado al crédito individual, pero con una tecnología de evaluación muy especializada. Sin embargo, aún en las zonas rurales podemos

³ Informes: Equilibrium Clasificadora de Riesgos, Edpymes Confianza y Nueva Visión 2006.

⁴ Caja Rural Cajamarca y Caja Sur Arequipa. En: <http://www.cajacajamarca.com.pe> y <http://www.cajasurperu.com/> (visitada en el primer trimestre del 2007).

⁵ PRAHALAD, Coimbatore Krichnarao. "La oportunidad de negocios en la base de la pirámide". Bogotá: Grupo Norma. 2005.

encontrar organizaciones que desarrollan el crédito solidario o la banca comunal.

Los bancos comunales son asociaciones de 25 a 35 mujeres de escasos recursos económicos que facilitan pequeños créditos a sus miembros para financiar sus negocios personales. Para acceder a estos no se requiere de garantías reales, sólo el compromiso de pago de la palabra empeñada. Normalmente los miembros se conocen y se avalan entre sí y nombran una directiva que administra los fondos y los repagos. Así, cuando el banco (asociación) recibe un préstamo colectivo de una institución financiera, la directiva administra los fondos, otorgando pequeños préstamos a las socias y recuperando internamente los fondos prestados. Adicionalmente, se fomenta la cultura del ahorro, dado que las socias tienen que ahorrar una parte del capital que retorna de la inversión. También se les capacita para mejorar su negocio y administrar adecuadamente su dinero. El banco tiene reuniones mensuales o quincenales y tiene normalmente un reglamento rígido de control, pues las propias socias aprueban los créditos colectivamente a alguno de los miembros. Muchos bancos comunales luego de dos o tres años de eficiente funcionamiento se pueden convertir en Grupos Solidarios, con la ventaja de poder acceder a créditos de mayores montos de la entidad financiera.

Las instituciones de microfinanzas cuentan con amplia metodología para atender a los empresarios de la microempresa y a las personas de bajos recursos. En el caso puntual de Mibanco, se utiliza un modelo de negocio muy personalizado, buscando llegar al negocio del cliente y no esperando a que el cliente llegue al banco, para lo cual cuenta con un equipo de Asesores de Negocios (Asesores de Crédito), que han sido capacitados en técnicas de ventas y evaluación crediticia y que hacen las funciones de promotores, vendedores, analistas de créditos, analistas de riesgos y sectoristas, todo en uno: "el asesor de negocios".

Pero la mejor manera de entender un proceso es viendo uno en la práctica, por lo que, a continuación, voy a describir dos procesos de otorgamiento de créditos, que nos permitirán sacar algunas conclusiones relacionadas al mundo del crédito de las microfinanzas.

Son las 10:00 am del 10 de Enero del 2004, Miguel Gonzáles y Jessica Pacheco, asesores de crédito de la agencia de Villa El Salvador de Mibanco, salen a buscar clientes potenciales que requieran de algún crédito que les permita crecer o impulsar su negocio.

Miguel ya tiene 5 años en la institución y ya tiene 400 clientes. Hoy tiene decidido tomar una nueva ruta, pues le han comentado que a la espalda del mercado principal se está desarrollando una nueva zona comercial. Es a sólo treinta minutos en mototaxi y es probable que logre conocer a nuevos clientes.

Jessica, por su parte, acaba de terminar su inducción como asesora de créditos de Mibanco, por algunos meses tuvo que acompañar a otro asesor para aprender como se deberían evaluar los créditos y a los clientes, además de hacerles también el acercamiento; era todo una técnica. ¡Qué diferente era la teoría de la práctica! Y por ser nueva (seis meses en la institución), le han asignado una ruta donde el comercio es muy incipiente, al otro lado del arenal. Tiene que ir al asentamiento humano "Júpiter II", formado unos cuatro años atrás. Hoy es su día, va en búsqueda de su primer cliente.

Miguel camina unas cuadras para refrescarse, dado que el sol empieza a calentar, y decide tomar lo antes posible el mototaxi, dándole las coordenadas al chofer. Efectivamente, pasados treinta minutos empieza a ver algún movimiento comercial, por lo que pide al chofer que se detenga. Es preferible ahora empezar a caminar y observarlo todo. Ya vio a media cuadra una carpintería y en la acera de enfrente una ferretería; empezando la otra cuadra también ve una distribuidora de materiales de construcción. Se endereza la corbata y el *fotocheck*, está listo para hacer el primer acercamiento, ¿por dónde empezar? Por el primer negocio que vea, organiza una ruta mentalmente, "parece que hoy voy a poder acercarme a varios negocios" piensa. Voltea para la izquierda y ve una bodega, con cartel "Bodega Juanita". Ahí voy.

Jessica se sube a un mototaxi y pide ir a "Júpiter II". "Son S/. 4.00 y nos demoramos quince minutos" le dice el chofer, mientras le mira el *fotocheck* y le pregunta, "¿usted es de Mibanco?". "Sí", le contesta Jessica, a lo que el chofer le responde: "Mibanco me ha financiado esta mototaxi, ya sólo le debo dos cuotas de veinticuatro que tuve originalmente. Antes alquilaba una, pero entre el pago del alquiler y la gasolina no me quedaba nada. Después me presté de un amigo, pero me cobraba tanto como el alquiler, tampoco me resultaba, hasta que conocí a un asesor de crédito de su banco y me prestaron el dinero. Ya conversé con mi asesor para que me preste para otra mototaxi, así mi hijo me puede ayudar en el negocio. Vamos la llevo a "Júpiter II", le voy a presentar a mi tío que está buscando un crédito para mejorar su vivienda".

Miguel entra a la “Bodega Juanita” y ve un negocio muy pequeño, donde se vende lo elemental, arroz, azúcar, frijoles, otras menestras, algunos estantes con leche, golosinas, etcétera. Ve a una señora atendiendo y le pregunta “¿usted es la dueña?”. A lo que la señora contesta “sí, efectivamente, yo soy la dueña”. Miguel se presenta como Asesor de Créditos de Mibanco y dice que está de visita por la zona para ofrecer los servicios del banco, por lo que le quería preguntar si deseaba un crédito para impulsar su negocio. “Por ejemplo, le podemos prestar para que usted compre más arroz y azúcar dado que eso son los productos que más vende y eso le permitiría vender productos marginales y mejorar la rotación general de sus productos” le dice. La señora un poco confundida le responde: “joven, no sé si le podré pagar”. A lo que Miguel contesta: “¿cómo que no sabe seño? Enséñeme su flujo de caja”. Ante esto, Juanita admite “no tengo flujo de caja, nunca he pedido un préstamo a un banco”. Miguel la tranquiliza: “no se preocupe yo la ayudo con su flujo de caja. Dígame cuánto vende al día, cuánto compra de mercadería, cuánto gasta en la educación de sus hijos, qué otros gastos tiene, etcétera”. Así, Miguel y Juanita elaboran juntos el flujo de caja y calculan que efectivamente el flujo da para pagar una cuota de S/. 100.00 mensuales. Al final Miguel le informa: “Señora Juanita le puedo prestar S/. 1,000.00, me lo paga en doce cuotas”.

Jessica llega a “Júpiter II”, “he tenido suerte con el chofer del mototaxi” piensa. Mientras el chofer va en búsqueda de su tío, ella tiene la oportunidad de observar el resto del asentamiento humano. En su inducción le enseñaron: “cuando llegues a un sitio nuevo primero observa, mira que tipo de negocios se desarrollan ahí, cual va a ser el producto mas idóneo a ofrecer, prepara tu ruta mentalmente”.

Cuando el tío aparece, se presenta como Pedro Palomino y le dice a Jessica: “señorita, esta es mi casa, y queremos ponerle un techo”. Jessica observa una casa de material noble, pero con techo de calamina. El Señor Palomino continúa indicándole que un maestro de obra le ha cotizado el nuevo techo en S/. 1,500.00, sacando y mostrándole el presupuesto elaborado.

Jessica evalúa la situación rápidamente y cree que podría encajar este crédito dentro de un producto del banco que se llama “MiCasa”, que busca apoyar con financiamiento a los que quieren mejorar su vivienda. Por lo que decide hacer algunas preguntas rápidamente:

Jessica: Señor Pedro, ¿tiene usted título de propiedad?

Pedro: No, soy posesionario.

Jessica: ¿Tiene título de posesión?

Pedro: Estamos en eso.

Jessica: ¿Hace cuántos años vive usted en esta casa?

Pedro: Cuatro años.

Jessica: Bastantes años. ¿Vive solo o con alguien más?

Pedro: Vivo con mi esposa y mis dos hijos.

Jessica: ¿Puedo conocer a su esposa y a sus hijos? ¿En qué trabaja usted?

¿Su esposa trabaja? ¿Dónde estudian sus hijos?

Mientras Pedro llama a su esposa e hijos le responde: “trabajo en el almacén principal de Villa El Salvador como obrero y mi esposa vende comida en la posta médica de la zona. Mis hijos estudian en el colegio que queda a cuatro cuadras de nuestra casa”. Ante esta respuesta Jessica prosigue con las preguntas.

Jessica: ¿Ha solicitado crédito en otra institución antes?

Pedro: Sí, pero no califico. Mis ingresos son bajos y no reconocen los ingresos de mi esposa.

Jessica: ¿Me permite conversar con sus vecinos?. Quiero pedir referencias, también voy a conversar con el negocio que veo cerca de su casa. ¿Le parece?

Pedro: Claro señorita ningún problema.

Luego de las indagaciones del caso, Jessica llega a tres conclusiones:

- a) Pedro vive hace cuatro años en esa casa con toda su familia, realiza su vida alrededor de dicho hogar y las referencias de sus vecinos y otros corroboran que quiere mejorar su vivienda para ofrecer a su familia una mayor comodidad y afianzarse en dicha casa. Por lo tanto, no piensa moverse en el corto plazo, por lo que se puede presumir que existe voluntad de pago.
- b) Que si se reconoce el ingreso de la esposa, ellos podrían pagar el crédito de S/. 1,500.00 en un plazo de veinticuatro meses. Por lo que se puede concluir que existe capacidad de pago.
- c) No hay necesidad de pedirle título de propiedad puesto que el crédito es muy pequeño como para solicitar una hipoteca. La ejecución sería más costosa que el crédito mismo, por lo que se puede concluir que no hay necesidad de garantías.

Por esto, Jessica le dice: “Señor Pedro el Banco le puede prestar los S/.1,500.00 a veinticuatro meses para que mejore su vivienda”.

Estos dos ejemplos nos permiten analizar las dificultades que pueden tener muchos de nuestros empresarios, al igual que gente de escasos recursos, para acceder al crédito. Igualmente, vemos las dificultades de las instituciones de microfinanzas en desplazarse, asumir altos costos operativos y tener metodologías de evaluación *ad-hoc* para sus clientes.

Creo que en el Perú efectivamente tenemos una base de pirámide muy grande de clientes que se puede desarrollar potencialmente. Que las instituciones especializadas están haciendo un esfuerzo importante para llegar a cada vez más personas y que la competencia va a obligar a muchas instituciones microfinancieras a buscar sub-nichos o segmentos no atendidos.

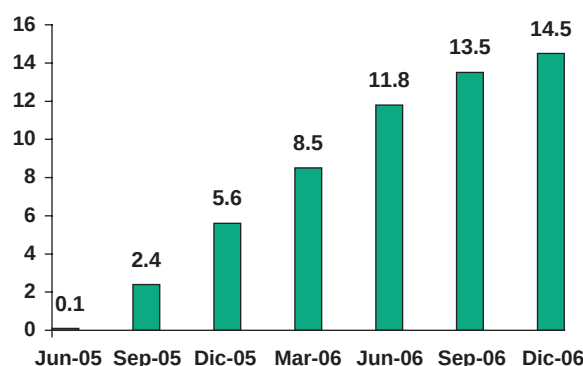
En el año 2004, frente a la arremetida de nuevas instituciones por atender a los empresarios de la

microempresa, Mibanco define una estrategia no sólo de contención sino de expansión, buscando presencia en nuevos sitios, y atendiendo nuevos nichos. Así, decide ir de manera profunda a la base de la pirámide, sacando dos productos: Crédito Chasqui y Crédito Rural.

El Crédito Chasqui buscaba atender a los empresarios de la microempresa más pequeños, una persona independiente con un pequeño negocio propio con seis meses de antigüedad, ubicados en pequeños mercados, paraditas, con puestos portátiles o ambulantes. La idea era que sea el crédito más rápido del mercado otorgado en un sólo día. Préstamos desde S/. 300.00 hasta S/. 1,000.00, con tres hasta doce meses para pagar, trámites simples y sin papeleos y el banco se adecua a la modalidad de pago que el cliente escoja, ya sea mensual, quincenal o semanal.

Este producto permite bancarizar a muchas más personas en el país, brindando acceso al sistema financiero a muchos más empresarios de la microempresa.

EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO CHASQUI (millones de S/.)

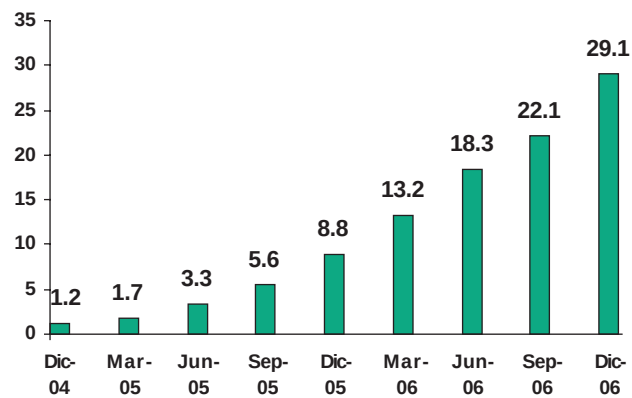


Por su parte, el Crédito Rural busca atender las zonas rurales, aunque no necesariamente créditos agrícolas o ganaderos. Teníamos conocimiento que entre las zonas urbanas y el campo se desarrollaban pequeños comercios o negocios que estaban poco atendidos y, además, que las mujeres del hogar tenían una actividad que complementaba el ingreso familiar normalmente proporcionado por el esposo, quien trabaja en

una actividad relacionada al campo. De igual manera, el Banco quería empezar a dar créditos agrícolas y ganaderos pequeños que le permita ir conociendo este nuevo nicho de mercado.

En el Crédito Rural, se decidió regresar a nuestra metodología antigua: Créditos Solidarios; los resultados son realmente espectaculares, logramos una evolución de clientes muy importante.

EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO RURAL (millones de S/.)



Creo que estas importantes experiencias nos permiten llegar a algunas conclusiones finales:

- a) Los empresarios de la microempresa son un motor importante de la economía.

b) Hay potencial en la base de la pirámide.

c) Las instituciones de microempresa son una herramienta importante para cooperar con el desarrollo de los empresarios de la microempresa.
- d) Cualquier legislación que permita al empresario de la microempresa mejorar su formalización va a permitir mejorar su negocio.

e) No hay que subsidiar a la microempresa. Los subsidios no son sostenibles en el tiempo.

f) Cualquier control de tasas no incentivaría a las instituciones a incursionar en zonas alejadas.

REGULANDO POR ESTÁNDARES: EL ESTÁNDAR DEL INVERSIONISTA RAZONABLE EN EL MERCADO DE VALORES

Narghis Torres Pérez*

La aplicación de criterios de razonabilidad es, hoy en día, uno de los principales mecanismos de análisis con el que cuentan los operadores del derecho. En el ámbito de la regulación, se utilizan también como supuestos para medir el comportamiento razonablemente exigido de un actor. Su contenido y alcance exactos, sin embargo, no constituyen aún un tema resuelto.

En las siguientes páginas, el autor reflexiona acerca de la regulación por estándares, normas y lineamientos, así como de los parámetros de razonabilidad en Derecho, para finalmente formular una propuesta de aplicación realista del estándar del inversionista razonable, tomando como base doctrina extranjera y recientes piezas jurisprudenciales.

* Abogado por la Universidad Nacional Mayor de San Marcos. Master in Laws (LL.M.), University of Chicago. Profesor de la Facultad de Derecho de la Universidad Nacional Mayor de San Marcos y de la Universidad de Administración de Negocios para Graduados (ESAN).

I. CONSIDERACIONES PREVIAS

Es muy probable que en más de una ocasión usted haya escuchado, leído o utilizado las expresiones “hombre razonable”, “diligencia razonable”, “duda razonable” o “valor razonable” a efectos de describir un hecho o evaluar una conducta. Por otro lado, muchas veces dichos términos se utilizan para decidir en uno u otro sentido controversias y consultas en derecho, finanzas o negocios. Asimismo, es también frecuente encontrarse con estos términos en documentos y contratos. Es más, tal ha sido la aceptación y utilidad de estas expresiones que el Derecho los ha venido incorporado como parte de sus normas y de lo que se denomina regulación por estándares en la teoría y práctica regulatoria.

Considerando lo anterior, el propósito del presente artículo es analizar la aplicación, utilidad e importancia de la regulación por estándares, particularmente del denominado estándar del inversionista razonable, en las operaciones y transacciones que se realizan en el mercado de valores.

Las reflexiones, argumentos e ideas del presente artículo se formularán con especial referencia a los casos en los que se analizaron y resolvieron los alcances del estándar del inversionista razonable en el mercado de valores peruano, a efectos de sustentar la conveniencia de utilizar la regulación por estándares en el mercado de valores y proponer ciertos lineamientos para su adecuada aplicación en el caso del estándar del inversionista razonable.

II. POLÍTICA REGULATORIA Y REGULACIÓN POR ESTÁNDARES

Entre las formas de regular, la Teoría o Política Regulatoria recoge de manera general dos: la taxativa y la regulación por estándares o principios. Mientras la taxativa regula o tipifica conductas o normas de comportamiento de manera expresa y detallada, la regulación por estándares o principios lo hace en base a enunciados generales en los que las circunstancias y el contexto de cada caso determina fundamentalmente el contenido y la forma como serán aplicados. De esta manera, la regulación por estándares o principios permite un margen de interpretación y aplicación mayor. Y ciertamente, requiere un mayor nivel de

conocimiento y experiencia tanto de las actividades que pretender normar como de su regulación específica. El estándar del inversionista razonable es un ejemplo de ello.

III. ¿QUÉ SE ENTIENDE POR RAZONABLE? SU VINCULACIÓN CON EL CONCEPTO DE RELEVANTE O MATERIAL

Cuando hablamos de razonable estamos hablando de un criterio de valoración para orientar y apreciar una conducta. En ese sentido, lo razonable hace referencia al comportamiento de alguien respecto de o en relación con algo. Es decir, no en abstracto sino dentro de un contexto.

Ahora bien, en el caso del mercado de valores, para que una conducta sea razonable el hecho respecto del cual se evaluará la conducta deberá ser relevante de acuerdo al contexto y a las consecuencias que origine o pueda originar. Y, es aceptado en el caso del mercado de valores que un hecho será relevante si su ocurrencia influye o puede influir en una decisión de inversión (o de mantener dicha inversión o desinvertir, según sea el caso).

Lo expuesto es particularmente importante para entender y aplicar el concepto de inversionista razonable, debido a que la regulación, doctrina y jurisprudencia del Derecho del mercado de valores considera que, establecida la relevancia o materialidad del hecho, éste adquiere importancia jurídica en el sentido de exigir un determinado tipo de conducta o configurar un hecho que merece protección, y ante el cual un hombre razonable debe actuar de una determinada manera.

IV. El Estándar del Hombre Razonable

El estándar del hombre razonable es una construcción o ficción legal que se encuentra tanto en el sistema del Derecho anglosajón o *common law* como en el sistema de Derecho civil o continental. Es una expresión contemporánea de la denominada “regla dorada” existente en ambos sistemas de Derecho en el sentido de “no esperar demasiado ni poco de las personas respecto de su conducta”¹. Inicialmente, fue utilizado para determinar si una persona era responsable o no en función a si sus acciones u omisiones contribuyeron a que los perjuicios se produjeran. Así, empezó siendo utilizada en el Derecho civil –en los temas de responsabilidad y en su

equivalente de *torts* del Derecho anglosajón— como una forma de exigir a las personas ciertos tipos de conducta para proteger sus intereses y los de la sociedad. En tal sentido, buscaba incentivar un comportamiento responsable.

El hombre razonable es una persona hipotética que ejerce las cualidades de atención, conocimiento, inteligencia y juicio necesarias y que la sociedad demanda de sus miembros para la protección de sus propios intereses y de terceros. Así, se configura como un medio para evaluar con criterio objetivo algo que es doblemente subjetivo: la valoración humana de otra conducta humana.

Por otro lado, la aplicación del estándar del hombre razonable muchas veces ocurre sin mencionarlo expresamente como tal, sino calificando ciertas conductas, como por ejemplo si se es, se ha tenido o existe “diligencia razonable”, “cuidado razonable”, “duda razonable”, “compensación razonable”, “valor razonable”, “manera razonable”, “esfuerzo razonable”, etcétera². Sin embargo, es claro que estas frases hacen referencia a acciones realizadas por personas respecto de algo. Es decir, son el resultado —o lo que debería resultar— de una persona que se comporta de cierta manera ante una situación determinada. En este contexto, la palabra “razonable” permite dar “contenido” a otras palabras, frases o conductas. Por eso, se considera que permite “llenar” vacíos, o elaborar conceptos.

En razón de lo expuesto, el estándar del hombre razonable no tiene un contenido estático. Por ello, no es posible deducir conclusiones directamente de él. No tiene contenido propio. El contenido se lo da la relación, el contexto en la que dicho hombre actúa o se relaciona. Consecuentemente, no hay un solo “modelo” de hombre razonable. Éste se “crea” en cada caso, y estará determinado por las circunstancias y ciertos lineamientos que señalo más adelante.

Por tanto, el estándar “hombre razonable” es un modelo para evaluar una conducta teniendo en cuenta un contexto, circunstancias o actividad determinada, a efecto de que se genere un resultado satisfactorio, adecuado y coherente cuando se aplique una norma o se decida un caso.

Ahora bien, aceptado lo anterior, cabe preguntarse: ¿Satisfactorio respecto de qué? ¿Adecuado a qué? ¿Coherente con qué? Pues, en primer lugar, con lo que la sociedad ha considerado que es beneficioso, merecedor de protección o promoción, es decir, entre otros, con el sistema regulatorio e institucional que se ha establecido para lograrlo. En tal sentido, y tratándose del mercado de valores, el resultado de tal valoración será satisfactorio, adecuado y coherente si está conforme con los principios, normas e instituciones establecidos para dicho mercado.

Por ello, tanto el contenido como la forma de aplicación del referido estándar estará condicionado por el marco regulatorio existente aplicable a las partes y a la relación establecida entre ellos, y en la que se exige el cumplimiento de tal estándar. Estas normas van a determinar el nivel de rigurosidad o permisibilidad considerado como aceptable.

Lo anterior es importante porque va a permitir la adecuación de las normas a la realidad. En tal sentido, se trata de un mecanismo que permite incorporar cambios o características sociales a las normas, su actualización, su permanente contacto con la realidad. Es por ello que el contenido y los alcances del estándar del inversionista razonable han ido variando. Éste no ha sido estático en el transcurso del tiempo, y por ello se ha ido aplicando y conceptualizando a áreas específicas de la Economía y el Derecho, como es el caso de las inversiones y el mercado de valores, tal cual veremos a continuación.

V. INVERSIONISTA RAZONABLE

El estándar del inversionista razonable deriva del estándar del hombre razonable que se empezó a utilizar para evaluar las conductas de las personas a efectos de imputarles, reducirles o eliminar su responsabilidad al momento de aplicar una norma en un contexto o circunstancia determinada. Ello fue desarrollándose fundamentalmente en las actividades comerciales y financieras, lo que ha derivado que en el caso específico del mercado de valores existan en la actualidad dos variantes: el denominado estándar del inversionista razonable para el inversionista común individual —conocido también como *retail*— y otra aún más exigente aplicable a los que administran valores o

² Véase al respecto: Blacks Law Dictionary. West Publishing Co. Sixth Edition. 1990. p. 1265. Voz: “Reasonable”.

manejan activos, como son los inversionistas institucionales o sofisticados, que se dedican al negocio de administración de activos (*asset management*) o a inversiones.

Es decir, la regla tiene dos aplicaciones distintas, cada una con contenidos y exigencias distintas. Una aplicable a los comitentes, a los inversionistas, ya sean éstos personas naturales o jurídicas comunes, sin conocimiento y experiencia en el mercado de valores, y otro a los denominados inversionistas institucionales, sofisticados o administradores de activos o portafolios o con conocimiento y/o experiencia en inversiones. En el primer caso se le sigue denominando estándar del inversionista razonable, en tanto que en el segundo caso se le ha empezado a denominar de manera particular como estándar del inversionista prudente e incluso ha llegado a codificarse algunas de sus prácticas y exigencias, como ha ocurrido en el caso de la *Prudent Investor Act*.

El no aplicar esta distinción muchas veces origina que se confunda un tipo con otro y se le exija –injustificadamente– el estándar apropiado para un inversionista institucional o sofisticado a un inversionista común (*retail*). Así, esto no sólo es inadecuado para un caso en concreto, sino para todo el sistema regulatorio, porque incrementa los costos de transacción y la percepción de razonabilidad y transparencia del mercado, lo que sin duda en Derecho puede ser considerado como “injusto”.

Ahora bien, en la relación entre razonable y relevante o material, la regulación del mercado de valores ha desarrollado la interpretación que un inversionista razonable debe actuar o reaccionar ante un hecho considerado como relevante o material. Es decir, la relevancia de un hecho o una situación condiciona la valoración de si una conducta o respuesta es razonable. Entonces, algo será relevante o material si es sustancialmente probable la reacción de un inversionista razonable³.

Por ello, el significado de inversionista razonable se ha determinado estableciendo primero si la

conducta respecto de la cual se le exige una acción u abstención es un hecho material, relevante y determinante en su decisión de inversión⁴. En tal sentido, el desarrollo doctrinario y la jurisprudencia que regula el mercado de valores ha establecido que ello se debe hacer mediante un análisis de la probabilidad/magnitud, en el sentido que lo “relevante dependerá de balancear la indicada probabilidad que un evento ocurrirá y la magnitud/impacto del tal”⁵. En este sentido, cuando estamos evaluando riesgos de inversión en el mercado de valores, se ha establecido o recogido el estándar de lo relevante (*materiality standard*) que se refiere exclusivamente a la probabilidad y magnitud del resultado riesgoso.

En razón de lo expuesto, un inversionista es razonable cuando ante un hecho relevante o material evalúa y calcula riesgos y actúa en base a ello. Y la forma como lo hace es estimando la probabilidad y magnitud de que éste ocurra⁶. Es por ello que el estándar del inversionista razonable es considerado como una herramienta o modelo para entender el mercado de valores⁷.

Ahora bien, lo anterior no es tarea fácil para aquel que en un determinado caso es el denominado “inversionista razonable”, puesto que para establecer si un hecho es relevante o material deberá requerir información y conocer los hechos más importantes del contexto en el que se dan. No olvidemos que es relativamente más simple evaluar *ex post* la relevancia o materialidad de un hecho o una conducta que al momento mismo que éstos ocurrieron.

Por ello, es muy difícil determinar con certeza qué es lo que un inversionista razonable considera importante o aquello por lo que puede ser engañado, salvo en aquellos mercados desarrollados que operan con un alto nivel de certeza e información, que como sabemos no es el caso del mercado peruano (aún). Es por ello que se considera que, ante la ausencia de información cuantificable y probada, los abogados y jueces que busquen determinarlo muchas veces lo derivan implícitamente de su propio conocimiento y experiencia⁸, lo que

³ Al respecto, puede verse lo establecido en la Regulación 10(b)(5) de la Ley de Valores de 1934 de los Estados Unidos de Norteamérica, en la que se establece, por ejemplo, que para determinar la responsabilidad individual por fraude se debe aplicar el denominado “reasonable man test”, que no es otra cosa que el estándar del inversionista razonable.

⁴ Ello fue reconocido en un precedente relevante (leading case) en *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224,239 (1988).

⁵ *SEC v. Texas Gulf Sulphur, Co.* 401 F.2d 833, 849. Second Circuit. 1968. Cert. denied, 394 U.S. 976 (1969).

⁶ HUANG H. Peter. “Investing and the Supreme Court: Rethinking the Materiality of Information and the Reasonableness of Investors”. En: University of Pennsylvania Law School. Institute for Law and Economics. Research Paper 04-06. Marzo 2004. p. 14.

⁷ *Ibid.* p. 15.

⁸ Véase: LANGEVOORT C., Donald. “Disclosures that “Bespeak Caution”. En: *Business Lawyer*. Volumen 49. 1994. p. 48.

introduce “un riesgo serio de prejuicio inconsciente, debido a que las percepciones acerca del comportamiento o conducta económica de otros puede ser muy libres, forzadas o condicionadas por intereses”⁹.

VI. OTRAS DISPOSICIONES APLICABLES RELEVANTES

La Organización Internacional de Organismos Reguladores del Mercado de Valores (IOSCO por sus siglas en inglés) ha establecido algunos principios relacionados y/o relevantes con el presente tema¹⁰. Así, ha dispuesto que sus miembros, entre los cuales está la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (en adelante, CONASEV), al momento que tomen decisiones que impliquen el desarrollo de su política regulatoria –y el resolver sobre los alcances y aplicación del estándar del inversionista razonable con seguridad que lo es– deben considerar el impacto de los requisitos impuestos (como lo es un estándar)¹¹.

De esta manera, en primer lugar, reafirma el criterio de que uno de los objetivos de toda regulación del mercado de valores es la protección del inversionista, y ello no significa que el inversionista debe siempre tener la razón o interpretarse o aplicarse las normas a su favor, sino en el sentido que éstos deben ser protegidos de prácticas fraudulentas y del mal uso de sus fondos y/o activos¹².

El IOSCO también ha establecido expresamente que los intermediarios, como es el caso de las sociedades agentes de bolsa, deben de cumplir con estándares y conducta operacional orientada a proteger los intereses de sus clientes y el manejo apropiado del riesgo¹³. En tal sentido, ello se expresa en tres aspectos: (i) *Integridad y Diligencia*: seguir altos estándares de integridad y trato equitativo para con sus clientes, siempre actuando en el mejor interés de sus clientes y de la integridad del mercado; (ii) *Información para clientes*: proveer información a sus clientes de manera completa y a tiempo que les permita a éstos realizar una balanceada e informada decisión de

inversión; y (iii) *Protección de activos del cliente*: cuando una firma de valores tiene control sobre los activos de un cliente, debe tomar todas las medidas razonables para resguardarlos y evitar su mal uso, uso no autorizado o pérdida¹⁴.

Otro de los temas en el que el IOSCO ha puesto particular atención es el referido a la obligación que tienen los intermediarios que actúan en el mercado de valores de proteger los activos de sus clientes. Así, consideran que ello es el objetivo central de toda disposición o principio de protección al inversionista¹⁵. Esto se da así debido a que si el público en general pierde la confianza en los intermediarios a los que confían sus activos se producirían ineficiencias en el mercado. Ello ocurriría debido a que los clientes tendrían que dedicar recursos adicionales y tiempo a monitorear sus inversiones, a pesar de haber destinado recursos (comisiones) para pagar a un intermediario para que lo haga por ellos. Asimismo, pueden decidir no participar en el mercado si consideran que el riesgo de fraude –o que el mismo no sea adecuadamente sancionado y compensado– es demasiado alto. En tal sentido, uno de los objetivos de toda regulación o estándar debe ser incrementar/mejorar la protección al inversionista y la confianza del público¹⁶.

Es así que, por ejemplo, en la recomendación 16 del IOSCO, referida a las previsiones que deben tomar los intermediarios cuando se realicen operaciones de préstamo de valores o reporte, se señala expresamente que se debe contar con la autorización previa y la documentación pertinente de la misma, es decir, documentarla, lo que implica obtener las autorizaciones de dichas operaciones¹⁷.

VII. LA APLICACIÓN DEL ESTÁNDAR DEL INVERSIONISTA RAZONABLE EN EL CASO PERUANO

En Perú, recientemente se planteó el tema del inversionista razonable en dos casos en los que se resolvió su alcance como consecuencia de reclamaciones administrativas presentadas ante la Bolsa de Valores de Lima y CONASEV por dos

⁹ Véase: BAINBRIDGE, Stephen M. y Mitu GULATI. “How do judges maximize? Rules of Thumb in Securities Fraud Opinions”. En: Emory Law Journal. Volumen 51. 2002. p. 85.

¹⁰ International Organization of Securities Commissions (IOSCO). “Objectives and Principles of Securities Regulation”. Mayo 2003. p. 47.

¹¹ Ibid. p. 8.

¹² Ibid. p. 5. Numeral 4.2.1.

¹³ Ibid. p. 32.

¹⁴ Ibid. p. 36.

¹⁵ IOSCO. “Client Asset Protection. Report of the Iosco Technical Committee”. Agosto, 1996. p. 1.

¹⁶ Ibid. p. 7.

¹⁷ Ibid. p. 26.

inversionistas contra una sociedad agente de bolsa¹⁸.

En dichos casos, en primera instancia, la Cámara de Controversias de la Bolsa de Valores de Lima declaró infundadas en su parte sustantiva dichas reclamaciones, aduciendo que los inversionistas no se habían comportado de acuerdo al estándar del inversionista razonable, ya que estos conocieron o razonablemente pudieron conocer ciertos hechos que hubieran determinado que hubiesen tenido que tomar medidas para proteger su patrimonio y/o presentar con mayor anticipación su reclamo.

En efecto, la Cámara de Controversias de la Bolsa de Valores de Lima señaló que “(...) para establecer la procedencia de la presente denuncia es necesario determinar si el denunciante estuvo en condiciones de conocer **razonablemente** los hechos materia de la denuncia, es decir, las infracciones de SURINVEST, con una antigüedad no mayor de 90 días de formulada la denuncia” (resaltado agregado).

En tal sentido, para la Cámara de Controversias de la Bolsa de Valores de Lima, el tema central giró en torno al momento en el que el denunciante y/o su apoderado debieron estar en condiciones de razonablemente conocer los hechos denunciados. Afirieron los miembros de dicha cámara que “(...) para acogerse al plazo subjetivo del artículo 8 del Reglamento de Solución de Controversias de la Bolsa de Valores de Lima aprobado por la Resolución CONASEV 087-98-EF/94.10¹⁹, **tiene que haber habido un proceder razonable, lo que supone la diligencia ordinaria requerida**, la misma que libera según el artículo 1314 del Código Civil de

la responsabilidad por cumplimientos tardíos, defectuosos o parciales, la que no ha existido en el presente caso” (resaltado agregado).

En razón de lo expuesto, en dichos casos se tuvo que determinar si los denunciantes y/o su apoderado tuvieron un proceder razonable, ajustado a la diligencia ordinaria requerida, lo que efectivamente reconoció en segunda instancia el Tribunal Administrativo de CONASEV.

En efecto, la Bolsa de Valores de Lima pretendió imputarles un estándar de diligencia de un inversionista institucional o sofisticado a dos personas naturales, sin conocimiento o experiencia relevante en el mercado de valores, que incluso se comportaron diligentemente de acuerdo a las circunstancias y el contexto en el que se desarrollaron los hechos de los casos: un fraude por parte de una sociedad agente de bolsa.

En tal sentido, en los casos se planteó si resultaba razonable exigirle a un inversionista no institucional o no sofisticado un nivel de diligencia tan elevado que lo obligue a revisar minuciosamente todos los actos realizados en su nombre por una sociedad agente de bolsa. Opino que no. La diligencia ordinaria de cualquier persona definitivamente no lo requiere. Justamente, la presencia e intervención de agentes de intermediación, entidades profesionales especializadas en el mercado de valores y debidamente supervisadas por CONASEV, sirve para reducir costos de transacción como los señalados. Sostener lo contrario implicaría desnaturalizar y llevar a un extremo de desconfianza la relación entre el comitente y la sociedad agente de bolsa.

¹⁸ Véase: Resolución 024-2006-EF/94.12 de fecha 13 de febrero de 2006 y Resolución 051-2006-EF/94.12 de fecha 14 de marzo de 2006. Tribunal Administrativo de CONASEV.

¹⁹ Reglamento de Solución de Controversias de la Bolsa de Valores de Lima, Artículo 8. – Generalidades. – “(...) Los reclamos y denuncias de parte sólo podrán ser presentadas ante el Área de Conciliación y Procuración dentro del plazo de 90 días, el cual será computado a partir de la fecha en que se cometió la infracción o desde que ésta pudo ser razonablemente conocida por el afectado. Transcurrido dicho plazo, la denuncia será declarada improcedente, no obstante, se remitirá una copia de la misma al Área de Supervisión a fin de que evalúe la posibilidad de iniciar una denuncia de oficio contra la sociedad agente infractora (...)” (resaltado agregado).

El reglamento anteriormente citado estuvo vigente hasta el 24 de Julio de 2006, fecha en que entró en vigencia el nuevo reglamento que fue aprobado por la Resolución CONASEV 042-2006-EF/94.10. El Reglamento vigente también contiene una disposición similar a la del artículo 8 del reglamento derogado, la cual se encuentra contenida en el artículo 12 y que señala lo siguiente: “Los reclamos o demandas interpuestas ante cualquier de las vías señaladas en el artículo precedente serán respaldadas por el Fondo siempre y cuando se verifique que se hubieren presentado dentro de los 90 días de realizada la comisión de la infracción o desde que ésta fue razonablemente conocida por el comitente. Se presume que una infracción es razonablemente conocida por el comitente desde el momento que toma conocimiento de la misma, a través de cualquier medio documental que se encuentre acreditado en el procedimiento respectivo. De no encontrarse evidenciado dicho hecho, el plazo previsto en el párrafo precedente opera desde el momento de la comisión de la infracción (...)” (resaltado agregado).

Como se puede apreciar, el nuevo Reglamento recoge nuevamente el concepto de razonabilidad respecto de la conducta que debe mostrar un inversionista para presentar un reclamo con cargo al Fondo de Garantía, y adicionalmente establece la presunción que ello ocurre si: (i) tomó conocimiento a través de cualquier medio documental, (ii) dicho medio se encuentra acreditado en el procedimiento.

De otro lado, ¿qué seguridad y protección tendrían los inversionistas no institucionales o no sofisticados en el mercado de valores si, ante una operación fraudulenta llevada a cabo por una entidad supervisada por CONASEV como es una sociedad agente de bolsa, se requiriese a dichos inversionistas, como pretendía hacerlo la Cámara de Controversias de la Bolsa de Valores de Lima, estándares de diligencia que excedían lo razonable? Se estaría sentando un precedente negativo en el mercado de valores peruano, al colocar en una situación de desventaja y asimetría a potenciales víctimas de operaciones fraudulentas en el mercado de valores.

Si reconocemos que uno de los principios que orienta la regulación del mercado de valores en el Perú es la adecuada protección del inversionista (artículo 1 del Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores), resultaba inadmisibles que se pretendiese reconocer como válidas las premisas y argumentos planteados por la Bolsa de Valores de Lima en estos dos casos.

En efecto, atribuirle al denunciante la responsabilidad de tener que sospechar de la regularidad de determinados actos dolosos, que fueron muy bien encubiertos y ejecutados por una entidad regulada y supervisada por CONASEV, implicaba elevar el estándar de diligencia ordinaria requerida a los inversionistas privados a niveles extremadamente altos, perjudiciales y absolutamente irracionales e ineficientes para efectos del correcto y ordenado desarrollo del mercado de valores peruano. Resultaba irracional e ineficiente hacerlo, puesto que los costos de monitoreo y funcionamiento del sistema en general se elevarían de manera considerable.

Si se hubiese aceptado este muy elevado estándar de diligencia invocado por la Cámara de Controversias de la Bolsa de Valores de Lima, se estaría creando nuevos e innecesarios costos de transacción en el mercado bursátil peruano. Así, si los inversionistas no institucionales tuvieran la obligación de revisar el aspecto operativo de cada una de las transacciones que realizan en la bolsa de valores, por el temor de ser estafados, se estarían creando costos de transacción adicionales y absurdos, además de una potencial incertidumbre sistémica.

Afortunadamente, en los casos en comentario, el Tribunal Administrativo de CONASEV entendió que una de las formas más limitadas, ineficientes y peligrosas para regular o resolver cualquier caso en Derecho, particularmente aquellos que tienen una connotación económica como son los casos

relacionados con el mercado de valores, es pretender regular una actividad o analizar una conducta por estancos: es decir, tratar de entender una conducta, emitir un juicio o dar una opinión “aislando” un hecho o “aplicando” una regulación –en este caso el estándar del hombre razonable– sin considerar el **contexto** en el que ésta se ha dado.

En efecto, lo anterior ocurre cuando se trata de “colocar” una conducta o una norma en un “microscopio legal”, sin entender que dicha conducta o norma se da dentro de una relación comercial, contractual, lo que conocemos como una relación jurídica. Es decir, sin considerar que el contexto de dicha conducta o norma es la relación jurídica establecida por las partes.

Por otro lado, CONASEV también aceptó el argumento que se debía tener presente que tanto la relación jurídica como las partes que la establecen se encuentran reguladas. Y que esa regulación es la que va a determinar los alcances y límites de la aplicación de los estándares que se quieran aplicar para evaluar la conducta de las partes de dicha relación. Ello fue obviado de manera injustificada por la Cámara de Controversias de la Bolsa de Valores de Lima.

La Cámara de Controversias no consideró que el estándar del inversionista razonable esté condicionado por la relevancia o materialidad de los hechos. Tampoco consideró que ésta se dé en el contexto de la relación comitente-agente de intermediación, relación y parte que está regulada y que por lo tanto era la regulación aplicable a tal relación y al agente de intermediación, lo que determinaba la interpretación y aplicación del referido estándar.

Adicionalmente, la Cámara aplicó el estándar considerado como si se tratase de una relación o contexto normal, olvidando que se trataba de un fraude en el que no se había determinado su exacta fecha de inicio y que se produjo en forma continua. En tal sentido, se debía ser muy cuidadoso o evitar en un contexto como ese el pretender exigir un nivel de certeza en la conducta y en la estimación de plazos, debiéndose tener un margen mayor de flexibilidad, de razonabilidad. Sino, lo que se produciría sería una resolución que no es razonable, como lo fue la resolución de la Cámara de Controversias de la Bolsa de Valores de Lima.

Igual de peligroso y poco riguroso era tratar de aplicar el estándar del inversionista razonable sin tener presente que no puede ser aplicado o

interpretado de cualquier manera, que para que su naturaleza y aplicación sea coherente y efectiva, ésta debe hacerse de conformidad con los principios y marcos conceptuales de la teoría regulatoria en general y de la regulación por estándares o principios en particular.

Por ello, la decisión de la Bolsa de Valores de Lima desconoció las implicancias de política regulatoria de su decisión y demostró ausencia de coherencia interpretativa y argumentativa, lo que fue corregido por el Tribunal Administrativo de CONASEV, quien finalmente entendió que la aplicación del estándar del inversionista razonable no debe hacerse mediante presunciones sobre la conducta de los inversionistas y de los intermediarios, sino debe utilizar como referente el marco regulatorio que ellos están obligados a cumplir, así como los hechos probados del caso.

Asimismo, el Tribunal señaló que a todo inversionista se le debe exigir un “mínimo de diligencia”²⁰, lo que significaba que no era aplicable el estándar elevado que pretendía imputar la bolsa; que en “un estado de normalidad”²¹ para el cliente, no era razonable exigirle a éste una mayor diligencia, y que sólo correspondía exigírsele “el conocimiento de un inversionista promedio o razonable”²².

De esta manera, el Tribunal ratificó los lineamientos que al respecto había establecido en el año 2002 en la Resolución CONASEV 032-2002-EF/94.12 y en el año 2003 en la Resolución CONASEV 113-2003-EF/94.12. En la primera resolución citada, señaló que: el inversionista sensato o razonable: “(...) se caracteriza en general, por no ser demasiado astuto ni demasiado torpe, no es un profesional en la materia, aunque cuenta con suficiente capacidad para entender el sentido de sus actos, tiene un cierto conocimiento y/o experiencia sobre el comportamiento del mercado y de las normas que lo regulan, es suficientemente consciente del riesgo que éste implica, medita antes de tomar una decisión de inversión adoptando precauciones razonables y dedican

tiempo prudencial a la obtención de información y, en general, al manejo de sus inversiones”²³.

Posteriormente, en la Resolución CONASEV 113-2003-EF/94.12, ratificó lo anteriormente citado al señalar que “(...), este Tribunal asimila el concepto de inversionista sensato al antes mencionado hombre razonable. Dicho inversionista sensato se caracteriza en general, por no ser demasiado astuto ni demasiado torpe, ni extremadamente diligente ni absolutamente negligente. No es un profesional en la materia, aunque cuenta con suficiente capacidad para entender el sentido de sus actos, tiene un cierto conocimiento y/o experiencia sobre el comportamiento del mercado y es suficientemente consciente del riesgo que éste implica, dedicando un tiempo prudencial a la obtención de información y, en general al manejo de sus inversiones”²⁴.

Finalmente, en la Resolución 116-2003/94.12 del 28 de octubre de 2003, el Tribunal nuevamente continuó en dicha línea de conceptualización al indicar que existirían tres tipos de inversionistas: (i) el institucional, (ii) el sofisticado y (iii) el sensato, medio o razonable. Respecto de este último, CONASEV precisó que este “(...) es capaz de evaluar –sin necesidad de ser analista especializado– el riesgo de valores sobre los cuales tiene interés antes de adoptar una decisión de inversión o desinversión, teniendo como elemento de juicio la información que éste tiene a su alcance”²⁵.

Merecen destacarse dos elementos de la citada resolución: el que reconoce que todo inversionista razonable evalúa riesgos, y que lo hace en base a información que está a su alcance. Aquí nuevamente tiene relevancia la idea de razonabilidad, pues ella nos permitirá, primero, evaluar si los riesgos identificados eran relevantes –en el sentido de relación magnitud/probabilidad– y, en segundo lugar, si se actuó razonablemente para obtener la información, es decir determinar sus acciones/omisiones

²⁰ Véase: Tribunal Administrativo de CONASEV. Resolución 024-2006-EF/94.12. Considerando 47.

²¹ Véase: Tribunal Administrativo de CONASEV. Resolución 051-2006-EF/94.12. Considerando 49.

²² Véase: Tribunal Administrativo de CONASEV. Resolución 051-2006-EF/94.12. Considerando 47.

²³ Véase: Tribunal Administrativo de CONASEV. Resolución 032-2002-EF/94.12.

²⁴ Véase: Tribunal Administrativo de CONASEV. Resolución CONASEV 113-2003-EF/94.12.

²⁵ Véase: Resolución CONASEV 116-2003/94.12 de 28 de Octubre de 2003. A efectos de apreciar aún más las características del inversionista razonable es interesante notar la diferencia en cuanto a estándares entre el inversionista razonable respecto del inversionista sofisticado que CONASEV señala en la misma resolución. En efecto, respecto del sofisticado, CONASEV lo define como: “(...) aquel que tiene capacidad para entender y manejar asuntos relativos a inversiones en valores, mercados y cuestiones financieras conexas, que cuenta con capacidad intelectual, formación y experiencia suficientes como para evaluar las recomendaciones del intermediario y formarse su propio juicio independientemente sobre las mismas (...)”.

relevantes respecto de sus circunstancias de acceso/ alcance a la información en cada caso concreto.

En efecto, el tema de la información es determinante para evaluar si una conducta fue razonable o no, pues no sólo se evalúa si ella estaba a disposición de un inversionista razonable (no del inversionista en particular de cada caso), sino también si el contenido de dicha información era relevante, es decir, si ameritaba que un inversionista razonable tomase alguna acción respecto de ella.

De lo expuesto se concluye que la jurisprudencia dada por CONASEV respecto del tema del inversionista razonable señala que éste reúne como mínimo seis características, de las cuales tres son generales y tres específicas al caso de inversiones. Las generales son: (i) no es un profesional en el campo de inversiones, pero tiene cierto conocimiento del mercado, (ii) no es extremadamente diligente, pero tampoco absolutamente negligente, y (iii) es consciente del sentido de sus actos. Las particulares se refieren a: (iv) evaluación del riesgo de inversión, (v) tomar precauciones respecto a dicho riesgo, y (vi) dedicar tiempo a obtener información y monitorear sus inversiones.

De esta manera, la regulación peruana ha establecido dichos lineamientos de conducta *ex ante* y *ex post* que deben ser considerados al momento de evaluar si un inversionista fue razonable o no.

VIII. RAZONABILIDAD, ESTÁNDARES Y DERECHO

Toda regulación del mercado de valores presupone, y a la vez debe, tratar de incentivar un modelo con dos características: conducta racional y mercados eficientes. En consecuencia, la interpretación y aplicación de un estándar como el del inversionista razonable debe buscar lograr lo anterior²⁶.

Ahora bien, es sabido que los jueces y reguladores buscan, consciente o inconscientemente, imponer sus preferencias personales y valores en la sociedad²⁷. Ello ocurre cuando interpretan y aplican normas y estándares.

Es así que mientras que las normas legales (*rules*) requieren o prohíben conductas específicas, la determinación de su cumplimiento o incumplimiento es más sencilla al no exigir un conocimiento y/o experiencia significativos para resolver los casos en base a ellos. Los estándares requieren un mayor conocimiento y/o experiencia de quien va a resolver, una mayor madurez y juicio, así como una adecuada capacidad de identificar, analizar y tomar en cuenta los hechos y circunstancias relevantes de cada caso.

En razón de lo anterior, y considerando que en general los jueces y quienes resuelven los casos se encuentran mejor preparados y tienen una institucionalidad más desarrollada en los países desarrollados, se ha sostenido que la regulación por estándares no hace sentido en los países en desarrollo.

Uno de los que ha sostenido ello es Richard Posner, quien ha señalado: "La relativa simplicidad de las normas legales tiene dos consecuencias para los poderes judiciales débiles que uno suele encontrar en países pobres. La primera es que la aplicación de las normas legales impone menos exigencias en tiempo y competencia de los jueces y, por lo tanto, es menos costoso y más probable que su aplicación sea precisa. La precisión es un poco ilusoria, porque una característica de la regulación por normas legales es que ellas nunca se adaptan a las realidades complejas que buscan regular. A pesar de ello, las normas legales son más eficientes que los estándares si son aplicados por jueces que tienen capacidad limitada para los detalles y flexibilidad que requiere el resolver casos por estándares. En segundo lugar, las normas legales facilitan el monitoreo de los jueces y por lo tanto reduce la probabilidad de sobornos y la interferencia política en el proceso judicial. Mientras menos discrecionalidad tenga un juez en sus decisiones, será más fácil establecer si el caso ha sido resuelto en contra de la ley o si se ha favorecido a una parte respecto de la otra"²⁸.

Discrepo con Posner en este tema. Si bien en principio su caracterización de los jueces y tribunales de los países en desarrollo puede ser, desafortunadamente, correcta en la mayoría de

²⁶ BAINBRIDGE, Stephen M. y Mitu GULATI. Op. cit. p. 93.

²⁷ POSNER, Richard. "Economic Analysis of Law". New York: Little, Brown and Co. 1973. p. 534.

²⁸ POSNER, Richard. "Creating a Legal Framework for Economic Development". En: World Bank Research Observer 13(1). 1998. p. 5. (Traducción libre).

los casos –incluyendo a la fecha el caso peruano– y ciertamente parecen razonables sus argumentos basados en las ventajas de las normas legales en cuanto a costos de aplicación por un lado y monitoreo por otro, es justamente el tema de la precisión, que menciona como “ilusoria”, lo que va a determinar que no sea exacto lo que el señala.

En efecto, en primer lugar los casos en derecho –especialmente los relacionados con temas económicos– así como su regulación no pueden ser vistos ni analizados como si fueran “blanco y negro” o si todas las cuestiones que se plantean en ellos puedan ser evaluados con un “sí” o un “no” o marcando un *checklist*. La realidad y la conducta humana son más complejas, y generalmente las partes, los jueces, reguladores o abogados se mueven en zonas grises. Por otro lado, la naturaleza interpretativa de las normas legales –por no mencionar la de los estándares– hace que sea posible que sobre un mismo hecho o norma existan varias interpretaciones o posiciones posibles. Ello determina que para regular ciertos casos o actividades sea razonable o suficiente utilizar normas legales y para otros lo más adecuado sea utilizar estándares, o que muchas veces se tenga que utilizar ambos. No existe, ni podría existir, un derecho basado únicamente en un tipo de regulación, sea en países desarrollados o en desarrollo.

Por otro lado, la falta de precisión que el mismo Posner señala haría que una regulación basada únicamente en normas legales sea ineficiente, ya que podría ocurrir que el fallo que se dé no haya considerado elementos relevantes que sólo pueden ser evaluados o argumentados utilizando estándares, o que no se considere toda la información relevante disponible que pueda generar la aplicación de los mismos, lo que haría que se asignen recursos (sentencias) a quien no tenía derecho o la razón sobre los mismos. Ello sin duda es ineficiente e injusto.

Al respecto, considero que el problema no es la discrecionalidad que conlleva la regulación por estándares, sino que ésta se convierta en arbitraria. Lo que se debe buscar es que ella sea adecuada y eficientemente aplicada, y ello se puede lograr

combinando el uso de estándares con lineamientos (*guidelines*). Estos lineamientos evitarían un exceso de discrecionalidad de los que resuelven los casos, tanto a nivel administrativo como judicial, reduciendo los riesgos que de ésta se convierta en arbitraria. Asimismo, permitirían que exista una razonable predictibilidad y el desarrollo de una jurisprudencia, facilitando que las ventajas que señala Posner para las normas legales también las pueda tener la regulación por estándares. Por otro lado, en la elaboración y promulgación de los lineamientos podrían participar todos los sectores involucrados, lo que los enriquecería y les daría mayor aceptación social y difusión²⁹. Por ello, considero que ésta es la mejor alternativa: el uso de estándares con lineamientos.

Ahora bien, en el caso del estándar del inversionista razonable, considero que los siguientes podrían ser algunos de los lineamientos aplicables:

1. Razonabilidad tiene que ver con evaluación de riesgos. Se le debe exigir al inversionista razonable que siempre evalúe los riesgos de cada inversión.
2. Respecto de los riesgos de su inversión, todo inversionista razonable debe tomar medidas *ex ante* para proteger su inversión.
3. Todo inversionista razonable debe dedicar tiempo a obtener información y monitorear su inversión.
4. La evaluación de riesgo debe hacerse en función de información al alcance de un inversionista razonable; es decir, la disposición/accesibilidad se hace tomando en cuenta al estándar de inversionista razonable, y ello se contrasta/evalúa con los hechos o circunstancias del inversionista en particular en cada caso.
5. La regulación por estándares siempre tiene que considerar el contexto, y en el caso del inversionista razonable, aquél lo forman los hechos de cada caso y el derecho aplicable a dichos hechos y a las partes involucradas.

²⁹ Véase: BREYER, Stephen G. “Regulation and its reform”. Harvard University Press. 1982. p. 107. Breyer realiza en este libro un detallado e interesante análisis del “standard-setting process” regulatorio. De acuerdo a la clasificación que hace sobre estándares, el estándar del inversionista razonable sería un “performance standard” antes que un “design standard”, debido a que el primero establece sus obligaciones en términos de objetivos últimos a ser alcanzados, mientras que los segundos entran a un mayor nivel de detalle. Por otro lado, precisa que los “performance standard” se caracterizan y tienen la ventaja de permitir una mayor flexibilidad y el cambio, que son tan necesarios y útiles en caso del mercado de valores y de las operaciones, transacciones y productos financieros. Este tipo de estándar, precisa además, es también el más complicado de hacer efectivo.

6. La regulación por estándares se enmarca siempre en una determinada política regulatoria y debe tener en cuenta los fines que ésta busca, puesto que el resultado de algo es razonable si es satisfactorio respecto de algo, algo que el Derecho considera valioso o socialmente promovible.

7. Debido a que la regulación por estándares debe permitir incorporar cambios, cuando se aplica el estándar del inversionista razonable se debe ser flexible a las nuevas circunstancias propias de cada caso.

8. La relevancia o razonabilidad de la conducta de un inversionista razonable estará determinada por la evaluación de la probabilidad y magnitud de la ocurrencia del hecho respecto del cual se le juzga.

9. Evaluar la razonabilidad de una conducta es más fácil *ex post* que *ex ante*. Por ello, no se debe prejuzgar ni establecer exigencias irrazonables a un inversionista antes de que realice su inversión.

10. En el caso de la regulación por estándares, algo será relevante si influye o podría influir en la decisión de inversión o no inversión de un inversionista.

11. La razonabilidad de la conducta de un inversionista la determina no que éste realice el “término medio” exacto (recuerden: ni muy diligente ni excesivamente negligente) sino que en algunos casos lo razonable podrá situarse entre ese “término medio” y un extremo u otro, lo que será determinado por las circunstancias de cada caso en particular.

12. No existe un “inversionista razonable” único, aplicable en cualquier lugar y en cualquier caso. Este se construye en cada caso sobre la base de ciertas características (como las establecidas en estos lineamientos).

En tal sentido, el accionar de los jueces y de los reguladores no debería apartarse de ciertos principios orientadores –como los propuestos

para el caso del inversionista razonable– y de las normas que regulan la actividad sobre la que opinan. Éstos también deben de tomar en consideración que su fallo sea coherente con la política regulatoria que las normas buscan implementar, particularmente si se trata del mercado de valores.

Debido a ello, toda regulación del mercado de valores, y los casos que se decidan sobre la base de ella, deben también tomar en cuenta los fundamentos de la política regulatoria, y lo deben hacer sin modificar o tergiversar el texto de la norma, y sobre todo considerando los efectos en el marco general de regulación y en la actividad en sí³⁰.

Por otro lado, toda doctrina o estándar se hace sobre supuestos. El del inversionista razonable no es la excepción. Y éste es el de información, porque para que pueda hacer lo que el modelo de mercado y regulatorio esperan –que evalúe riesgos– se busca que el inversionista reaccione ante información y los intermediarios a normas o incentivos³¹.

Asimismo, se debe tener presente y promover las siguientes características del inversionista y del mercado: racionalidad limitada, costos de transacción y costos de agencia³².

De otro lado, el tema de la racionalidad es algo que está siempre sujeto a cambios, adaptación y también a cuestionamientos en cuanto a aplicaciones que no sean coherentes o que presupongan que los inversionistas tengan siempre la información necesaria para actuar³³. Y justamente la regulación por estándares permite adaptarse a los cambios, al carácter especulativo y evolución de los mercados y productos y servicios financieros.

La racionalidad limitada (debido a que los inversionistas no cuentan con toda la información relevante) y las limitaciones institucionales (un mercado con deficientes controles *ex ante* o *ex post*) determinan que la aplicación del estándar del inversionista razonable se deba hacer también teniendo presente las normas que regulan el mercado de valores peruano.

³⁰ Véase: BAINBRIDGE, Stephen M. y Mitu GULATI. Op. cit. p. 95.

³¹ Ibid. p. 83.

³² Ibid. p. 84.

³³ Véase: KOROBIKIN, Russel B. y Thomas S. ULEN. “Law and Behavioral Science: Removing the Rationality Assumption from Law and Economics”. En: California Law Review. Volumen 88. 1999. pp. 1075-1076.

Por ello, la interpretación y argumentación que propongo en el caso de la aplicación del estándar del inversionista razonable busca colocar los incentivos adecuados para que los intermediarios y los inversionistas se relacionen de manera que el mercado se desarrolle y se cumpla con tres principios que orientan la regulación del mercado de valores: conducta racional, transparencia y eficiencia, lo que redundará en su desarrollo, ya que si se logran implementar dichas características, se reducirá la ocurrencia de fraude –algo que nunca dejará de existir debido a la

naturaleza humana– y con ello se logrará la protección del inversionista, entendida ésta como protección en caso fraude, y no en cualquier supuesto u ocasión.

En conclusión, toda regulación del mercado de valores lo que debe buscar es proteger la integridad del mercado y su eficiencia, permitiendo el flujo de información y la realización de transacciones al más bajo costo posible. Estándares como el del inversionista razonable sin duda contribuyen a ello.

ESTRUCTURAS E INSTITUCIONES REGULATORIAS

Anthony Ogus* **

En el presente artículo se abordan de manera general aspectos referidos a los diversos mecanismos de regulación y sus fundamentos. Además, se hace un bosquejo del diseño de políticas regulatorias.

En ese sentido, se pretende absolver cuestiones como: si el control debe ser previo o posterior, la regulación debe ser descentralizada o centralizada, debe haber auto regulación o regulación externa, conviene que el Estado sea "titular" de los servicios públicos o debe darlos en concesión, entre otras.

* Profesor y becario de investigación de la Universidad de Manchester.

** El presente artículo fue originalmente publicado bajo el título "Regulatory Institutions and Structures" en: *Annals of Public and Cooperative Economics* 73. 2002. pp. 627-648. Agradecemos al autor por autorizarnos su publicación. La traducción estuvo a cargo de Oscar Súmar, ex Director de Contenido de THEMIS y Carlos A. Patrón, Magister en Derecho (LL.M.), Yale University; Magister en Ciencias (M.Sc.) Políticas Públicas en Latinoamérica, University of Oxford. Ex miembro del Consejo Directivo de THEMIS.

1. INTRODUCCIÓN

Es obvio que las estructuras e instituciones regulatorias juegan un papel clave en el ambiente necesario para la promoción empresarial. En su documento DFID Enterprise Development Strategy (EDD 2002), el Enterprise Development Department señala la necesidad de “instituciones legales y regulatorias competentes (...) y regulación sensible en temas de salud y seguridad, registros de negocios y licencias de comercio” (parágrafo 3.6.2) contrastando eso con “la herencia de una pesada y jerárquica intervención estatal, desfavorables políticas de gobierno, leyes atrasadas y excesiva regulación (que) aún persisten, factores que restringen severamente la actividad empresarial” (parágrafo 3.6.4).

¿Cuáles son las características de un “buen” o “sensible” sistema regulatorio? La respuesta a esa pregunta presenta dos dimensiones. La primera se refiere a los *instrumentos o métodos legales* elegidos para alcanzar los objetivos deseados. Estos deben ser apropiados a la luz de las justificaciones sociales y económicas para la intervención y de su impacto previsible en la comunidad regulada. La segunda se refiere a los *procesos y procedimientos* por los que los instrumentos son formulados y aplicados. Claramente, un régimen regulatorio no puede tener éxito a menos que su operación tenga legitimidad dentro de la comunidad a la que sirve. Para lograr esta finalidad, ciertos valores del proceso tienen que ser reconocidos, incluyendo aquellos como la especialidad, la transparencia y el control.

Este trabajo, partiendo de literatura legal y de políticas públicas conocidas, persigue resumir las principales ideas relacionadas con las dos dimensiones descritas anteriormente y así derivar temas de investigación aplicables a países en desarrollo. La metodología se deriva de lo que puede ser descrito como una sub-disciplina del análisis económico del Derecho. En lo que concierne a la regulación, el movimiento ha generado dos métodos de análisis.

El *análisis de interés público* realiza una contribución importante a la dimensión instrumental. Involucra una investigación en tres etapas: identificar y explicar instancias de fallas del mercado; investigar métodos alternativos para corregir tales fallas; y predecir las respuestas de los actores a los diferentes métodos, con énfasis en la reducción de costos administrativos, particularmente costos de información y costos de aplicación de las normas.

De manera opuesta, *análisis de interés privado*, desarrollado de la escuela de “elección colectiva” de Virginia, busca explicar cómo los principios y la estructura regulatorios pueden divergir de lo que es deseable en términos de interés público, dado que los políticos y los burócratas pueden estar motivados a satisfacer las demandas de grupos de interés privado que buscan las ventajas que ofrece la regulación moldeada de una determinada manera. Esto claramente tiene implicancias significativas sobre la dimensión procedimental de una “buena” regulación, toda vez que resulta necesario explorar qué arreglos constitucionales y procedimentales pueden restringir de la mejor manera un comportamiento de este tipo.

2. INSTRUMENTOS Y MÉTODOS REGULATORIOS

La elección de un instrumento apropiado debe, en primer lugar, depender de la justificación para la intervención. Una vez identificadas las justificaciones, los diseñadores de políticas se enfrentan a la decisión de elegir entre diferentes instrumentos, cada uno con sus propias ventajas y desventajas. Si bien no deben excluirse otros modos de razonamiento, el tema típicamente se torna en uno de elegir el instrumento que puede satisfacer el objetivo regulatorio al menor costo.

2.1. Justificaciones para la intervención

Lógicamente, sólo debería existir regulación cuando el mercado no regulado no pueda alcanzar los resultados deseados. Sin embargo, históricamente, los gobiernos quizá han estado demasiado predispuestos a embarcarse en la tarea de regular sin primero determinar que la intervención sea realmente necesaria. En consecuencia, es a menudo difícil identificar el razonamiento exacto que motivó la intervención. No obstante, sobre la base de la literatura estándar, podemos intentar esbozar una lista no taxativa de las justificaciones más a menudo citadas. Éstas pueden ser divididas, para efectos ilustrativos, en *económicas* y *no económicas*.

Los principales casos económicos donde ocurren *fallas de mercado* son:

- *Monopolios* o restricciones significativas al mercado competitivo.
- Información *inadecuada o asimétrica* que afecta las relaciones entre consumidores y proveedores.
- *Externalidades* por las que actividades afectan a terceras personas en formas que no están

reflejadas en los precios fijados por los productores.

- *Problemas de coordinación*: aunque los resultados deseados pueden ser alcanzados mediante transacciones privadas, los costos de coordinación son tan elevados que resulta menos costoso que sea la ley la que prescriba una conducta.

Entre las justificaciones no-económicas más importantes se encuentran:

- *La justicia distributiva*: mercados no regulados conllevan a resultados que no se condicen con lo que se percibe como una justa distribución de recursos.
- *Paternalismo*: se asume que los individuos no son buenos jueces de, o no puede confiarse que actuarán de acuerdo con, lo que resulta mejor para sus intereses, en relación al área particular materia de intervención.

2.2. Problemas de los remedios de Derecho privado

No siempre se tiene presente que existen remedios privados para la mayor parte de los fenómenos descritos anteriormente como justificaciones de la regulación y que, en principio, son capaces de resolver el problema. Así, por ejemplo, los derechos de propiedad privados son empleados para internalizar externalidades y los contratos suelen no ser exigibles cuando son empleados en situaciones de asimetría en la información. Aunque discutiblemente, tales soluciones privadas deben tener prioridad, dado que permiten a aquellos perjudicados resolver sus agravios de manera directa, sin la pesada mano de la intervención estatal. Si ello es correcto, los que abogan por una regulación (de Derecho público) deben poder demostrar una falla del Derecho privado para resolver el problema dado.

En muchas situaciones no será difícil demostrar la falla del Derecho privado. El problema principal que aflige al Derecho privado es el relacionado a los costos de transacción. Racionalmente, tanto los individuos como las empresas sólo buscarán hacer valer sus derechos cuando los beneficios esperados exceden los costos esperados, que no

sólo incluyen los costos legales sino también tiempo y las molestias. Dado el principio general de que la compensación por infringir derechos privados no debe exceder las pérdidas ocasionadas por el demandante, muchas demandas legítimas no son siquiera planteadas. Consecuentemente, externalidades que afectan a un gran número de personas, pero sólo imponen una pequeña pérdida sobre cada individuo en particular, no serán internalizadas por medio de instrumentos de Derecho privados y así graves problemas asignativos permanecerán sin corregir. El impacto disuasivo de los costos de las soluciones privadas es exacerbado en casos en los que resulta difícil obtener la información necesaria para entablar una demanda exitosa, particularmente en casos que involucran tecnología complicada y en aquellos en los cuales se presentan problemas complejos de causalidad.

2.3. Instrumentos regulatorios: regulación social

Existe una gran variedad de instrumentos regulatorios y no hay consenso acerca de la manera en que deben ser clasificados (Mitnick, 1980). Sin embargo, puede resultar útil considerar por separado los principales métodos empleados en dos diferentes áreas de regulación: *regulación social*, que se ocupa de temas tales como la salud y la seguridad, cuidado del medio ambiente y protección al consumidor; y tiende a justificarse en referencia a las externalidades y la asimetría en la información; y la *regulación económica*, que es invocada cuando no hay suficiente competencia. En esta sección me ocuparé de la regulación social¹.

Una actividad comercial o industrial contamina el ambiente o genera riesgos para la salud y seguridad; una actividad profesional –como la relacionada a dar consejería legal o financiera– involucra riesgos de pérdidas financieras. ¿Cómo pueden ser controladas estas actividades?

Nótese, para empezar, que la meta de la regulación no debe ser eliminar la pérdida, sino más bien debería ser la de alcanzar un punto óptimo de disminución de ésta, hasta llegar al nivel en el que los beneficios marginales de reducir la pérdida son equivalentes a su costo marginal,

¹ El argumento expuesto presume que los instrumentos son aplicados individualmente. Para una aproximación que considere la combinación de los instrumentos, ver: GUNNINGHAM, Neil y Peter GRABOSKY. "Smart Regulation: Designing Environmental Policy". Oxford: Clarendon Press. 1998. pp. 422-453.

estos últimos siendo un reflejo de los costos administrativos y de otro tipo asociados a los regímenes regulatorios, así como los costos incurridos para su cumplimiento por las empresas reguladas. Entre los posibles métodos para asegurar una reducción de pérdidas óptima, los siguientes son los más importantes.

Control previo

Este método regulatorio requiere que las empresas, antes de emprender legalmente una actividad u ofrecer un producto o servicio, deban obtener previamente una licencia o permiso de una agencia autorizante; y para tal aprobación deben de satisfacer ciertas condiciones de calidad de la agencia al tener, o ser capaces de reunir, el requisito de la reducción óptima de las pérdidas.

Los costos administrativos para revisar todas las aplicaciones son muy altos y a estos se deben agregar los costos de oportunidad resultantes de cualquier demora en obtener la licencia. Más aun, pérdidas de bienestar significativas emergerán si el sistema es empleado para el propósito anti-competitivo de crear barreras de acceso al mercado (Moore, 1961). El beneficio del control previo debe, por tanto, ser muy grande para justificar, sobre la base del interés público, estos costos sustanciales.

Se pueden identificar dos conjuntos de circunstancias en los cuales es probable que se presenten tales grandes beneficios (Shavell, 1993). El primero aglomera casos (por ejemplo, accidentes nucleares) en los que las consecuencias de una falla de ejecución pueden ser tan catastróficas, o la aversión social hacia tales actividades tan elevadas, que el escudriño previo y la prevención son percibidos como preferibles sobre la disuasión derivada de la posibilidad de sanciones *ex post*. Por contraste, la segunda categoría no necesariamente da lugar a grandes pérdidas en casos individuales. Lo problemático es más bien expresar o cuantificar una variedad de características del desarrollo de la actividad de una manera suficientemente sucinta, pero a la vez comprensible, de modo que puedan ser formuladas como estándares a ser cumplidos, lo cual resulta particularmente agudo en caso de la provisión de servicios. La valoración de una multitud de factores es facilitada por la metodología de caso por caso empleada en los procesos de otorgamiento de licencias.

Estándares obligatorios

La técnica de los estándares permite que la actividad se desarrolle con la necesidad de

controles *ex ante*, pero el proveedor que no cumpla con satisfacer determinados estándares de calidad incurrirá en una infracción. Los estándares pueden ser divididos en: estándares *de resultado* (o *de producto*), requiriendo que ciertas condiciones de calidad sean satisfechas en el punto de la oferta, pero dejando al proveedor en libertad para elegir cómo satisfacer dichas condiciones; y estándares de especificación (o *de insumos*) obligando al proveedor a emplear ciertos métodos o materiales de producción, o prohibiendo el uso de ciertos otros métodos o materiales de producción.

Las variables económicas más importantes a tener en cuenta al momento de elegir entre estos tipos de estándares son los costos asociados a estar informados acerca de los medios tecnológicos existentes para alcanzar las metas regulatorias y los costos administrativos asociados a la formulación de estándares apropiados y al monitoreo de su cumplimiento (Steward, 1981). En principio, debe quedar a discreción de las empresas el elegir cómo satisfacer estas metas, dado que incentiva la innovación en las técnicas que sirven para reducir las pérdidas. Por tanto, existe una presunción a favor de las medidas menos intervencionistas. Sin embargo, los beneficios de tales medidas pueden ser sobrepasados por los costos de su administración y los costos en los que las empresas deben incurrir con el fin de adquirir información acerca de la tecnología para reducir las pérdidas.

Las principales ventajas de los estándares de especificación están relacionadas a los costos administrativos. Es más fácil para el diseñador del estándar predecir los costos de su cumplimiento, desde que estos difieren muy poco de una empresa a otra. En lo que concierne al monitoreo, la agencia estatal encargada del cumplimiento debe simplemente verificar que el insumo prescrito ha sido empleado por las empresas, o, en el caso de un estándar "negativo", que la sustancia o proceso prohibido no haya sido empleado. Las mismas empresas no enfrentan situaciones de incertidumbre respecto a la norma, o la acción necesaria para alcanzar resultados particulares.

Existen, por otro lado, desventajas significativas asociadas a los estándares de especificación. El hecho de que el estándar sea impuesto en una etapa inicial del proceso productivo implica que el diseñador del estándar tiene (quizá inadecuadamente) un alto nivel de confianza respecto a que los insumos obligatorios servirán para cumplir las metas regulatorias de una manera efectiva desde la perspectiva del costo. La

prohibición de otros insumos induce a la rigidez tecnológica, desde que inhibe la innovación de las empresas en general y para desarrollar otros, y más baratos, medios para satisfacer las metas regulatorias en particular. Los estándares de especificación devienen en obsoletos muy rápidamente y típicamente existe una demora antes de que se vean reflejados en la regulación. Estas consecuencias pueden dar lugar a importantes pérdidas de bienestar social.

De esto se sigue que la justificación para emplear estándares de especificación es débil a menos que el diseñador de los estándares tenga mejor acceso que las empresas a información concerniente a la tecnología de producción y los efectos no deseados, o las empresas (o sus productos) sean tan homogéneos que fuese poco probable que la actividad innovativa ocurra o pueda generar beneficios sociales significativos.

Los estándares (sean de resultado o especificación) pueden ser uniformes o diferenciados dependiendo de la región, tipo de industria o empresa. Los estándares uniformes son mucho más baratos de formular y de hacer cumplir, y son menos susceptibles a ser manipulados para proteger intereses privados. Pero si la meta de interés público es minimizar la suma de los costos resultantes que surgen de una actividad en particular y de los costos de modificar dicha actividad o reducir los daños que ésta produzca, ambos conjuntos de costos pueden variar de acuerdo a las circunstancias de la empresa, su ubicación, o la población afectada por su actividad. Formular estándares sobre la base de costos promedios puede llevar inevitablemente a algunos desfases y pérdidas de bienestar. Los estándares deben entonces ser diferenciados ahí donde los beneficios de reducir esas pérdidas excedan los costos administrativos adicionales asociados a su formulación y cumplimiento (Latin, 1985).

Provisión de información

En lugar de imponerle estándares a los proveedores, forzándolos a adoptar medidas para la reducción óptima de las pérdidas, la legislación simplemente puede requerir que estos revelen información a sus compradores y a otras personas acerca del daño o

riesgos que pueden surgir de la actividad o el producto.

Los individuos no tienen preferencias homogéneas en relación a la seguridad y calidad: unos prefieren un paquete de mayor seguridad y calidad, a un mayor precio; otros prefieren menor calidad y seguridad, a un precio menor. Si la regulación obliga a los proveedores a revelar información adecuada acerca de calidad y seguridad, sobre la base en la cual los consumidores puedan ejercer su elección, las transacciones del mercado garantizarán que las preferencias seas satisfechas; y no habrán pérdidas de bienestar resultantes de que los consumidores sean privados de la elección, como puede ocurrir bajo un régimen de estándares (Schwartz y Wilde, 1979). Más aun, el mandato de revelar información reducirá costos cuando el consumidor sea el evitador más barato del costo¹, normalmente respondiendo a las advertencias publicadas. Los costos administrativos de formular y hacer cumplir las normas que obligan a revelar información son también relativamente bajos, sobre todo teniendo en cuenta que los diseñadores de políticas no tienen que determinar los niveles óptimos de reducción de pérdidas.

Por otro lado, la posibilidad de aplicar esta técnica es limitada desde que no todos aquellos afectados por el producto o actividad recibirán la información y podrán por tanto adaptar su conducta o celebrar las transacciones adecuadas. Más aun, dentro del reducido grupo de compradores que pueden usar la información, pueden existir problemas. Puede resultar imposible resumir toda la información necesaria de tal modo que la gran mayoría la pueda leer y entender. La “racionalidad limitada” de los individuos se puede constituir en un obstáculo adicional: hay evidencia acerca de que los individuos tenderán a sobrestimar los riesgos asociados con eventos poco probables y a subestimar aquellos resultantes de actividades altamente probables. Dado que los riesgos asociados a la asimilación de información y la toma de decisiones por parte de los compradores suelen ser significativos, puede ser más barato forzar a los proveedores a ajustar su producto o servicio a lo que los compradores presumiblemente hubiesen elegido si aquellos procesos mentales hubiesen sido completados. Esta solución puede ser particularmente apropiada cuando los costos resultantes del

¹ Nota del traductor: traducción del concepto “cheapest cost avoider”, que se refiere a quien está en mejores condiciones de evitar un costo o, en otras palabras, quien lo puede evitar de manera más “barata”.

error del consumidor son elevados, por ejemplo, cuando pueden resultar en la muerte o un daño personal grave.

Instrumentos económicos

Como una alternativa a forzar la disminución óptima de pérdidas por la posibilidad de una sanción (comúnmente llamada regulación de “comando y control”), los gobiernos pueden buscar los mismos fines mediante incentivos económicos. El método más importante para lograr tal incentivo es a través de tributos o cargas: la conducta no se encuentra legalmente restringida, pero si la empresa decide actuar de un modo no deseado, deberá efectuar los pagos estipulados. Los subsidios y permisos de contaminación negociables son otros de los instrumentos económicos que suelen utilizarse.

Para corregir la mala asignación resultante de las externalidades, el monto fijado debe ser igual al daño marginal que el individuo o la empresa infrinja a otros. Dado que el costo externo de la actividad es asumido por el autor, esto debería, si la actividad se lleva a cabo dentro de un mercado competitivo, asegurar un nivel de eficiencia para la asignación en la producción y el consumo (Baumol, 1972).

Una ventaja importante atribuida a los impuestos es que, en tanto la agencia pueda hacer un cálculo razonable del costo de los daños, ésta no necesitará tener conocimientos acerca del costo de reducción de las pérdidas. Una vez que se ha fijado un impuesto para reflejar el costo de los daños, queda en manos de cada empresa decidir si resulta más barato pagar el impuesto o reducir las pérdidas. Más aun, el sistema provee mejor información a las empresas acerca de los costos en que tendrán que incurrir producto de una intervención legal: el impuesto representa una suma cierta, mientras que la suma que deberían pagar si contraviniesen un estándar dependerá de variables tan inciertas como la discreción de la agencia en la aplicación de la regulación o la discrecionalidad de las cortes al juzgar. Finalmente, dado que bajo un sistema impositivo el costo de las empresas incrementa en proporción a la cantidad de daños, existe un incentivo para que las empresas reduzcan estos últimos lo más posible. De este modo, parecería que los tributos son superiores a la regulación de comando y control: pese a que la empresa buscará la manera más barata de cumplir con el estándar, una vez que ese

estándar ha sido alcanzado, ésta no tiene incentivos adicionales para reducir el daño.

Estos son sólidos argumentos, pero se requiere efectuar ciertas precisiones (Ogus, 1998). Sin información acerca de los costos de reducir pérdidas, la agencia no podrá predecir cuánto daño realmente resultará de un conjunto determinado de precios ni, por tanto, cuán efectivos resultarán dichos precios en relación a la meta de eficiencia. Para superar esta dificultad, en la práctica, la agencia tendrá que adoptar un método itinerante o de “ensayo y error”: se establece un conjunto inicial de precios pero estos son subsecuentemente modificados como resultado de la observación de su impacto y de tomar en cuenta otras variables.

2.4. Instrumentos regulatorios: regulación económica

Como se indicó anteriormente, la regulación económica se aplica a mercados en los que existe insuficiente competencia. Dos métodos distintos, pero a veces complementarios, deben ser considerados en este punto. Pese a que generalmente no se le considera “regulación”, la legislación de Competencia es el principal instrumento para proscribir las prácticas anti-competitivas y, por tanto, preservar o fortalecer la competitividad de los mercados. Sin embargo, en casos en que se considera apropiado que exista un solo proveedor –generalmente porque las condiciones para un “monopolio natural” se verifican–, deben ser introducidas medidas legislativas para controlar el precio y la calidad de los productos y servicios. A continuación se tratan los temas por separado.

El rol del Derecho de la Competencia

Escapa a los alcances del presente trabajo brindar algo más que una ojeada a esta compleja e importante área del Derecho (para una revisión general, ver: Furse, 1999). Bastará mencionar qué instituciones y principios son desarrollados para identificar y controlar los fenómenos desarrollados del dominio en el mercado y su abuso, y la colusión entre, o fusión entre, competidores. Como se refleja en los regímenes legales nacionales y transnacionales, las opiniones difieren acerca de los umbrales apropiados para definir las conductas como ilegales y la carga probatoria^{II}.

II Nota del traductor: en el derecho anglosajón, el término “carga probatoria” es utilizado (en un sentido más amplio que en el derecho de tradición civilista) para definir tanto a quién le corresponde probar, como qué es lo que debe ser probado. Para una interesante y bien documentada introducción al sistema de “cargas probatorias” norteamericano, recomendamos ver: RIVAROLA, Domingo. “¿Actor incumbit probatio? Presunciones y cargas de la prueba repensadas: common law versus civil law”. En: THÉMIS-Revista de Derecho 51. 2005.

Por ejemplo, una vertiente considera suficiente que una sola entidad cuente con determinada participación del mercado, mientras otra se centra más en determinar los efectos adversos sobre el bienestar.

La competencia no es, en todos los casos, una panacea para el bienestar económico. En algunas circunstancias es más ventajoso que la producción sea desarrollada por una sola empresa, en vez de varias. El ejemplo clásico es cuando los costos marginales –y por lo tanto también los costos promedios– de la producción de una sola firma continúan declinando al largo plazo, típicamente porque los costos fijos son elevados en relación a la demanda (Foster, 1992). Pese a que las consecuencias típicas indeseables de tal monopolio “natural” pueden persistir (productos caros e insuficientemente producidos en relación a su verdadero valor social; ineficiencia productiva), el remedio no yace en la competencia. Más bien, se le permite al monopolio persistir, pero cierta forma de regulación es necesaria para controlar esas consecuencias. En las siguientes secciones, las distintas alternativas son consideradas.

Propiedad pública

En Europa, por lo menos hasta hace poco, el método regulatorio más empleado para controlar el poder del monopolio natural ha sido la propiedad pública. La expectativa ha sido que la combinación del control y contraloría política, el *diktat*^{III} administrativo y el marco legislativo, pueden alcanzar mejor las metas regulatorias.

La teoría de la organización industrial convencional puede ser usada para predecir que las empresas públicas tendrán dificultad para alcanzar los mismos niveles de eficiencia que las empresas privadas. No existen accionistas (propietarios residuales) que estén financieramente interesados en la rentabilidad de la empresa pública, más allá de los contribuyentes en general. Si bien los contribuyentes pueden manifestar su desacuerdo en la arena política, las pérdidas están muy difusamente distribuidas entre ellos: como individuos, por tanto, tendrán muy pocos incentivos para consumir recursos en acciones políticas o legales. Más aun, ante la ausencia de incentivos de rentabilidad, la motivación de los administradores de las empresas públicas para satisfacer las demandas de los consumidores puede verse opacada. Es

habitualmente asumido que es la propiedad pública el método regulatorio apropiado para conseguir objetivos que no son económicos. Por ejemplo, en el terreno distributivo, puede ser política proveer algunos servicios a ciertos sectores de la población a precios por debajo de sus costos. Pero no existe razón para que las mismas obligaciones no puedan ser impuestas a organizaciones privadas, bajo un marco legislativo adecuadamente formulado.

Claramente, si la propiedad pública es el método adoptado, debe prestarse atención al marco regulatorio que mejor asegure que la empresa pública desarrolle de manera satisfactoria el rol que se le asigne. Los componentes clave parecerían ser: declaraciones legislativas explícitas respecto a los objetivos, facultades y deberes; la aclaración del rol (si es que lo tuvieron) de los ministerios para influenciar la política de la empresa; sistemas de control presupuestal ejercidos por medio de instituciones de auditoría pública independientes; y rendición de cuentas por medio de los poderes residuales del control judicial.

Regulación de calidad y precio

Si la empresa monopolista proveedora es transferida a propiedad privada, existe la necesidad de controlar los precios y la calidad impuestos por dicha empresa. El sistema regulatorio puede ser visualizado como un contrato de largo plazo entre la agencia de regulación y empresa monopólica, en el que esta última acepta satisfacer las demandas razonables de los consumidores al menor costo, a cambio de que la agencia le permita cobrar precios suficientes para cubrir estos costos. La finalidad principal es entonces que los términos de este “contrato” reflejen lo que habrá ocurrido en un mercado competitivo desregulado.

La tarea de la agencia regulatoria es formidable, acerca de la cual existe abundante literatura (ver, especialmente: Kahn, 1988). Surgen dificultades derivadas del hecho de que su acceso a información concerniente a las actividades de las empresas es limitado. No siempre se encontrará en mejor posición para tomar decisiones en relación a si los costos incurridos por la empresa fueron razonables y a si han de ser cubiertos por los precios fijados. Otra dificultad es determinar el nivel de retorno que sea suficiente para que

III Nota del traductor: se refiere al dictado o mandato de la administración.

una empresa pueda atraer inversionistas. Más aun, si la agencia tiene éxito en fijar precios que sólo sean suficientes para cubrir los costos, éste eliminará el incentivo, que tienen empresas en mercados competitivos desregulados, de ganar más que los retornos normales.

Adicionalmente, debe notarse que muchos servicios y productos que tienen características de monopolio natural forman parte de la infraestructura de un país y esto puede dar lugar a preocupaciones de índole redistributivo. Puede considerarse deseable asegurar que el servicio público esté disponible para todos los miembros de la comunidad a un precio que ellos puedan pagar. Dado que el costo de la oferta a menudo variará significativamente dependiendo de la ubicación y otras circunstancias relativas a los clientes, éste no es un resultado que necesariamente se produciría en un mercado competitivo y no regulado.

Una posible solución yace en el subsidio cruzado: un precio uniforme puede ser cobrado permitiendo que el exceso del ingreso proveniente de áreas con bajo costo pueda financiar la oferta en las áreas de alto costo, pero esto parecería tener dos desventajas. Primero, el regulador encargado de revisar los precios de la empresa, y por lo tanto la extensión del subsidio, necesitará acceder a data que le permita verificar que el subsidio es necesario. Segundo, la relativa transparencia de los procesos de fijación de precios de la agencia pueden convertir al subsidio en más visible y, en consecuencia, provocar oposición de consumidores de bajo costo. Los economistas tienden a sugerir que es preferible cobrarles a los clientes en proporción al costo y alcanzar las finalidades redistributivas de otras maneras, por ejemplo, mediante el pago de la seguridad social (Foster, 1992).

Procesos públicos de concesión competitivos

Un método alternativo para regular a los monopolios privados es regular el derecho a proveer mediante un contrato público de concesión, que resulte de un proceso de subasta competitivo para la adquisición de tal derecho. Los términos de la oferta ganadora, particularmente aquellos referidos al precio y a la calidad, se convierten en condiciones de la concesión que, como en cualquier otro contrato, gobiernan el comportamiento permanente del proveedor. Así, la contratación reemplaza a la regulación tradicional como el instrumento legal de control y, a diferencia de la regulación que típicamente implica recurrir a, o amenazar con, un proceso sancionador, depende de la terminación o no-renovación de la

concesión como principal mecanismo para sancionar resultados inadecuados.

En teoría, la competencia *ex ante* para adquirir el derecho monopolístico debería forzar a las empresas a proveer sus productos o servicios en términos consistentes con la eficiencia económica y al mismo tiempo evitar las dificultades enfrentadas por las agencias regulatorias al fijar precios apropiados (Demsetz, 1968). Sin embargo, la agencia deberá todavía confiar en que la estructura financiera de la empresa es adecuada para proveer al precio ofrecido. Aún así persiste el problema de la calidad. Las bases del concurso deben definir los aspectos cualitativos de los bienes o servicios a proveerse y la agencia, al determinar el resultado de la competencia, debería seleccionar el paquete de calidad y servicio que, a su parecer, mejor satisfará las preferencias de los consumidores. Ésta no es una tarea sencilla. Más aun, dados los problemas en definir y monitorear calidad, habrá un incentivo para la empresa ganadora a subsecuentemente reducir sus costos, sacrificando calidad.

3. ESTRUCTURAS Y PROCESOS REGULATORIOS

Todos los sistemas regulatorios requieren que una serie de tareas sean desarrolladas. Como parte del proceso de elaboración de políticas públicas, las metas del régimen deben ser establecidas; esas metas deben ser traducidas en principios y reglas que controlan comportamientos; y deben existir procedimientos para explicitar y hacer valer tales principios y reglas y para resolver las disputas que surjan de estos. Surgen importantes temas estructurales al determinar cómo asignar las diferentes tareas a las diferentes instituciones. La determinación de una apropiada asignación de poderes contiene tanto dimensiones horizontales (la extensión con que dicha autoridad debe ser conferida a poderes distintos al legislativo y ejecutivo) cuanto verticales (el grado de control ejercido sobre tales instituciones). Adicionalmente, existen valores procesales claves que asisten al momento de conferir legitimidad en la estructura institucional y en protegerla de ser desviada de los objetivos regulatorios de interés público; estos incluyen la transparencia y sujeción a control.

3.1. El diseño de políticas regulatorias

¿Regulación centralizada o descentralizada?

Dentro de una única jurisdicción, la regulación puede ser en mayor o menor medida centralizada y el mismo principio puede ser aplicada dentro de

un contexto internacional, dado que dentro de la unión económica de diferentes estados se puede armonizar la regulación (Bratton y otros, 1996). Para propósitos de esta exposición, asumamos que un estado federal tiene diferentes provincias. En general, la regulación puede proveer diferentes niveles de protección a los ciudadanos a precios diferenciados, dado que el costo de cumplir con la regulación se incrementa de acuerdo a su severidad. Si asumimos que los ciudadanos dentro de la federación no tienen las mismas preferencias, entonces existe un argumento teórico sólido para la regulación descentralizada. Los legisladores provinciales pueden estar informados más fácilmente acerca de las preferencias locales y, si tomaran decisiones que no satisfagan tales preferencias, esos ciudadanos podrían mudarse a otras provincias donde se ofrezca un paquete más satisfactorio. Por su parte, los proveedores de productos o servicios sujetos a los controles regulatorios pueden entablar comercio interestatal o establecerse en países donde están en mejores condiciones de satisfacer la demanda de los consumidores.

Existen, sin embargo, problemas obvios con esta aproximación. Primero, asume que los ciudadanos están bien informados acerca del paquete regulatorio y de las alternativas disponibles en las distintas localidades, y que la migración es una opción viable. Segundo, la regulación puede tener efectos interestatales. En tercer lugar, los gobiernos provinciales pueden verse presionados por sus industrias, que soportan parte de los costos, pero ninguno de los beneficios de la regulación, a efectos de dejar de lado las preferencias de los ciudadanos o explotar su falta de información. Y si alguna provincia cede ante la presión y reduce la protección regulatoria, la presión sobre las demás provincias para que hagan lo mismo se incrementa.

La regulación a un nivel federal puede, idealmente, solucionar estos problemas. También tendrá el efecto beneficioso de reducir la cantidad de normas aplicables sobre las que tendrán que estar informados aquellos embarcados en transacciones de mercado, sean consumidores o proveedores. Pero la centralización genera su propio conjunto de problemas serios. Ésta tiene que adoptar lo que los legisladores perciban como el común denominador entre las preferencias regionales; y el resultado puede en los hechos satisfacer sólo las preferencias de una proporción pequeña de la población. Por lo demás, el solo proceso de buscar un común denominador da lugar a problemas de comportamiento estratégico entre los tomadores de decisiones, lo cual dificulta alcanzar acuerdos.

El análisis realizado sugiere que ni la regulación descentralizada exclusiva ni la regulación centralizada exclusiva resultarán satisfactorias. Algún compromiso entre los dos extremos es, por lo tanto, necesario. Debería haber una tendencia para adoptar regulaciones federales armonizadas en áreas caracterizadas de manera significativa por los siguientes rasgos: una homogeneidad de preferencias a lo largo de la federación; serios efectos interestatales; y una alta probabilidad, como resultado notorio de problemas de información, de que las provincias entablen una carrera hacia abajo. Cuando estos rasgos no sean tan significativos, el diseño de políticas regulatorias debe dejarse a nivel de las provincias.

Diferenciación en el diseño de políticas

Los diferentes grados de generalidad en la formulación de reglas pueden ser representados en un espectro. En uno de los extremos del espectro los reguladores pueden crear una regla altamente precisa, incluso cuantitativa (por ejemplo: los vehículos deben ser conducidos a una velocidad que no exceda las 30 millas por hora, en un área determinada); y al otro extremo, una regla general (por ejemplo, los vehículos deben ser conducidos a una velocidad “razonable” en zonas urbanas), requiriendo ser interpretada tanto por el actor como por la agencia encargada de su cumplimiento. Dado que una regla precisa elimina la discrecionalidad y la incertidumbre, reduce los costos administrativos de la agencia y el poder de ésta sobre una empresa regulada. Por otro lado, su especificidad implica que sea inflexible y no puede ser acomodada a una variedad de circunstancias donde requiere ser aplicada. Es probable que resulte ser sobre abarcadora (desincentivando más de lo que resulta óptimo según las circunstancias), o poco abarcadora (disuadiendo menos de lo que resulta óptimo según las circunstancias) (Ehrlich y Posner, 1974).

De ahí se sigue que existen varios métodos legales para formular reglas diferenciadas (Baldwin, 1965). La primera opción es incorporar las reglas a un código regulatorio formal (normalmente legislación parlamentaria u otro instrumento legislativo) que regirá la actividad. Esto determina que el proceso de diferenciación resulte más claro y abierto al escudriño, pero también determina que los cambios sean más difíciles y susceptibles de demoras. La segunda opción es que el código regulatorio contenga un principio general, quizá acompañado por un lineamiento respecto a cómo debe ser interpretado en determinados contextos, pero de todos modos confiriendo amplia

discrecionalidad a la agencia encargada de su cumplimiento para efectuar diferenciaciones de acuerdo a las circunstancias. La flexibilidad es alcanzada, pero resultará poco probable que el ejercicio de la discrecionalidad esté abierto al escudriño público y las empresas pueden no tener certeza acerca de cómo se les aplicará la diferenciación.

La tercera opción es conferir a la agencia el poder de crear estándares diferenciados formales para empresas o para grupos de empresas. La técnica normalmente empleada es un sistema de permisos: la legislación prohíbe la actividad a menos que la empresa obtenga un permiso de la agencia que contenga las condiciones incorporando los estándares diferenciados adecuados. Esta opción combina las ventajas tanto de las reglas precisas como de la discrecionalidad: las reglas están claramente definidas y por tanto facilitan su supervisión y cumplimiento; y, al mismo tiempo, pueden ser ajustadas a las circunstancias de cada caso. Por otro lado, sin embargo, el sistema es, por supuesto, muy costoso de operar (los estándares son individualmente negociados) y, a menos que el detalle de los permisos esté disponible para el escudriño público, vulnerable a la manipulación y al abuso.

3.2. Regulación delegada y auto-regulación

Tal como acabamos de apreciar, la legislación muchas veces tan sólo establece principios generales, delegando en otras instituciones el poder para diseñar reglas más detalladas. Un importante tema de políticas públicas es si tales instituciones deberían ser burocracias gubernamentales o más bien agencias especializadas, hasta cierto grado independientes del gobierno, quizá incluso una agencia que represente a aquellos que son objeto de la regulación.

Rama del gobierno o agencia independiente

Las agencias pueden concentrar y acumular conocimientos técnicos de un modo que no siempre resulta posible a las burocracias gubernamentales; y si la agencia es además responsable de hacer cumplir la regulación, tal conocimiento puede retroalimentar de manera beneficiosa el proceso de diseño de políticas públicas. Más aun, el distanciamiento del gobierno puede reducir los peligros de la interferencia política, alentar perspectivas de más largo plazo y (quizá) facilitar las consultas públicas y una más abierta toma de decisiones (Baldwin, 1995).

Los políticos pueden enfrentar el dilema de tener que apaciguar a grupos de presión poderosos con demandas contradictorias. Ellos podrían advertir que una determinada política regulatoria beneficiará a un grupo e impondrá costos sobre el otro. Una norma que contenga un principio vago puede ganarles el apoyo del primer grupo, sin generar una substancial oposición del segundo grupo. Los costos para el segundo serán más aparentes cuando se formulen reglas más detalladas; pero, si esta tarea es delegada a una agencia, esta institución, a diferencia de los políticos, soportará el peso de las críticas. Más aun, dicha estrategia será preferida por grupos de presión poderosos si confían que podrán “capturar” la agencia para sus propios fines.

Auto-regulación

Existe una larga tradición de que los derechos de la práctica y las reglas de conducta de las ocupaciones profesionales sean determinadas por cuerpos integrados exclusiva o predominantemente por miembros de dicha profesión, y de un tiempo a esta parte tales formas de auto-regulación se han extendido a otras áreas.

Hay una serie de argumentos que sugieren que, al menos cuando se aplica a regulación profesional, una agencia auto-regulatoria (en adelante “AAR”) puede resultar ser un diseñador de políticas menos costoso y más efectivo que una agencia pública (Ogus, 1995). Primero, dado que las AAR, en comparación con las agencias independientes, pueden normalmente comandar un mayor grado de experiencia y conocimiento técnico acerca de las prácticas y las posibilidades de innovación dentro de una determinada área de desempeño que las agencias públicas, los costos de información necesarios para la formulación e interpretación de estándares son menores. Segundo, por las mismas razones, los costos de monitoreo y de hacer valer la regulación son también reducidos, como también lo son los costos para los profesionales asociados a tratar con los reguladores, dado que es probable que tal interacción esté guiada por esta mutua confianza. Tercero, en tanto que los procesos y las reglas emitidos por las AAR sean menos formales que los de regímenes regulatorios públicos, será menos costoso enmendar los estándares.

Claro está, hay objeciones obvias, siendo la más notable la adquisición de poder por grupos que no se encuentran sujetos al cuerpo político a través de los canales constitucionales convencionales. La capacidad de una AAR de diseñar las reglas que regirán las actividades de una asociación o

profesión puede, en sí misma, constituir un abuso si carece de legitimidad democrática en relación a los miembros de la profesión o asociación. El potencial para el abuso se tornará intolerable si, y hasta el extremo que, las reglas afecten a terceros. Y, ¿qué garantía habrá de que el régimen será diseñado y aplicado de conformidad con el interés público, y no en función al del grupo regulado?

Existen recientes experiencias de algunas combinaciones de regulación “pública” y “auto” regulación, logrando aquellos beneficios de ambos sistemas. Las AAR regulan con cierta supervisión o ratificación del gobierno, o funcionarios que representen el interés público. En otra versión (Ayres y Braithwaite, 1992), una agencia pública negocia con las empresas individuales regulaciones que son particulares para cada empresa, bajo la amenaza de imponer estándares menores a la medida regulatoria si se niega a cooperar. Los costos administrativos de tal sistema deben ser altos, lo que sugiere que para que tal régimen sea costeable, la empresa debe ser grande y la actividad a ser regulada debe ser una en la que la eficiencia requiere estándares significativamente diferenciados.

3.3. Sujeción a control

Podemos hacer una distinción práctica entre tres diferentes formas de sujeción a control (Loughlin, 1986). Primero, existe *responsabilidades de control financiero*: los reguladores deben satisfacer ciertos estándares de gestión financiera; ellos deben minimizar los costos administrativos y no malgastar recursos. Segundo, sus procedimientos deben ser justos e imparciales (*control procedimental*), de modo que exista un marco apropiado para el diseño de reglas y la toma de decisiones que sirvan al interés público y se resistan a influencias indebidas de intereses privados. La tercera forma, *el control sustantivo*, es la más ambiciosa. Ésta busca asegurar que las propias reglas y decisiones sean en sí mismas justificables en términos de las metas de interés público del sistema regulatorio en cuestión.

Control financiero

Este aspecto es el más evidente y la mayoría de los países tienen sistemas de contraloría pública designados para asegurar que las autoridades públicas y los funcionarios operen dentro de sus presupuestos y gasten recursos sólo para los propósitos previamente autorizados.

Control procedimental

El control procedimental puede ser asegurado por los principios del Derecho administrativo que

comúnmente se agrupan bajo la categoría de “debido proceso” (Mashaw, 1985). Cuando los reguladores tomen decisiones afectando personas o empresas individuales, tales como el otorgamiento de licencias, usualmente estarán sujetos al requisito natural de una audiencia justa. Este requisito puede ser extendido a otras formas de diseño regulatorio, de modo que, por ejemplo, los reguladores se encuentren sujetos a consultar con los intereses externos y publicar sus propuestas. Algunos están obligados a motivar sus decisiones.

Se argumenta habitualmente que tales procesos (ver: Birkinshaw, 1996) alientan la racionalidad administrativa y, por tanto, conducen a mejores reglas, en el sentido que facilitan la adhesión a metas de interés público y restringen la desviación hacia intereses privados. Sin embargo, no debe olvidarse que los procedimientos “abiertos” generan costos administrativos sustanciales y, muchas veces, demoras. Pueden servir para reducir la desigualdad en el poder de los grupos de presión, pero mientras más cercanos sean los procesos de diseño de políticas a la solución de controversias, será más probable que los tomadores de decisiones se esfuercen por alcanzar resultados que constituyan un compromiso entre grupos de intereses rivales que se encuentren representados en las audiencias; y esto los puede llevar a perder de vista una concepción más amplia del interés público.

Control sustantivo

No existe, por supuesto, una manera fácil de asegurar que la regulación que se promulgue alcance, o al menos persiga, sus metas de interés público. Ciertamente, resultará poco probable que el escrutinio por parte de las legislaturas resulte efectivo. Sin embargo, se han realizado experimentos con otros métodos, donde quizá el más interesante es el análisis del impacto de la regulación. En algunos países se exige que las agencias regulatorias, al preparar sus reglas, emitan una declaración de los costos y beneficios que se estiman generarán las medidas. Esto al menos deberá imponer cierto grado de disciplina a los funcionarios públicos para que tomen en cuenta las consecuencias económicas de lo que hacen (Froud y otros, 1998).

La revisión judicial –el poder de la judicatura independiente de revisar la actividad de las autoridades públicas– constituye un importante, aunque controversial, instrumento de control (Horwitz, 1977). Los jueces se encuentran bien equipados para asumir la tarea impuesta por el

control procedimental. A primera impresión, los jueces pueden aparecer como apropiados para monitorear el control sustantivo. Su independencia y autonomía, así como las reglas del proceso judicial, deberían significar que estos se hallen aislados de las presiones políticas en un grado mayor que las agencias regulatorias. Por otro lado, si las compuertas de la revisión se abren demasiado, los costos administrativos de la regulación pueden escalar y los intereses privados pueden tener un incentivo para explotar el proceso por propósitos tácticos, de tal modo que frustren la implementación de metas de interés público. Más aun, las cortes no poseen el conocimiento técnico que normalmente es asociado a los reguladores y el escenario adversarial del proceso judicial no siempre se presta para enfrentar la gama de problemas que se pueden encontrar (Fuller, 1978).

4. CONCLUSIÓN

Este trabajo ha intentado identificar las principales características de las instituciones legales y regulatorias competentes, y de la regulación sensata, del tipo necesario para promover la actividad empresarial. En lo que concierne a países en desarrollo en particular, es evidente que se requiere investigar los regímenes regulatorios en sectores específicos, enfocándose en las justificaciones, económicas y no económicas, provistas por la regulación; en las fallas del mercado privado y del sistema legal existente para alcanzar los resultados deseados; y en la corrección de los instrumentos legales en el sentido que sean económicamente efectivos y correctamente dirigidos. También se requiere investigación respecto de los regímenes regulatorios en general, examinando el grado apropiado de descentralización y diferenciación en el diseño de políticas regulatorias; y la existencia de instrumentos de control apropiados.

5. REFERENCIAS

AYRES, Ian y J. BRAITHWAITE. "Responsive Regulation: Transcending the Deregulation Debate". Oxford: Oxford University Press. 1992.

BALDWIN, R. "Regulation in Question: The Growing Agenda, Merck, Sharp & Dohme". Essex. 1995a.

BALDWIN, R. "Rules and Government: Non-Statutory Rules and Administrative Law". Oxford: Oxford University Press. 1995b.

BALDWIN, R. y M. CAVE. "Understanding Regulation: Theory, Strategy and Practice". Oxford: Oxford University Press. 1999.

BAUMOL, W. "On taxation and the control of externalities". En: American Economic Review 62. 1972. pp. 307-322.

BIRKINSHAW, P. "Freedom of Information: The Law, the Practice and the Ideal". Segunda edición. Londres: Butterworths. 1996

BRATTON, W., MC CAHERY, J., PICCIOTTO, S. y COLIN SCOTT. "International Regulatory Competition and Coordination: Perspectives on Economic Regulation in Europe and the United States". Oxford: Clarendon Press. 1996.

BREYER, Stephen. "Regulation and its Reform". Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press. 1982.

DEMSETZ, Harold. "Why regulate utilities?". En: Journal of Law and Economics 11. 1968. pp. 55-66.

ENTERPRISE DEVELOPMENT DEPARTMENT, DEPARTMENT FOR INTERNATIONAL DEVELOPMENT. "DFID Enterprise Development Strategy". Londres. 2000.

EHRlich, I. y POSNER Richard A. "An economic analysis of legal rulemaking". En: Journal of Legal Studies 3. 1974. pp. 257-280.

FOSTER, C. "Privatisation, Public Ownership and the Regulation of Natural Monopoly". Oxford: Oxford University Press. 1992.

FROUD, J., BODEN R., OGUS A. y STUBBS P. "Controlling the Regulators". Macmillan. Basingstoke. 1988.

FULLER, Lon. "The forms and limits of adjudication". En: Harvard Law Review 92. 1978. pp. 353-409.

FURSE, M. "Competition Law of the U.K. and EC". Londres: Blackstone Press. 1999.

GUNNINGHAM, N. y P. GRABOSKY (with SINCLAIR, D.). "Smart Regulation: Designing Environmental Policy". Oxford: Clarendon Press. 1998.

HORWITZ, D. "The Courts and Social Policy, Brookings Institution". Washington, DC. 1977.

KAHN, A. E. "The Economics of Regulation: Principles and Institution". Cambridge, Massachusetts: MIT Press. 1988.

LATIN, H. "Ideal versus real regulatory efficiency: implementation of uniform standards and "fine-

tuning" regulatory reforms". En: Stanford Law Review 37. 1985. pp. 1267-1332.

LOUGHLIN, M. "Local Government in the Modern State, Sweet & Maxwell". Londres. 1986.

MASHAW, J. "Prodelegation: why administrators should make political decisions". En: Journal of Law, Economics and Organization 1. 1985. pp. 81-100.

MITNICK, B. M. "The Political Economy of Regulation". Nueva York: Columbia University Press. 1980.

MOORE, T. "The purpose of licensing". En: Journal of Law and Economics 4. 1961. pp. 93-117.

OGUS, Anthony. "Regulation: Legal Form and Economic Theory". Oxford: Clarendon Press. 1994.

OGUS, Anthony. "Rethinking self-regulation". En: Oxford Journal of Legal Studies 15. 1995. pp. 97-108.

OGUS, Anthony. "Corrective taxes and financial impositions as regulatory instruments". En: Modern Law Review 61. 1998. pp. 767-788.

PROSSER T. "Law and the Regulators". Oxford: Clarendon Press. 1997.

SCHWARTZ A. y L. WILDE. "Intervening in markets on the basis of imperfect information: a legal and economic analysis". En: University of Pennsylvania Law Review 127. 1979. pp. 630-682.

SHAVELL, Steven. "The optimal structure of law enforcement". En: Journal of Law and Economics 36. 1993. pp. 255-287.

STEWART, R. B. "Regulation, innovation and administrative law: a conceptual framework". En: California Law Review 69. 1981. pp. 1256-1377.

SUNSTEIN, Cass. "After the Rights Revolution: Reconceiving the Regulatory State". Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press. 1990.

LA CLÁUSULA GENERAL COMO ELEMENTO ESENCIAL EN LA CONFIGURACIÓN DE LOS ACTOS DE COMPETENCIA DESLEAL ENUNCIADOS Y NO ENUNCIADOS

Pierino Stucchi López Raygada* **

El modelo concurrencial que introdujo el Decreto Ley 26122, Ley sobre Represión de la Competencia Desleal, incluyó, además de ciertos supuestos típicos, una cláusula general prohibitiva aplicable a todo comportamiento desleal. Esta fórmula omnicomprendensiva significó una respuesta a la dinámica a veces impredecible del mercado y pasó a ser un elemento esencial en la configuración de los actos de competencia desleal tanto enunciados como no enunciados.

El presente artículo constituye una reflexión sobre la forma en que dicha cláusula se está aplicando en el plano administrativo, con énfasis en su particular relevancia al momento de definir un acto concurrencial como desleal. Asimismo, tras un detallado análisis de la casuística del tema, el autor nos presenta interesantes reflexiones en torno al futuro de dicha regulación, así como de sus retos en nuestro medio.

* Secretario Técnico de la Comisión de Represión de la Competencia Desleal del INDECOPI. Profesor del curso Integración Económica y Comercial y Tratados Internacionales en la Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas (UPC), así como del curso Derecho Empresarial en la misma casa de estudios. Profesor del curso Derecho Económico Internacional en la Maestría de Relaciones Internacionales y Comercio Internacional en el Instituto de Gobierno. Abogado por la Pontificia Universidad Católica del Perú (PUCP). Estudios concluidos de Maestría en Derecho de la Empresa en la UPC y de segunda Maestría en Derecho Internacional Económico en la PUCP.

** El autor señala que toda opinión vertida en el presente artículo le es atribuible únicamente a título personal y que de ningún modo involucra parecer alguno de las instituciones en las que participa como profesional. El autor agradece a los señores Carlos Rodas Ramos, Milenko Barreto Bernuy y Carlos Carbonell Rodríguez.

I. INTRODUCCIÓN

La represión de la competencia desleal resulta en estos tiempos una disciplina en constante evolución debido a la intensificación del proceso competitivo en algunos sectores y a lo encarnizado de la lucha que entablan las empresas por lograr la realización de transacciones comerciales que les permitan lograr rentabilidad. Se debe tener en cuenta que, en la actividad empresarial, un mal encaminado ímpetu por lograr liderazgo y éxito en el mercado puede convertir un acto audaz o agresivo desde el punto de vista comercial, en un acto de competencia desleal desde el punto de vista del Derecho, aun cuando la voluntad de la empresa que lo realiza no sea desplegar una conducta contraria a la buena fe comercial.

Para que los agentes que actúan en el mercado logren certeza en cuanto a qué se considera un acto de competencia desleal, el Decreto Ley 26122 (en adelante, Ley sobre Represión de la Competencia Desleal) presenta un listado enunciativo de actos que se consideran como desleales. La existencia de este listado enunciativo permite a los agentes económicos conocer y evitar la realización de dichos actos de competencia desleal cuya naturaleza ilícita es revelada expresamente. Sin embargo, la intensificación del proceso competitivo y la encarnizada lucha empresarial por lograr la realización de transacciones en algunos sectores generan en algunos sectores una dinámica competitiva que no permite que todos los actos de competencia desleal puedan ser previstos y enunciadados, a nivel legal, en dicho listado. En este contexto competitivo, dinámico y mutable, la importancia de la cláusula general con la que cuenta nuestro sistema de represión de competencia desleal administrativa, como elemento esencial en la configuración de los actos de competencia desleal enunciadados y no enunciadados, revela una función primordial en el aseguramiento del adecuado funcionamiento del proceso competitivo.

Cabe apuntar que en la presente entrega no nos referiremos al ámbito penal en el que el sistema de represión de la competencia desleal tiene a su disposición también algunas herramientas para lograr sanciones sobre las personas naturales que viabilizan conductas contrarias a la buena fe comercial. Ello será materia de una futura entrega. Asimismo, corresponde dejar constancia de que, conforme a la doctrina mayoritaria, se incluye en el análisis ofrecido el conjunto de disposiciones que regulan la actividad publicitaria, por contener normas que cumplen la función de reprimir la competencia desleal en el especial escenario publicitario.

II. LA COMPETENCIA Y EL DAÑO CONCURRENCIAL LÍCITO

La pugna entre agentes económicos por lograr la realización de transacciones sobre bienes o servicios implica la existencia de una tensión competitiva en el mercado. La competencia que se produce entre los agentes se verifica tanto desde la posición de la demanda como desde la posición de la oferta. Ello, pues una empresa compite con otras no solamente por lograr clientes, sino además por adquirir los mejores insumos disponibles para su actividad productiva. En este último escenario deberá encontrarse dispuesta a pagar, probablemente, mayores precios para lograr transacciones con los oferentes de insumos estandarizados; mientras que en el primero —el más conocido y analizado— deberán encontrarse dispuestas a vender a menores precios o a aumentar la calidad de su oferta, conforme lo demanden las necesidades del consumidor.

En un contexto competitivo, cada transacción lograda por una empresa es una menos que puede lograr su competidora. Así, por ejemplo, cada transacción lograda por una farmacia en la venta de una pastilla contra dolor de cabeza es, con seguridad, una transacción que no logró otra farmacia cuya ubicación se encontraba en un perímetro cercano. Ocurre lo propio con un pasaje vendido por una aerolínea en la ruta Lima - Bogotá, pues éste es un pasaje menos que pudo ser vendido por otra aerolínea, en la misma ruta, para el mismo día. Asimismo, un huésped alojado durante una semana en un hotel cinco estrellas en Arequipa es un huésped menos que pudo alojar otro hotel de la misma categoría, en la misma ciudad, esa misma semana. Como quiera que la realización de transacciones permite a las empresas lograr beneficios, generalmente, éstas contribuyen en la generación de utilidades. Por ello, una empresa que ve perdidas sus posibilidades de realizar transacciones debido a que éstas son realizadas por una empresa competidora, progresivamente, sufre daño derivado de no generar utilidades como consecuencia del efecto competitivo.

La competencia entre empresas que concurren ofreciendo bienes o servicios, similares o sustitutos, respecto de los que ofrecen otras empresas es lícita, en principio, aun cuando es capaz de generar daño. Conforme a nuestros ejemplos anteriores, se produce daño sobre el competidor cuando: i) una farmacia logra, en el agregado, mayores transacciones con los demandantes de medicamentos respecto a otra farmacia de la misma zona; ii) una empresa de transporte aéreo

logra copar siempre sus aeronaves, mientras que otra que cubre las mismas rutas no; y, iii) un hotel logra alojar huéspedes, mientras que un hotel vecino de la misma categoría no. En todos estos casos, la empresa exitosa es la que logra transacciones y el competidor de ésta, al ver disminuido el número de transacciones que realiza, podría ver mermadas sus utilidades y, en consecuencia, ver peligrar su permanencia en el mercado. El competidor de la empresa exitosa recibe daño concurrencial lícito.

Este daño es lícito pues nuestra Constitución Política al establecer una economía social de mercado instaura, en consecuencia, un sistema competitivo cuya dinámica premia la eficiencia de las empresas que son elegidas para realizar transacciones¹. En una economía social de mercado se presume que los agentes económicos son racionales, por lo que eligen siempre realizar transacciones sobre los bienes y servicios que les ofrecen los mayores beneficios, al menor costo posible. En consecuencia, en la concurrencia que genera el sistema competitivo gana y permanece en el mercado la empresa más eficiente.

III. ¿QUÉ ES UN ACTO DE COMPETENCIA DESLEAL?

Nuestra Ley sobre Represión de la Competencia Desleal y la aplicación que de ella se ha realizado por la autoridad administrativa han hecho suyas, implícitamente, a nuestro juicio, la visión continental alemana que, contemporáneamente, acoge dos tesis complementarias que sustentan el entendimiento y categorización de un acto de competencia desleal.

La primera tesis considera un acto de competencia desleal como todo aquél que no sea consistente con el principio de competencia eficiente *–Leistungswettbewerb–* es decir que “(l)a deslealtad o contrariedad con la buena fe se pone de manifiesto cuando la ventaja obtenida por el competidor no se basa en su propia eficiencia sino en la obstaculización de otros competidores”, en consecuencia, la competencia leal se sustenta en la eficiencia de las propias prestaciones y “(l)a

eliminación del competidor menos eficiente no constituye un comportamiento desleal”². La segunda tesis se sustenta en el principio funcional de la competencia y “propugna que la deslealtad y la contrariedad a la buena fe objetiva se producen cuando un acto contradice los fines perseguidos por las normas de competencia desleal”. Es decir, cuando atenta contra el adecuado funcionamiento del proceso competitivo bajo reglas de eficiencia³.

En sede nacional, añadiendo a lo anterior un criterio de mayor componente axiológico, la Sala de Defensa de la Competencia del Tribunal del INDECOPI (en adelante, la Sala) ha señalado que “(e)l concepto de lealtad establece el límite entre lo que resulta tolerable por el sistema legal como una práctica propia de la concurrencia en el mercado y aquella otra conducta que constituye una infracción que merece ser sancionada. (...) el bien jurídico tutelado por las normas de represión de la competencia desleal es precisamente la concurrencia justa, ajustada al ordenamiento jurídico y que el exceso resulta inaceptable para la sociedad y el derecho”⁴. Este criterio formula un parentesco entre la sanción sobre actos de competencia desleal y los remedios que se aplican al abuso del derecho, sugiriendo que un acto de competencia desleal significa un ejercicio excesivo o abusivo del derecho a competir que implica el derecho constitucional a la libre iniciativa privada.

En todo caso, conforme al ordenamiento económico y jurídico, la competencia desleal es capaz de producir sobre el competidor un daño concurrencial que no corresponde al debidamente esperado por la competencia bajo reglas de eficiencia. En consecuencia, el Derecho considera la conducta que causa dicho daño indebido como ilícita.

Es necesario, en este punto, diferenciar la competencia desleal de la competencia prohibida. La competencia siempre se producirá allí donde, en un mercado, exista un agente económico o más pugnando por realizar una transacción que desea realizar también otro agente. En este contexto, la competencia desleal es una conducta

¹ La Constitución Política establece claramente nuestro régimen económico:

“Artículo 58.- La iniciativa privada es libre. Se ejerce en una economía social de mercado (...)”.

² GARCÍA MENÉNDEZ, Sebastián Alfredo. “Competencia desleal: actos de desorganización del competidor”. Buenos Aires: Lexis Nexis. 2004. pp. 63 y 64.

³ Ibid. p. 64.

⁴ Resolución 2043-2006/TDC-INDECOPI, emitida en el procedimiento tramitado por denuncia de Estudio Caballero Bustamante S.R.L. contra Instituto de Investigación El Pacífico E.I.R.L., bajo Expediente 116-2004/CCD.

en la que se considera ilícito y prohibido el modo de lograr o pretender lograr transacciones en mercados permitidos, tal como ocurre en los sectores farmacéutico, de transporte aéreo o de hospedaje, cuando ello no se persigue por la eficiencia propia. Diferente es la competencia prohibida, que se produce cuando la actividad económica misma se encuentra prohibida, tal como ocurre con la venta de drogas ilícitas, la trata de personas o el ocultamiento de prófugos. En la competencia prohibida, la actividad económica misma se encuentra proscrita por el ordenamiento jurídico, siendo ilícito cualquier daño que ésta genere, no siendo posible evaluar jurídicamente, siquiera si existe o no, una manifestación contraria a la competencia bajo reglas de eficiencia. Así, notando esta diferencia, el profesor Baldo Kresalja sostiene que “en la competencia desleal no se sanciona con la ilicitud el haber causado a otro un daño concurrential –pues éste es lícito– sino el haberlo causado indebidamente”⁵.

IV. LA CLÁUSULA GENERAL COMO TIPO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR Y LOS ACTOS DE COMPETENCIA DESLEAL ENUNCIADOS

Todo sistema sancionador requiere la tipificación previa de la conducta que es sancionable, indicando la autoridad competente y el elenco de sanciones que pueden corresponder a quien realice dicha conducta. En la disciplina de la represión de la competencia desleal en escenario administrativo, la técnica de tipificación tiene como elemento esencial a la cláusula general, que es el tipo sancionador al que se remiten las normas que indican el elenco de sanciones que pueden ser impuestas a quien comete un acto de competencia desleal.

La utilización de la cláusula general que contiene la Ley sobre Represión de la Competencia Desleal permite dos modalidades de tipificación: i) una combinada, cuando se utiliza para una imputación, además de la cláusula general, la indicación de alguna o algunas de las conductas enunciadas por dicha ley, con la finalidad de aclarar qué conductas configuran actos de competencia

desleal; y, ii) una simple, cuando una imputación se basa solamente en lo establecido por la cláusula general debido a que la conducta que se imputa como acto de competencia desleal no ha sido enunciada por la misma ley.

En ambos casos, la cláusula general es el elemento esencial en la configuración de los actos de competencia desleal pues cumple con el principio de tipicidad exhaustiva al contener la disposición que permite determinar la existencia de un acto de competencia desleal como prohibido y, en consecuencia, sancionable. En este sentido, la existencia y contenido de la cláusula general sería absolutamente suficiente para afirmar la existencia de un sistema administrativo sancionador sobre la competencia desleal. No obstante, su simple existencia no sería suficiente para lograr que el destinatario de las normas jurídicas logre el mayor grado de certeza posible sobre qué conductas se encuentran prohibidas. En este objetivo de certeza contribuyen notablemente los actos enunciados por la ley que, no siendo indispensables por exceder lo exigido en la tipificación exhaustiva, permiten facilitar el conocimiento en el sujeto de derecho –también agente en el mercado– sobre lo que se encuentra prohibido por configurar un acto de competencia desleal⁶.

En este sentido, los actos de competencia desleal enunciados por la Ley sobre Represión de la Competencia Desleal, tales como los actos de engaño, de confusión, de explotación indebida de la reputación ajena, de denigración, de sustracción, divulgación o explotación indebida de secretos empresariales ajenos, de sabotaje contractual y de violación de normas imperativas que generan una ventaja competitiva significativa, permiten una mayor claridad en el conocimiento de los actos de competencia desleal que debe evitar cometer un concurrente en el mercado y en todo caso, de producirse dichos actos, permiten una tipificación de mayor claridad y un mejor ejercicio del derecho de defensa de quien resulte imputado en el procedimiento sancionador correspondiente.

⁵ KRESALJA, Baldo. “Comentarios al Decreto Ley 26122 sobre represión de la competencia desleal”. En: Revista Derecho 47. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú. 1993. p. 22.

⁶ Coincidimos con Morón Urbina cuando reconoce la vigencia del principio de tipicidad exhaustiva que informa nuestro sistema administrativo sancionador en la determinación de conductas prohibidas y, en consecuencia, sancionables al afirmar que “el principio de legalidad sólo se entiende cumplido cuando los preceptos jurídicos sancionadores preexistentes en la ley, permitan predecir con suficiente grado de certeza (lex certa) aquellas conductas (...) de manera que los administrados estemos en la aptitud de conocer el o los hechos sancionables y tengamos oportunidad de evitarlo (...) es menester que por vía normativa se establezcan con suficiente claridad los elementos de la conducta prohibida, pues, de lo contrario, no podría el administrado conocer anticipadamente las consecuencias de sus actos ni estaría en posición de poder determinar los límites de su libertad de actuación.” MORÓN URBINA, Juan Carlos. “Comentarios a la Ley del Procedimiento Administrativo General”. Tercera Edición. Lima: Gaceta Jurídica. 2004. p. 628.

Cuadro 1
Esquema de tipificación combinada de los actos de competencia desleal conforme al
Decreto Ley 26122 - Ley sobre Represión de la Competencia Desleal (LRCD)

Determinación de actos de competencia desleal	
Tipo sancionador (Artículos 6 y 24)	Conductas enunciadas (Artículos 8 al 19)
Es acto de competencia desleal y, en consecuencia, ilícito y prohibido, toda conducta que resulte contraria a la buena fe comercial, al normal desenvolvimiento de actividades económicas y, en general, a las normas de corrección que deben regir en las actividades económicas (artículo 6 de la LRCD). El acto de competencia desleal será sancionado con amonestación o multa de hasta cien (100) UIT por la Comisión de Represión de la Competencia Desleal del INDECOPI (artículo 24 de la LRCD).	Actos capaces de inducir a error sobre los elementos de la oferta propia Actos de confusión: aquéllos capaces de inducir a error al demandante sobre la procedencia empresarial de un bien o un servicio, sea por la confusión sobre la actividad, las prestaciones, los productos o el establecimiento ajeno (artículo 8 de la LRCD). Actos de engaño: aquéllos capaces de inducir a error al demandante sobre el precio, la calidad, la procedencia geográfica o las condiciones de comercialización de un bien o un servicio, incluida su procedencia geográfica o la ostentación de premios o distinciones (artículos 9, 10 y 12 de la LRCD y artículos 4, 5 y 8 de la Ley de Normas de la Publicidad en Defensa del Consumidor – Decreto Legislativo 691). Actos de explotación indebida de la reputación ajena: aquéllos capaces de inducir a error sobre la reputación comercial propia, al asignar injustificadamente los atributos de otros concurrentes o de sus productos a la entidad propia o a los productos propios (artículo 14 de la LRCD).
	Actos capaces de afectar injustificadamente la percepción sobre el valor de la oferta ajena Actos de denigración: aquéllos capaces de afectar injustificadamente la percepción del demandante sobre el valor de la oferta ajena mediante la difusión de afirmaciones sobre la actividad, el producto, las prestaciones, el establecimiento o las relaciones mercantiles de otro concurrente o de sus representantes que puedan menoscabar su reputación. Se excluyen aquéllas que sean exactas, verdaderas y pertinentes (artículos 11 y 12 de la LRCD y artículos 7 y 8 de la Ley de Normas de la Publicidad en Defensa del Consumidor –Decreto Legislativo 691).
	Actos que consisten en utilizar indebidamente bienes protegidos por la propiedad intelectual Actos de copia o reproducción no autorizada: aquéllos que consisten en la indebida utilización de bienes protegidos por la propiedad intelectual, tales como marcas, invenciones patentadas u obras ajenas, entre otros (artículo 19 de la LRCD).

	Actos capaces de mejorar o afectar una posición competitiva por otras causas distintas a la eficiencia económica
	Actos de imitación sistemática: aquéllos capaces de impedir u obstaculizar la afirmación de otro concurrente en el mercado, a causa de la imitación sistemática de las prestaciones e iniciativas de éste, excediendo la respuesta natural en el mercado (Artículo 13 de la LRCD). Actos de sustracción, divulgación o explotación indebida de secretos empresariales ajenos: aquéllos consistentes en: i) la divulgación o explotación, sin autorización de su titular, de dichos secretos; y, ii) la adquisición de tales secretos por medio de espionaje u otros procedimientos que no cuenten con el consentimiento del titular (artículo 15 de la LRCD). Actos de sabotaje contractual por inducción: aquéllos en los que se provoca o incentiva la terminación de un contrato por la contraparte de un concurrente⁷, siendo una conducta sancionable, siempre que: i) los medios vinculados a la interferencia sean contrarios a la eficiencia económica, tal como lo sería el engaño o la confusión; ii) pretendan excluir o eliminar al competidor del mercado; iii) sustraer, divulgar o explotar indebidamente secretos empresariales ajenos; o, iv) vaya acompañada de otra circunstancia de naturaleza análoga a las antes referidas (artículo 16 de la LRCD). Actos de sabotaje contractual por interferencia: aquéllos que se dirigen a entorpecer los procesos empresariales internos, sea persuadiendo a los trabajadores del competidor afectado a incumplir su horario de trabajo o a fallar en los compromisos corporativos⁸; o, a provocar una ruptura de su cadena de pagos, tal como se intentaría al ofrecer incentivos a sus clientes para no pagar oportunamente (artículo 16 de la LRCD). Actos de violación de normas imperativas: aquéllos que por esta conducta permitan lograr al concurrente violador una ventaja competitiva significativa, sea por no asumir los costos derivados del cumplimiento o por lograr acceder a ofrecer sus bienes o servicios en condiciones o modalidades no permitidas (artículo 17 de la LRCD). Actos de discriminación: aquéllos en los que un oferente injustificadamente diferencia, ante situaciones idénticas, a los demandantes de bienes o servicios, en materia de precios y demás condiciones (artículo 18 de la LRCD).

Fuente: Decreto Ley 26122 –Ley sobre Represión de la Competencia Desleal– y Decreto Legislativo 691 –Ley de Normas de la Publicidad en Defensa del Consumidor–. Elaboración propia.

⁷ Se debe considerar que “(s)abotaje significa, en general, ir u obrar en contra de los intereses que están encomendados”. CABANELLAS, Guillermo. “Diccionario enciclopédico de Derecho usual”. Vigésimo sexta edición. Tomo VII. Buenos Aires: Heliasta. 1998. p. 265.

⁸ Se debe considerar que las diferentes formas de sabotaje laboral que pueden presentarse son: “a) el aumento del consumo de materia prima, cuando se registra una liberalidad extrema en el empleo de materiales; b) el descrédito de lo producido, cuando el trabajador, interiorizado de ciertos secretos, los hace públicos para perjudicar la producción de la empresa; c) el trabajo irregular con tal número de defecto u errores, que resulta inferior o nulo el producto, como el de los linotipistas o tipógrafos al cometer mayor número de erratas que las usuales, o si los panaderos cuecen con exceso el pan y lo queman, o se olvidan de ponerle levadura o sal; d) la destrucción intencionada de los instrumentos de trabajo, utilizando para ello medio diversos”. Ibidem.

En la tipificación combinada que resulta de una imputación en la que, además de la cláusula general, se utiliza la indicación de alguna o algunas de las conductas enunciadas por dicha ley, con la finalidad de aclarar qué conductas configuran actos de competencia desleal queda claro que la cláusula general es el tipo sancionador, mientras que las conductas enunciadas alimentan su aplicación. La existencia y aplicación de la cláusula general revela que, lejos de ser la prohibición subsidiaria que se aplica únicamente a conductas no enunciadas –en una tipificación simple–, se aplica plenamente a las conductas enunciadas en el cuadro precedente, informando íntegramente su tipicidad y determinando su condición de conductas ilícitas.

Coincidiendo con este postulado, hace pocos años, mediante un precedente de observancia obligatoria, se reconoció, efectivamente, que la cláusula general es el único tipo sancionador que contiene la Ley sobre Represión de la Competencia Desleal. Así, la Sala señaló que: i) “(l)a cláusula general contenida en el artículo 6 de la Ley sobre Represión de la Competencia Desleal constituye la tipificación expresa exigida por el artículo 230.4 de la Ley del Procedimiento Administrativo General, siendo la única disposición que contiene una prohibición y mandato de sanción de los actos de competencia desleal”; y, ii) “(l)as disposiciones del Capítulo II del Título II de la Ley sobre Represión de la Competencia Desleal (entre las que se encuentran los artículos 8º al 19º) enumeran aquellas conductas desleales más comunes, sin hacer mención a prohibición o sanción alguna, debido a que dichas conductas ya se encuentran prohibidas en la cláusula general, con la sola finalidad de brindar una orientación meramente enunciativa tanto a la Administración como a los administrados”⁹.

Al respecto, conforme se ha revelado en el cuadro precedente, se debe notar que la Ley sobre Represión de la Competencia Desleal señala en su artículo 24 que “(e)l incumplimiento de las normas establecidas por esta Ley dará lugar a la aplicación de una sanción de amonestación o de

multa”. Es claro que el incumplimiento aludido en esta disposición se refiere únicamente a lo contemplado en la cláusula general, dado que ésta es la única disposición que contiene normas sustantivas que tienen naturaleza prohibitiva, es decir normas que regulan conductas sobre las que no se puede actuar en contrario. Las demás disposiciones que contiene la Ley sobre Represión de la Competencia Desleal son procesales –por lo que son aplicables solamente si se inicia un procedimiento administrativo sancionador– o enunciativas, pues desarrollan la configuración de actos de competencia desleal, mas no son en sí mismas disposiciones prohibitivas.

Enfocando con más detalle el contenido mismo de la cláusula general podemos apreciar que ésta señala como ilícita y prohibida toda conducta que sea contraria: i) a la buena fe comercial; ii) al normal desenvolvimiento de las actividades económicas; y, iii) a las normas de corrección que deben regir las actividades económicas. Para entender la dinámica de la disciplina de represión de la competencia desleal es necesario desentrañar cómo entiende la autoridad estos tres elementos que permiten determinar la existencia de un acto de competencia desleal y, en consecuencia, la existencia de una infracción para proceder a su corrección y sanción. A continuación, presentamos un breve análisis, elemento por elemento.

A. El modelo social y la contravención a la buena fe comercial

Bajo el modelo social de represión de la competencia desleal, ésta se encarga de prohibir y sancionar las conductas de un agente que, en el mercado, pretende realizar una transacción logrando la preferencia de quien le compra (demandante) o le vende (oferente), por causas distintas a su propia eficiencia.

En consecuencia, bajo el modelo social, la represión de la competencia desleal tiene como misión principal asegurar el adecuado funcionamiento del proceso competitivo bajo reglas de eficiencia¹⁰. Como consecuencia del

⁹ Resolución 455-2004/TDC-INDECOPI, emitida en el procedimiento tramitado por denuncia de Estudio Caballero Bustamante S.R.L. contra Instituto de Investigación El Pacífico E.I.R.L., bajo Expediente 032-2002/CCD.

¹⁰ Así, luego de Segunda Guerra Mundial, “los países europeos consideraron necesario hacer un giro en la disciplina hacia el “interés social”, surgiendo la necesidad de derrocar al modelo profesional individualista (...) (e)n lo referido al objeto, se vislumbra una transición hacia una concepción de la protección del orden económico del mercado no sólo con respecto a la tutela de los intereses individuales de los competidores, sino también con respecto a los intereses colectivos de los consumidores y del interés público del Estado. (...) En cuanto a los criterios de valoración o calificación de la deslealtad, ésta ya no se mide exclusivamente en función de la adecuación a los usos y costumbres profesionales, sino en atención a los principios del ordenamiento económico tales como la libre competencia y la tutela del consumidor (...)”. GARCÍA MENÉNDEZ, Sebastián Alfredo. Op. cit. p. 16.

cumplimiento de dicha misión, se verá beneficiada toda la sociedad, pues es de interés general que el consumidor final o intermedio logre satisfacer sus necesidades minimizando costos y maximizando beneficios, al tener a su disposición la oferta que por eficiente le ofrece las mejores combinaciones de precio y calidad¹¹. Asimismo, el aseguramiento del adecuado funcionamiento del proceso competitivo puede, en determinado caso concreto, coincidir con el interés particular de un agente afectado directamente por un acto de competencia desleal, sea una empresa o un consumidor.

En nuestro país, la expresión legislativa para identificar un acto de competencia desleal refiere la contravención a la buena fe comercial como uno de sus componentes. A nuestro juicio, el principal. Esta buena fe no es una buena fe comercial subjetiva. No es la percepción sobre la ilicitud o no de una conducta propia. Por el contrario, es un estándar que, en cada caso, permite evaluar la adecuación de la conducta propia con la buena fe comercial objetiva que se espera de un agente que participa en el proceso competitivo bajo reglas de eficiencia, que es propio de una economía social de mercado.

La buena fe comercial objetiva se verifica en aquella conducta concurrencial destinada a lograr o pretender lograr la preferencia de los demandantes por causa de la eficiencia de los propios bienes o servicios, al ofrecer en ellos mejores combinaciones de precio y calidad que los competidores. La contravención a la buena fe comercial objetiva se produce al lograr o pretender lograr la preferencia de los demandantes por causas distintas a la propia eficiencia, tal como ocurre cuando una empresa engaña al consumidor, lo induce a error sobre la procedencia empresarial o geográfica de un bien o un servicio, o logra una ventaja competitiva derivada de la violación de normas imperativas, entre otros.

B. La contravención al normal desenvolvimiento de las actividades económicas y a las normas de corrección que deben regir las actividades económicas

En términos generales, se podría señalar que la buena fe comercial objetiva –como estándar de lo que se espera de un concurrente en el proceso competitivo bajo reglas de eficiencia– persigue lograr el adecuado funcionamiento de este proceso al cautelar el normal desenvolvimiento de las actividades económicas y vigilar el cumplimiento de las normas de corrección que deben regir las actividades económicas en una economía de social de mercado. Sin embargo, corresponde profundizar sobre el sustento de este planteamiento, a efectos de darle a estos dos elementos que conforman la cláusula general una adecuada lectura conforme al modelo social.

Para ello, se debe considerar que, en la tradición continental, antes de la plena vigencia del modelo social sobre la disciplina de la represión de la competencia desleal, tuvo vigencia el modelo corporativista o de protección profesional. Este modelo previo –evidenciado por ejemplo en la experiencia de la Ley española 110/1963– configuraba a la represión de la competencia desleal en una disciplina protectora de los usos considerados normales y correctos por los gremios empresariales y profesionales¹². Este modelo corporativista o de protección profesional no aseguraba necesariamente el resguardo del adecuado funcionamiento del proceso competitivo bajo reglas de eficiencia, pues si la autoridad hacía suyas las consideraciones de los usos mercantiles, conforme a la prácticas normales y asumidas como correctas, eventualmente podía dedicarse a proteger las posiciones comerciales de las empresas establecidas desde hace algún tiempo en un mercado, amenazadas por nuevos entrantes o competidores¹³.

¹¹ Se debe precisar que la calidad para el consumidor no resulta únicamente de un atributo o de un conjunto de atributos objetivos que pueden cuantificarse. Puede ser también, por ejemplo, la percepción de elegancia y exclusividad que un consumidor tenga sobre un bien o un servicio, de tal manera que, por dicha causa, le atribuya valor. La herramienta más eficaz para generar la percepción de este valor no cuantificable de modo objetivo es la estrategia integral de comunicación para el posicionamiento de empresas y productos en la mente de los consumidores, la que involucra no solamente la actividad publicitaria (generación de mensajes publicitarios por cuenta del anunciante), sino además la publicity (generación de información que es cubierta por la prensa respecto de las actividades o pronunciamientos corporativos, comerciales o altruistas de una empresa).

¹² ROBLES-MARTÍN LABORDA, Antonio. "Libre competencia y competencia desleal". Madrid: La Ley. 2001. pp. 64-68.

¹³ Este modelo "se desarrolla con la consolidación del liberalismo económico a finales del siglo XIX y principios del XX y se caracteriza por la exigencia, por parte de los sectores profesionales, de una protección generalizada frente a los actos de competencia desleal. Los empresarios demandan la intervención del Estado en defensa de sus intereses adquiridos en el mercado. (...) como comenta el profesor Aurelio Menéndez, se perfila la necesidad de una disciplina común privada, '(...) dotada de una fuerte impronta profesional, encaminada a reprimir aquellas modalidades competitivas que la corporación de los empresarios estimara incorrectas'". Asimismo, "en virtud de la impronta corporativista que impregna esta materia, el acto de competencia desleal se configura como una violación a las reglas de deontología profesional, y el bien jurídico que se protege es el daño causado al empresario por la desviación de la clientela de su empresa hacia la empresa de competidor. En consecuencia, el criterio de calificación de la conducta será la adecuación

En consecuencia, nuestra opinión es que la contravención al normal desenvolvimiento de las actividades económicas y a las normas de corrección que deben regir las actividades económicas son dos elementos que no son realmente necesarios ni deseables para configurar el tipo sancionador que establece la cláusula general. Sin embargo, el legislador, pese a consagrar un modelo social, conforme al texto íntegro de la vigente Ley sobre Represión de la Competencia Desleal, mantuvo un rezago de inercia proveniente del modelo corporativista o de protección profesional que se reveló involuntariamente en la colocación de estos dos elementos¹⁴. Este rezago se pretendió corregir con una propuesta de modificación legislativa presentada por INDECOPI, en su momento, pero que no llegó a convertirse en ley¹⁵. Sin embargo, afortunadamente, conforme al texto legal vigente es posible y necesario hacer una lectura consonante de estos dos elementos con el modelo social y con las exigencias que impone la buena fe comercial objetiva en una economía social de mercado.

Es necesario enfatizar que una lectura contemporánea de la cláusula general de la Ley sobre Represión de la Competencia Desleal no permite, en ningún caso, considerar que una conducta de competencia bajo reglas de eficiencia sería contraria a la buena fe comercial por el hecho

de contravenir el normal desenvolvimiento de las actividades económicas y/o las normas de corrección que deben regir las actividades económicas, conforme a los usos comerciales que guarda cierto gremio en determinada plaza. Presentamos un ejemplo. Imaginemos que, en determinado momento, en el sector de seguros de determinado mercado, la cantidad de empresas proveedoras de servicios de aseguramiento de riesgos sobre el patrimonio satisfacen la demanda y cubren sus expectativas de rentabilidad sin necesidad de entablar una estrategia de mercadotecnia muy audaz o agresiva. Sin embargo, en un momento posterior, un nuevo concurrente ingresa a competir, realizando publicidad comparativa sobre cada uno de los servicios ofrecidos para el aseguramiento de riesgos sobre el patrimonio y enviando comunicaciones a los clientes de las demás empresas, invitándolos a visitar sus instalaciones o a pedir la visita de uno de sus agentes representantes, conducta inusual y nunca antes vista en dicho mercado¹⁶. Esta conducta podría ser, sin duda, contraria a los usos de la plaza hasta el momento, contraria al normal desenvolvimiento de las actividades económicas hasta un momento previo al ingreso del nuevo entrante en el mercado y, tal vez, considerada por la mayoría de empresas aseguradoras como contraria a las normas de corrección o a la ética que deben regir las actividades económicas. Bajo el modelo

o no del acto de competencia a los usos y costumbres mercantiles reinantes en la época. Vemos, pues, cómo el hilo conductor de este modelo es la intención de proteger los intereses de los operadores de mercado, y es a través de esta herramienta concedida a aquéllos mediante la cual, por vía indirecta, se tutelan los intereses de los consumidores y de la sociedad en general". GARCÍA MENÉNDEZ, Sebastián Alfredo. Op. cit. pp. 13 y 14.

La transición española de este modelo hacia el modelo social que impuso la constitución económica española, recoge la siguiente constatación: "En el diálogo y la negociación con los empresarios se perseguía básicamente convencerlos de lo periclitado –y ya disconforme con la Constitución– de un modelo profesional o corporativo del Derecho de la competencia desleal donde sólo ellos, conectados por una relación de competencia, eran los sujetos combatientes y combatidos y también los sujetos pacientes protegidos, y donde únicamente ellos aparecían como las instancias jurídicamente legitimadas para la producción de las reglas o los criterios de enjuiciamiento de la lealtad o deslealtad de los comportamientos concurrenciales, al hacerse bascular tales enjuiciamientos en la conculcación de las reglas de conducta consideradas honestas o correctas según la ética o moral empresarial imperante en cada momento histórico (normas de corrección profesional o usos honestos en materia industrial y comercial). De lo que se trataba era, en suma, de hacerles ver la necesidad de sustituir ese modelo normativo cerrado –precisamente merced a la cerradura técnica en la relación de competencia– por otro socialmente abierto (...) había que convencerlos de la necesidad de provocar la quiebra de la relación de competencia". FONT GALÁN, Juan Ignacio y Luis María MIRANDA SERRANO. "Competencia desleal y antitrust. Sistema de ilícitos". Barcelona: Marcial Pons. 2005. pp. 18 y 19.

¹⁴ Por ejemplo, la exposición de motivos de la ley española 3/1991 sobre competencia desleal que inspiró nuestra vigente ley en la materia, fiel al modelo social que la informa, señala que "(e)l aspecto tal vez más significativo de la cláusula general radica en los criterios seleccionados para evaluar la deslealtad del acto. Se ha optado por establecer un criterio de obrar, como es la buena fe, de alcance general, con lo cual, implícitamente, se han rechazado los más tradicionales (corrección profesional, usos honestos en materia comercial e industrial, etc.), todos ellos sectoriales y de inequívoco sabor corporativo". Nuestro legislador no optó por desplegar un rechazo implícito de esta naturaleza.

¹⁵ Por esta razón el proyecto de nueva Ley sobre Represión de la Competencia Desleal sometido a conocimiento público en el año 2005 por el INDECOPI, considerando únicamente el elemento esencial que configura el acto de competencia desleal, contemplaba expresamente:

"Artículo 6.- Cláusula general prohibitoria.-

(...)

Es acto de competencia desleal todo comportamiento que resulte objetivamente contrario a las exigencias de la buena fe.

(...)"

¹⁶ Bajo el modelo social, "la ampliación de los intereses protegidos por la disciplina da lugar a que ciertas actividades anteriormente consideradas como desleales –como la publicidad comparativa o la invasión de la zona exclusiva–, comiencen a permitirse debido a los efectos beneficiosos que producen desde el punto de vista de los intereses de los consumidores y del interés público en el mantenimiento de un mercado altamente competitivo". ROBLES MARTÍN-LABORDA, Antonio. Op. cit. p. 71.

corporativista o de protección profesional esta conducta podía ser desleal. Sin embargo, dicha conducta no sería contraria a la buena fe comercial objetiva, a la luz del modelo social, mientras se base en la eficiencia propia, evitando inducir a error al consumidor o desacreditar indebidamente a los competidores¹⁷.

En consecuencia, en una lectura correcta, corresponde entender al normal desenvolvimiento de las actividades económicas y a las normas de corrección que deben regir las actividades económicas, en un proceso competitivo, desde una perspectiva sistémica. Es decir, considerando que las conductas de los concurrentes pueden ser: i) nuevas y no usuales en un sector; o, ii) producto de la innovación de métodos de comercialización o de publicidad o promoción; por lo que es posible que se desvíen, en algún caso, del uso comercial entendido como norma o como normal. Sin embargo, si se trata de actos de competencia bajo reglas de eficiencia, aunque incomoden a los otros concurrentes por quebrar el estándar, no son actos de competencia desleal.

¿Cuál sería entonces una contravención al normal desenvolvimiento de las actividades económicas en una economía social de mercado? ¿Y cuál sería una contravención a las normas de corrección que deben regir las actividades económicas en una economía social de mercado? La respuesta es sencilla. Una conducta encaminada a lograr o pretender lograr transacciones por causas distintas a la propia eficiencia. En consecuencia, una lectura desde el modelo social nos invita a unificar los tres elementos que la cláusula general determina para configurar un acto de competencia desleal como aquél que simplemente contraviene la buena fe comercial objetiva, tal como se ha descrito en el punto precedente.

En una economía social de mercado, competir por eficiencia es la regla, por lo que el derecho tiene la misión de proteger el proceso competitivo y no

las consideraciones de los gremios empresariales o profesionales que pueden diferir, en algunos casos, de los estándares de competencia por eficiencia.

V. LOS ACTOS DE COMPETENCIA DESLEAL NO ENUNCIADOS

Pese a que el legislador ordinario ha listado de modo enunciativo los actos de competencia desleal que se pueden considerar de hallazgo más frecuente en la dinámica concurrencial, la existencia misma de la cláusula general reconoce que el proceso competitivo posee una realidad que supera a la capacidad que se tiene para tipificar los actos de competencia desleal bajo una técnica de *numerus clausus*. Por esta razón, se utiliza una técnica legislativa de tipificación genérica que permita cumplir con el principio de tipificación exhaustiva y que, a la vez, sea lo suficientemente flexible para que permita realizar imputaciones combinadas, utilizando la cláusula general y la referencia a un acto enunciado; o, imputaciones simples, utilizando únicamente la cláusula general. En este sentido, la actual enunciación de tipos de competencia desleal que contiene la Ley sobre Represión de la Competencia Desleal, inspirada en alguna medida en la legislación española, no es inmutable y, menos aún, el fin de la historia en materia de identificación de actos de competencia desleal.

En período reciente, podemos constatar que se han identificado, mediante pronunciamientos administrativos, algunas conductas de competencia desleal no enunciadas por esta ley que es oportuno comentar para revelar el debate actual sobre configuración de actos de competencia desleal no enunciados en nuestro país. Para ello, en el siguiente cuadro hacemos explícitas determinadas conductas de competencia desleal no enunciadas pero identificadas y caracterizadas en los pronunciamientos de la Comisión de Represión de la Competencia Desleal del INDECOPI (en adelante, la Comisión) y de la Sala.

¹⁷ En principio, la difusión de comunicaciones de cualquier índole emitidas por un concurrente que sean capaces de generar denigración o el descrédito sobre otra empresa, sus marcas, sus establecimientos o sobre cualquier aspecto de su oferta en el mercado, se encuentra prohibida y es sancionada. Sin embargo, como excepción, la denigración se encuentra justificada y, en consecuencia, permitida, si es que las afirmaciones que se comunican, en perjuicio de dicha otra empresa, son: i) verdaderas: es decir objetivas o verificables, siempre que el anunciante cuente con pruebas idóneas para acreditar la veracidad; ii) exactas: es decir que además de ser verdaderas se presenten con una claridad que evite la ambigüedad o la imprecisión en la percepción del consumidor sobre la realidad de las condiciones de la otra empresa aludida; y, iii) pertinentes: en la forma, al evitarse la ironía, la sátira, la burla o el sarcasmo; y, a la vez, en el fondo, al transmitir información que al consumidor le permita evaluar la oferta aludida sobre parámetros de eficiencia. Alusiones sobre condiciones estrictamente personales de los titulares o representantes de una empresa son siempre impertinentes.

Cuadro 2
Expresión jurisprudencial y lógica de actos de competencia desleal no enunciados por el Decreto Ley 26122 - Ley sobre Represión de la Competencia Desleal (LRCD)

Determinación de actos de competencia desleal	
Tipo sancionador (Artículos 6 y 24)	Conductas no enunciadas
Es acto de competencia desleal y, en consecuencia, ilícito y prohibido, toda conducta que resulte contraria a la buena fe comercial, al normal desenvolvimiento de actividades económicas y, en general, a las normas de corrección que deben regir en las actividades económicas (artículo 6 de la LRCD). El acto de competencia desleal será sancionado con amonestación o multa de hasta cien (100) UIT por la Comisión de Represión de la Competencia Desleal del INDECOPI (artículo 24 de la LRCD).	Actos capaces de inducir a error sobre los elementos de la oferta propia
	Actos de indebido ataque procesal: aquéllos capaces de entorpecer, encarecer, obstaculizar, dificultar o impedir la actividad comercial de otro concurrente mediante el ejercicio ilegítimo, fraudulento o carente de fundamento, de los derechos de acción o de petición que corresponden a todo sujeto de derecho.
	Actos de aprovechamiento indebido del esfuerzo o del derecho ajeno: aquéllos que consisten en la explotación comercial del esfuerzo ajeno, de modo contrario a la eficiencia competitiva; y, de los derechos o titularidades que corresponden a otro agente económico, sin asumir los correspondientes costos. Actos de boicot: “toda conducta de un concurrente en el mercado que tenga por efecto impedir o entorpecer la realización de un acto concurrencial ajeno o propio del proceso competitivo, y ejercitada como medio de presión para evitar el éxito o los propósitos de otro concurrente, por medios distintos a la eficiencia competitiva”. Actos de boicot podrían constituir, entre otros, aquellos “que tengan las características de: i) estar dirigidos contra un competidor y ser eficaces para generar como efecto que éste no concorra en determinado mercado; ii) actuar sobre un cliente real o potencial y ser eficaces para generar como efecto que éste decida no establecer relaciones contractuales con un competidor; o, iii) actuar sobre un cliente propio y ser eficaces para generar como efecto dificultades para que éste extinga su vínculo contractual, con el fin de evitar que el cliente desarrolle relaciones contractuales con un competidor”¹⁸ (configuración no acogida en última instancia por la autoridad administrativa).

Fuente: Pronunciamientos administrativos de la Comisión de Represión de la Competencia Desleal y de la Sala de Defensa de la Competencia del Tribunal del INDECOPI. Elaboración propia.

¹⁸ Resolución 101-2006/CCD-INDECOPI emitida en primera instancia administrativa en el procedimiento tramitado por denuncia de Banco del Trabajo S.A. contra Caja Municipal de Ahorro y Crédito de Trujillo S.A., bajo Expediente 151-2004/CCD.

A. Actos de indebido ataque procesal

En la configuración jurisprudencial de los actos de indebido ataque procesal, la experiencia nacional ha tenido significativa concordancia. Los actos de indebido ataque procesal se pueden configurar como aquella conducta de un concurrente dirigida a dificultar la actividad concurrential de otro concurrente, a través de la utilización indebida o abusiva del derecho de acción o del derecho de petición, en sede judicial o administrativa, respectivamente.

El hecho de entablar procesos contra otro concurrente con la finalidad de obstaculizar o encarecer su actuación en el mercado puede configurar, en efecto, un acto de competencia desleal bajo el alcance de la cláusula general. Al respecto, comentaremos dos casos de relevancia en el que tanto la Comisión como la Sala configuran como acto de competencia desleal la promoción de procesos contra otro concurrente con la finalidad de entorpecer su accionar en el mercado, sin interés legítimo o sin legitimidad para obrar.

En el primer caso, una empresa dedicada a la fabricación y comercialización de pinturas y otros productos químicos vinculados denunció a otra empresa concurrente en el mismo sector, imputándole como acto de competencia desleal la continua utilización del recurso de oposición en sus procedimientos de registro de marcas. Esta conducta, a decir de la denunciante, le impedía contar con signos distintivos registrados para diferenciar sus productos en el mercado, por lo que su actuación en el mercado sufría una obstrucción.

Conforme regula la Decisión 486 de la Comunidad Andina –Régimen Común sobre Propiedad Industrial–, una vez que un solicitante ha pedido el registro de un signo como marca en su favor, se encuentra obligado a publicar dicho signo, indicando la clase en que solicita su registro, entre otros datos de importancia. Luego de la publicación, la oposición es un recurso que puede ser presentado por un tercero para cuestionar el registro que se pretende. La oposición exige dos condiciones sobre quien la plantea: i) que éste posea legítimo interés para entablarla; y, ii) que

fundamente su pretensión opositora¹⁹. El fundamento de la pretensión opositora se sustancia válidamente, entre otras posibilidades, aludiendo que el signo que se pretende registrar como marca: i) incurre en una prohibición absoluta (por ser una denominación común o un nombre genérico del producto que se pretende distinguir, entre otros); ii) incurre en una prohibición relativa (por ser idéntico o semejante a una marca registrada o a un signo solicitado previamente para registro, pudiendo causarse un riesgo de confusión, entre otros); o, iii) de ser registrado, perpetraría, facilitaría o consolidaría un acto de competencia desleal²⁰.

En este contexto jurídico, la empresa dedicada a la fabricación y comercialización de pinturas y otros productos denunció que las oposiciones que se habían presentado en su contra –quince en un período aproximado de dos años– excedían una conducta que razonablemente estuviera dirigida a proteger los derechos de propiedad industrial que correspondían a su empresa opositora y competidora en el mercado, siendo una obstrucción a su actuar concurrential. Sin embargo, a lo largo del procedimiento, se pudo acreditar que algunos de los recursos de oposición habían resultado legítimos y fundados luego de su evaluación por las autoridades de propiedad industrial (Oficina de Signos Distintivos y Sala de Propiedad Intelectual del INDECOPI), impidiéndose válidamente el registro de determinados signos solicitados, en su oportunidad, por la empresa denunciante y sobre los que acusaba obstrucción.

En consecuencia, la Comisión tuvo la convicción de que la empresa denunciada había desarrollado el ejercicio regular de un derecho que le correspondía según el Régimen Común sobre Propiedad Industrial Andino, por lo que la denuncia fue declarada infundada al no quedar acreditada la realización de actos de competencia desleal contrarios a la cláusula general.

En segunda instancia, la Sala coincidió con la Comisión en que no existían actos de competencia desleal, sin embargo precisó elementos que permitieron un avance en la configuración de los actos de indebido ataque procesal como actos de competencia desleal. La Sala indicó que, además

¹⁹ Artículo 146 de la Decisión 486 de la Comunidad Andina - Régimen Común sobre Propiedad Industrial.

²⁰ Artículos 135 a 137 de la Decisión 486 de la Comunidad Andina - Régimen Común sobre Propiedad Industrial.

del daño concurrencial lícito que produce la concurrencia misma por la pugna por la preferencia sobre los clientes, “(o)tro supuesto de afectación permitida implícitamente por el ordenamiento –y no sólo en el derecho de la competencia o de la propiedad intelectual, sino en todas las áreas jurídicas– es la que resulta del ejercicio regular de un derecho, como es el caso de los derechos subjetivos de acción y de contradicción. Así, en el ámbito marcario, aunque la oposición a una solicitud de registro prolonga la incertidumbre generada respecto a su obtención, este acto no puede ser calificado de desleal, salvo que medien situaciones particulares que permitan apreciar de forma manifiesta que tales derechos se han ejercido abusivamente con la única intención de dañar a un competidor, a fin de generarle un perjuicio relevante, con ausencia de interés legítimo”²¹.

La Sala precisó la identificación del ilícito al considerar en su análisis que no debía evaluar la licitud de las oposiciones interpuestas por la denunciada, pues jurídicamente eran consecuencia del ejercicio de un derecho. El análisis, conforme estableció la Sala, debía circunscribirse únicamente a determinar si éstas se habían entablado ilegítimamente, de modo manifiesto o evidente. En este criterio, al resolver el caso, apreció que no se había acreditado que el conjunto de oposiciones formuladas por la denunciada tuvieran como finalidad única y evidente dañar la posición de su competidora, lo cual se apreciaba, entre otros, en que numerosas oposiciones habían sido aceptadas por las autoridades de propiedad industrial, presumiéndose implícitamente que la denunciada poseyó legítimo interés para entablar pretensiones fundamentadas²².

El segundo caso de relevancia que, posteriormente, permitió un avance significativo en la configuración de actos de indebido ataque procesal, surgió con ocasión de un singular procedimiento sancionador iniciado de oficio por la Comisión, luego de que la Sala declarara la nulidad de tres resoluciones emitidas por la Comisión de Protección al Consumidor del INDECOPI (en adelante, “CPC”). Dichas tres

resoluciones fueron emitidas en tres casos en que una persona natural había denunciado a tres empresas concurrentes en el mercado de bebidas embotelladas. Dicha persona natural había denunciado ante la CPC, entre otros, que cada una de estas tres empresas comercializaba productos que no eran idóneos para el consumo humano. Esta imputación indicaba la existencia de infracciones contra las normas que protegen los derechos de los consumidores. Como medios probatorios, en cada procedimiento ante la CPC, dicha persona natural había presentado informes de ensayo emitidos por una empresa especialista en análisis de esta índole, acerca del contenido y del estado de las bebidas embotelladas por cada una de estas empresas²³.

Luego de la tramitación de los tres casos, la CPC determinó que la denuncia era infundada contra dos de las tres empresas, al haber acreditado ésta que el néctar que conformaba las bebidas embotelladas comercializadas no conllevaban riesgo alguno para la salud o seguridad de los consumidores. Sobre el caso contra la tercera empresa, la CPC consideró que el néctar que contenía la bebida comercializada por ésta no era idóneo al contener un nivel de microorganismos que creaba un riesgo para la vida útil del producto pero no por carencia de idoneidad para el consumo humano.

Ante estos resultados, la persona natural denunciante apeló estos tres pronunciamientos de la CPC. Elevados a su conocimiento en segunda instancia estos casos toman un giro particular. La Sala requirió a la persona natural denunciante que presentara copia de los comprobantes de pago emitidos por la empresa encargada de la elaboración de los informes de ensayo que mostraban el análisis sobre el contenido y el estado de las bebidas embotelladas por cada una de las empresas denunciadas. Asimismo, la Sala le requirió a dicha persona natural que informara si mantenía algún vínculo con alguna empresa competidora de las empresas denunciadas. La persona natural señaló que una empresa concurrente en el mismo sector en el que concurren las tres denunciadas había pagado la realización de los informes de ensayo y que,

²¹ Resolución 1353-2006/TDC-INDECOPI emitida en segunda instancia administrativa en el procedimiento iniciado por denuncia de Pinturas Anypsa S.A. contra Tecnoquímica S.A., bajo Expediente 110-2005/CCD.

²² Resolución 1353-2006/TDC-INDECOPI emitida en segunda instancia administrativa en el procedimiento iniciado por denuncia de Pinturas Anypsa S.A. contra Tecnoquímica S.A., bajo Expediente 110-2005/CCD.

²³ Resolución 139-2006/CCD-INDECOPI emitida en primera instancia administrativa en el procedimiento tramitado de oficio contra Coca-Cola Servicios de Perú S.A., bajo Expediente 065-2006/CCD.

adicionalmente, dicha empresa era cliente del estudio de abogados en el que trabajaba como abogada. La Sala también requirió a la empresa encargada de la elaboración de los referidos informes de ensayo que presentara el comprobante de pago emitido por dicho servicio, lo que fue actuado en los procedimientos, en esta segunda instancia, corroborando que el pago había sido realizado por una empresa concurrente en el mismo sector²⁴.

Ante estas constataciones, la Sala declaró la nulidad de los tres pronunciamientos de la CPC, al considerar, conforme señala el Decreto Legislativo 716 (en adelante, Ley de Protección al Consumidor), que solamente un consumidor o una asociación de consumidores puede presentar una petición que de inicio a un procedimiento sancionador contra una empresa proveedora ante la CPC. La Sala observó un componente fraudulento en los tres casos antes referidos, en tanto que "(...) el financiamiento de costos de una denuncia por infracciones a las normas de protección al consumidor es una forma fraudulenta por medio de la cual las empresas competidoras de un proveedor pretenden erigirse como sujetos activos en el procedimiento, contraviniendo con ello (...) la Ley de Protección al Consumidor y configurando en la práctica una denuncia encubierta, tal como se ha podido apreciar"²⁵.

En este contexto, la Sala derivó los actuados de los tres casos a la Comisión para que ésta considerara si la materia probatoria referida en los tres casos descritos aportaba indicios suficientes sobre la realización de actos de competencia desleal. Así, la Sala sometió a consideración de la Comisión un caso cuyo análisis permitió un significativo paso en la configuración de los actos de indebido ataque procesal como actos de competencia desleal.

Luego del análisis de la materia probatoria en estos casos, la Comisión, efectivamente, inició un procedimiento sancionador de oficio contra la empresa concurrente que había pagado la realización de los informes de ensayo que habían servido de prueba en los tres casos reseñados y

que era cliente del estudio de abogados en el que trabajaba como abogada la persona natural que había fungido como denunciante. En este procedimiento sancionador, la empresa imputada aceptó los hechos, sin embargo pretendió justificarlos señalando, entre otros, que ninguna norma le prohibía contribuir económicamente en la promoción de casos dirigidos a la protección de los consumidores. Sin embargo, al resolver el caso, la Comisión consideró que la empresa imputada "tuvo por finalidad brindar apoyo a una persona (bajo una pretendida calidad de consumidora), con la finalidad de que ésta interpusiera acciones legales en contra de las (otras) empresas (...) utilizando medios legales de forma indebida y fraudulenta en perjuicio de las (otras) empresas (...). Esta conducta, a juicio de la Comisión es capaz de generar perjuicios a empresas que concurren en el mismo sector que la imputada (...) por medios distintos al esfuerzo empresarial eficiente que exige la buena fe comercial, el normal desenvolvimiento de actividades económicas y, en general, a las normas de corrección que deben regir en las actividades económicas. En consecuencia, es un daño concurrencial ilícito" (texto entre paréntesis añadido)²⁶.

La Comisión consideró que la empresa imputada, al no ser un consumidor o una asociación de consumidores, "si bien no habría actuado directamente en la interposición de una denuncia por una presunta infracción a la Ley de Protección al Consumidor, sí lo habría hecho indirecta e indebidamente, de modo fraudulento"²⁷. Asimismo, la Comisión observó, implícitamente, que la empresa imputada no tenía justificación alguna para haber promovido fraudulentamente las tres denuncias ante la CPC pues, en todo caso, tuvo siempre a su disposición la posibilidad de: i) denunciar directamente a las tres empresas concurrentes con ella en el mismo sector por la realización de actos de competencia desleal en la modalidad de engaño o de violación de normas por la puesta en el mercado de bebidas embotelladas productos que no contaran con la calidad ofrecida o que exigieran las normas sanitarias, respectivamente; o, ii) presentar una denuncia informativa ante la CPC, que no implicara

²⁴ Resolución 139-2006/CCD-INDECOPI emitida en primera instancia administrativa en el procedimiento tramitado de oficio contra Coca-Cola Servicios de Perú S.A., bajo Expediente 065-2006/CCD.

²⁵ Resolución 1159-2005/TDC-INDECOPI emitida en segunda instancia administrativa en el procedimiento iniciado por denuncia de la señora Fiorella Serra Farfán contra Cueva Interamerican Company S.A.C., bajo Expediente 1101-2004/CPC.

²⁶ Resolución 139-2006/CCD-INDECOPI emitida en primera instancia administrativa en el procedimiento tramitado de oficio contra Coca-Cola Servicios de Perú S.A., bajo Expediente 065-2006/CCD.

²⁷ Resolución 139-2006/CCD-INDECOPI emitida en primera instancia administrativa en el procedimiento tramitado de oficio contra Coca-Cola Servicios de Perú S.A., bajo Expediente 065-2006/CCD.

necesariamente el despliegue de un derecho de petición, sino que pusiera en su conocimiento hechos que estimara como infractores de las normas que protegen al consumidor para que ésta estimara si ameritaba el inicio de un procedimiento sancionador de oficio contra dichas empresas²⁸. Pese a la existencia de las posibilidades antes reseñadas, el actuar de la empresa imputada consistió en la realización de un ataque procesal fraudulento, no permitido por las normas vigentes.

Si bien la empresa imputada pretendió argumentar que no era competidora de las tres empresas denunciadas ante la CPC, la Comisión observó que ello no era un requisito a analizar para configurar la realización de un acto de competencia desleal en perjuicio de otros concurrentes, pues lo sería, en todo caso, para evaluar la gravedad de un acto de competencia desleal y, en consecuencia, graduar la sanción, si éste estuviera dirigido a alejar o sustraer ilícitamente la clientela de un competidor²⁹. Sin embargo, para la Comisión quedó claro que la empresa imputada “desarrolla o puede desarrollar –de forma mediata o inmediata– actividad comercial que se encuentra en concurrencia con la actividad económica de las (otras) empresas (...) (que) sin importar la envergadura de su participación en el mercado concurren en el mismo sector de bebidas no alcohólicas, en el que, por ejemplo, una bebida gaseosa puede ser sustituida en el consumo por jugos de frutas al satisfacer, con diferentes atributos, la misma necesidad” (Texto en paréntesis añadido)³⁰.

Asimismo, la Comisión consideró que las medidas cautelares y sancionadoras solicitadas por la persona natural que fungió fraudulentamente como denunciante de las tres otras empresas “se encontraban orientadas, debido a su formulación, a la inmovilización y destrucción de

los productos denunciados y al cierre de la planta de fabricación, revelando una finalidad de lograr una paralización y consiguiente perjuicio en contra de los concurrentes denunciados, más que un afán de protección y salvaguarda de los consumidores”³¹.

En consecuencia, la Comisión consideró que la empresa imputada había cometido actos de competencia desleal por desarrollar “conductas tendientes a perjudicar la actividad comercial de diversas empresas que concurren con ella en el mismo sector del mercado y elevando sus costos de operar en el mercado, lo que contradice lo establecido en la cláusula general de la ley de represión de la competencia desleal, al generarles un daño que no deriva de un esfuerzo empresarial eficiente”³². Este pronunciamiento de la Comisión no fue revisado en segunda instancia por la Sala debido a que la empresa infractora lo consintió y no presentó apelación contra el mismo. Sin embargo, podemos presumir un criterio de índole similar por parte de la segunda instancia al ser la que remitió el caso a la Comisión para que evaluara el inicio del procedimiento sancionador de oficio.

De los pronunciamientos comentados, podemos identificar a los actos de indebido ataque procesal como aquéllos capaces de entorpecer, encarecer, obstaculizar, dificultar o impedir la actividad comercial de otro concurrente mediante el ejercicio ilegítimo, fraudulento o carente de fundamento, de los derechos de acción o de petición que corresponden a todo sujeto de derecho. Seguramente, esta configuración se verá enriquecida con posteriores pronunciamientos que, con ocasión del análisis de otros casos concretos, arrojen mayores luces sobre los contornos de esta figura³³. Queda pendiente a la jurisprudencia precisar criterios que permitan analizar del mejor modo posible el conjunto de indicios que se deban valorar para determinar la existencia de actos de indebido ataque procesal.

²⁸ La diferencia entre el ejercicio del derecho a formular denuncias informativa y el ejercicio del derecho de petición administrativa (frecuentemente denominada también denuncia por algunas normas especiales que regulan procedimientos, como es el caso de los que se tramitan ante el INDECOPI), se expone plenamente en los artículos 105 y 106 de la Ley 27444 - Ley del Procedimiento Administrativo General.

²⁹ El Decreto Ley 26122 - Ley sobre Represión de la Competencia Desleal indica:

“Artículo 5.- (...) se considerará acto de competencia desleal grave el que se encuentre específicamente dirigido a alejar o sustraer ilícitamente la clientela de un competidor”.

³⁰ Resolución 139-2006/CCD-INDECOPI. Op. cit. Supra 23.

³¹ Ibidem.

³² Ibidem.

³³ Sobre la configuración del indebido ataque procesal, analizado desde una dimensión que lo encuadra como posible acto contrario a la libre competencia, recomendamos consultar: BULLARD GONZÁLEZ, Alfredo y Alejandro, FALLA JARA. “El abogado del diablo: el abuso de procesos legales o gubernamentales como práctica anticompetitiva”. En: *Ius et Veritas* 30. Año 15. 2005. pp. 40-51.

B. Actos de aprovechamiento indebido del esfuerzo o del derecho ajeno

Sobre los actos de competencia desleal, se han desarrollado diversas y diferentes categorizaciones, a efectos de permitir una clasificación que permita su estudio y determinación de mejor manera. Estas clasificaciones pueden ser útiles para el análisis fenomenológico de los actos de competencia desleal y, en la medida que estos son de naturaleza multidimensional, pueden superponerse, siempre dependiendo del énfasis que se desee realizar sobre uno de los ejes de gravedad que permita la configuración de determinados actos.

En este sentido, por ejemplo, dos de los actos clasificados en nuestro Cuadro 1 como actos capaces de inducir a error sobre los elementos de la oferta propia –actos de confusión y actos de explotación indebida de la reputación ajena– también podrían ser clasificados como actos que significan un aprovechamiento indebido del esfuerzo ajeno. Lo anterior se sustenta en que, por ejemplo, el uso indebido de una marca ajena es capaz de configurar –a la vez como concurso ideal de infracciones– actos de confusión y actos de explotación indebida de la reputación ajena. Ello, porque el uso indebido de una marca ajena no solamente induce a error al consumidor o al cliente, sino que además –si el consumidor valora el origen empresarial y la reputación que la marca indica y atesora, respectivamente– configura un aprovechamiento no autorizado y, en consecuencia, indebido del esfuerzo e inversión realizada por el concurrente a quien corresponde la marca, cuya identidad comercial y actividad empresarial es aludida por ésta.

Así, en consecuencia, los actos de confusión y actos de explotación indebida de la reputación ajena, enunciados por la Ley sobre Represión de la Competencia Desleal, revelan una doble condición que permite clasificarlos como actos capaces de inducir a error sobre los elementos de la oferta propia y, a la vez, como actos de aprovechamiento indebido del esfuerzo ajeno. Con esta ilustración, y dejando a salvo entonces que las clasificaciones pueden siempre superponerse en este punto, a

través de dos casos presentaremos la configuración de actos de competencia desleal en la modalidad de actos de aprovechamiento indebido del esfuerzo o del derecho ajeno, no enunciados por la Ley sobre Represión de la Competencia Desleal.

El primero es, en realidad, un caso múltiple, pues se originó de manera casi idéntica con ocasión de la realización de diferentes campeonatos mundiales de fútbol: Francia 1998, Corea-Japón 2002 y Alemania 2006. Sucedió que un grupo empresarial que concurría en el sector editorial colocaba, como oferta en el mercado, un álbum que permitía a los consumidores adquirir cromos con las imágenes de los jugadores de fútbol y de las selecciones nacionales participantes en cada uno de estos campeonatos mundiales. Esta oferta promovía que los consumidores coleccionaran dichos cromos con semanas de anticipación a la realización de tales campeonatos. En cada caso, las empresas que comercializaban álbumes alusivos a los campeonatos mundiales de fútbol bajo los derechos que otorgaba contractualmente la Federación Internacional de Fútbol Asociado (en adelante, “FIFA”), denunciaron a las diferentes empresas que conformaban el referido grupo empresarial editorial por no contar con licencia alguna para realizar la comercialización de álbumes y cromos.

La defensa que se presentó ante estas denuncias consideró como argumentos, entre otros, que: i) no se violaba derecho de propiedad industrial alguno debido a que los álbumes denunciados no presentaban escudos, emblemas o símbolos de titularidad de la FIFA o de alguna de las asociaciones de fútbol que representaban a las selecciones participantes, ii) los derechos de autor y las licencias sobre cada una de las fotografías utilizadas en dichos álbumes habían sido adquiridos debidamente; iii) la comercialización del álbum y de los cromos poseía un contenido informativo sobre un evento de interés público como es un campeonato mundial de fútbol, en el que participan personas notorias; y, iv) los álbumes y los cromos denunciados se enmarcaban dentro de los supuestos de excepción³⁴ en el uso de la imagen de una persona³⁵.

³⁴ Al respecto, el Código Civil establece:

“Artículo 15.- La imagen y la voz de una persona no pueden ser aprovechadas sin autorización expresa de ella o, si ha muerto, sin el asentimiento de su cónyuge, descendientes, ascendientes o hermanos, excluyentemente y en este orden. Dicho asentimiento no es necesario cuando la utilización de la imagen y la voz se justifique por la notoriedad de la persona, por el cargo que desempeñe, por hechos de importancia o interés público o por motivos de índole científica, didáctica o cultural y siempre que se relacione con hechos o ceremonias de interés general que se celebren en público. No rigen estas excepciones cuando la utilización de la imagen o la voz atente contra el honor, el decoro o la reputación de la persona a quien corresponden”.

³⁵ Resolución 076-2003/CCD-INDECOPI emitida en primera instancia administrativa en el procedimiento tramitado por denuncia de Compañía Impresora Peruana S.A. contra Corporación Gráfica Navarrete S.A., bajo Expediente 042-2002/CCD. Esta resolución fue

Al respecto, la autoridad administrativa consideró que la oferta de álbumes y cromos denunciados “involucra una serie de costos que deben asumir, en forma usual y de acuerdo a los requisitos establecidos en la ley, todas las empresas que distribuyen lícitamente los mismos. Entre tales costos se encuentran el de contactar y negociar con los seleccionados de fútbol y/o los jugadores de fútbol para obtener las licencias de uso de imagen correspondientes y la inversión en la licencia”. Asimismo, “(l)a concesión de las licencias de uso para la utilización de las imágenes de los jugadores de los seleccionados de los equipos de fútbol en cromos, autoadhesivos, hologramas, álbumes y afiches genera para el licenciatario la obligación de abonar derechos en favor del titular de las mismas. (...) distribuir tales bienes sin pagar los derechos correspondientes a los titulares, genera perjuicios para el competidor que sí los distribuye asumiendo el costo de abonar los referidos derechos. (...) afectando directamente al licenciatario legítimo de dichos bienes”³⁶.

En las citas precedentes podemos apreciar cómo se configura la determinación del uso indebido del derecho a la imagen ajeno. Es decir, del derecho que correspondía a los jugadores de fútbol de los seleccionados participantes, quienes, también como concurrentes en el mercado, gozaban de una titularidad sobre su imagen para explotarla comercialmente, allí donde el uso de su imagen superaba los fines informativos. Así, en este conjunto de casos, tanto la Comisión cuanto la Sala consideraron que, aún cuando no se violaba el derecho de propiedad industrial y pese a que las empresas denunciadas contaban con los derechos de autor y las licencias sobre cada una de las fotografías utilizadas en dichos álbumes, la explotación comercial de las imágenes de los jugadores de fútbol y de las selecciones participantes en un campeonato mundial excedía los fines informativos por ser una publicación especial para colección que se expendía con significativa anterioridad al evento de deportivo. Esta circunstancia exigía el reconocimiento patrimonial de los derechos a la imagen, siendo un

aprovechamiento indebido de estos derechos ofrecer álbumes y cromos sin las referidas licencias.

En consecuencia, tanto la Comisión cuanto la Sala, en los diversos casos presentados con ocasión de la realización de diferentes campeonatos mundiales de fútbol: Francia 1998, Corea-Japón 2002 y Alemania 2006, determinaron la existencia de un acto de competencia desleal, bajo el alcance de lo establecido en la cláusula general, por la comercialización de álbumes y cromos “con las imágenes de los jugadores de fútbol de las selecciones que participaron en el Mundial (...) sin contar con la correspondiente autorización de los titulares y sin pagar los derechos respectivos”³⁷.

Otros de los casos de significativa importancia en el desarrollo de la configuración de los actos de aprovechamiento indebido del esfuerzo o del derecho ajeno se produjeron con ocasión de diversos enfrentamientos legales entre dos empresas que, en el mercado, difundían publicaciones consistentes en informativos legales. En uno de estos casos, una de las empresas había realizado publicaciones que contenían copias textuales parciales de publicaciones que correspondían a la otra empresa. Se pudo determinar en este caso que, si bien las publicaciones originales constituían obras protegidas bajo los derechos de autor, éstas contenían algunos elementos que no podían ser protegidos tales como datos, sumillas, normas legales y resoluciones administrativas –fuera por carencia de originalidad o por exclusión del Decreto Legislativo 822 (en adelante, Ley sobre el Derecho de Autor)–.

La empresa denunciada, en este caso, se defendió señalando que no había elaborado el contenido de las publicaciones que contenían las publicaciones cuestionadas, sino que había encargado a un tercero su elaboración por contrato, estipulando que éste se hacía responsable por la originalidad de las mismas. Sin embargo, coincidiendo con la primera instancia, la Sala consideró que esta empresa había cometido una infracción por actos de

consentida por la empresa infractora. Asimismo, cabe señalar que esta resolución contribuyó a zanjar, de modo absoluto, la confusión que se produjo sobre la existencia de un tipo sancionador denominado como “actos análogos” que no era otra cosa que una lectura paralela de lo estipulado por la cláusula general. Para conocer en detalle los términos de esta confusión acudir a confrontar el texto íntegro de la resolución citada.

³⁶ Citas textuales de la Resolución 076-2003/CCD-INDECOPI emitida en primera instancia administrativa en el procedimiento tramitado por denuncia de Compañía Impresora Peruana S.A. contra Corporación Gráfica Navarrete S.A., bajo Expediente 042-2002/CCD.

³⁷ Resolución 076-2003/CCD-INDECOPI emitida en primera instancia administrativa en el procedimiento tramitado por denuncia de Compañía Impresora Peruana S.A. contra Corporación Gráfica Navarrete S.A., bajo Expediente 042-2002/CCD.

competencia desleal en la modalidad de actos de copia o reproducción no autorizada por la indebida utilización de obras ajenas, con prescindencia de la responsabilidad contractual que hubiera pactado con un tercero. De otro lado, sobre aquellas copias o plagios textuales de elementos que no podían ser protegidos por la Ley sobre el Derecho de Autor, la Sala precisó, coincidiendo con la Comisión, que “no se sancionan las infracciones a la legislación en materia de derechos de autor, (...) sino la conducta (...) consistente en conducir el proceso productivo de encargar, reproducir, distribuir y comercializar la obra (...) que ha sido creada valiéndose del esfuerzo y la inversión desarrollados por otro agente del mercado”. Asimismo, observó que esta conducta “vulnera las normas de represión de la competencia desleal, que velan por la concurrencia (...) ajustada al ordenamiento jurídico, al aprovecharse indebidamente del esfuerzo desarrollado por su competidor”³⁸.

De este caso podemos inferir que la copia o reproducción de bienes protegidos por la propiedad intelectual, tales como marcas, invenciones patentadas u obras ajenas, entre otros, es una modalidad de acto de competencia desleal que se enmarca dentro del género de actos de aprovechamiento indebido del esfuerzo y del derecho ajeno. De otro lado, cuando una copia, plagio o reproducción indebida no se produce sobre un bien protegido por un derecho de propiedad intelectual –al no existir derecho de exclusiva– queda únicamente la aplicación de la figura del aprovechamiento indebido del esfuerzo ajeno de quien estructura una publicación o un conjunto informativo, asumiendo los costos que ello implica.

De los pronunciamientos comentados, podemos identificar a los actos de aprovechamiento indebido del esfuerzo o del derecho ajeno; son aquéllos que consisten en la explotación comercial del esfuerzo ajeno, de modo contrario a la

eficiencia competitiva; y, de los derechos o titularidades que corresponden a otro agente económico, sin asumir los correspondientes costos. En este caso, queda pendiente a la jurisprudencia continuar identificando qué otros esfuerzos o derechos podrían ser indebidamente aprovechados, de modo tal que se configure un acto de competencia desleal.

C. Actos de boicot

Como antecedente histórico, cabe señalar que en Irlanda, sobre finales del siglo XIX, Charles Cunningham Boycott se hizo sujeto del odio y la indignación de su propia región y de regiones aledañas como consecuencia de los maltratos y crueldad de trato que desarrollaba sobre un sector de la población de su comarca. Por esta razón, fue incluido en lo que se denominaba una “lista negra”. Como consecuencia de ello, ningún ciudadano irlandés se relacionaba comercialmente con él, surgiendo así la denominación de actos de boicot para aludir al método de presión sobre un sujeto o agente³⁹. Actualmente, el entendimiento general aprecia que boicoteo es el acto consistente en impedir o entorpecer la realización de un acto o de un proceso, como medio de presión para lograr un objetivo propio⁴⁰.

Así, por ejemplo, cuando una delegación deportiva de significativa importancia decide no acudir a una olimpiada o a un certamen deportivo internacional se alude a la existencia de un boicot. Ello, en la medida de que, por algún objetivo político o de otra índole, dicha ausencia persigue disminuir la percepción de legitimidad de una justa deportiva para proclamar campeones mundiales. Esta conducta puede ser un medio de presión para lograr mejorar una posición pública o lograr objetivos en otros escenarios internacionales.

En la materia que nos ocupa, si el acto de boicot se dirige a entorpecer un acto concurrencial ajeno o el proceso competitivo, éste podrá ser enjuiciado

³⁸ Resolución 2043-2006/TDC-INDECOPI emitida en segunda instancia administrativa en el procedimiento tramitado por denuncia de Estudio Caballero Bustamante S.R.L. contra Instituto de Investigación El Pacífico E.I.R.L., bajo Expediente 116-2004/CCD. La Sala en otro caso similar, entre las mismas partes, formuló el siguiente símil “La infracción en el presente caso no es la mera semejanza entre las publicaciones “Actualidad Tributaria” del Instituto El Pacífico y “Síntesis Tributaria” de Caballero Bustamante sino la conducta (...) consistente en copiar –plagiar– el resultado del esfuerzo desarrollado por otro agente del mercado. Esta situación es semejante a la que se presenta durante un examen de aritmética: el resultado no solamente deberá ser semejante sino idéntico. Esto no es condenable si cada examinado desarrolla el examen por sí solo y arriba al resultado sobre la base de sus propios conocimientos y esfuerzo. Por el contrario, si durante el examen uno de los examinados se dedica a copiar el examen de otro de sus compañeros y es sorprendido realizando esa conducta, será condenado, no por la igualdad en sus respuestas, sino por la falta de ética que representa aprovecharse del esfuerzo y conocimientos de otros estudiantes”. Resolución 455-2004/TDC-INDECOPI, emitida en el procedimiento tramitado por denuncia de Estudio Caballero Bustamante S.R.L. contra Instituto de Investigación El Pacífico E.I.R.L., bajo Expediente 032-2002/CCD.

³⁹ CABANELLAS, Guillermo. Op. cit. p. 506.

⁴⁰ Diccionario de la Lengua Española de la Real Academia Española. Vigésima segunda edición. Voz “boicoteo”.

bajo las disciplinas que se encargan de velar por el eficaz y adecuado funcionamiento de dicho proceso. Sobre la naturaleza y el alcance de los actos de boicot comercial se ha opinado muchísimo. Un sector de la doctrina considera que los actos de boicot pueden ser sancionables únicamente bajo la disciplina de la defensa de la libre competencia, mientras que otro sector considera que, dependiendo de la configuración de determinada conducta, ésta podría encontrarse bajo el alcance de la potestad sancionadora que establece tanto la disciplina de la defensa de la libre competencia como la disciplina de la represión de la competencia desleal. Naturalmente, las diferentes consideraciones no coinciden en las definiciones de lo que constituyen actos de boicot, por lo que se debe reconocer que a nivel doctrinario no hay unanimidad en su definición.

La Comisión, en un pronunciamiento de vanguardia en la región, caracterizó los actos de boicot, bajo lo dispuesto por la cláusula general, señalando que “(l)a acción tendiente a realizar un boicot como acto de competencia desleal es toda conducta de un concurrente en el mercado que tenga por efecto impedir o entorpecer la realización de un acto concurrencial ajeno o propio del proceso competitivo, y ejercitada como medio de presión para evitar el éxito o los propósitos de otro concurrente, por medios distintos a la eficiencia competitiva”. Preciso que actos de boicot podrían constituir, entre otros, aquellos “que tengan las características de: i) estar dirigidos contra un competidor y ser eficaces para generar como efecto que éste no concurra en determinado mercado; ii) actuar sobre un cliente real o potencial y ser eficaces para generar como efecto que éste decida no establecer relaciones contractuales con un competidor; o, iii) actuar sobre un cliente propio y ser eficaces para generar como efecto dificultades para que éste extinga su vínculo contractual, con el fin de evitar que el cliente desarrolle relaciones contractuales con un competidor”⁴¹.

Esta caracterización de los actos de boicot fue establecida por la Comisión bajo precedente de observancia obligatoria en la decisión sobre un caso en el que dos entidades financieras competían en la colocación y mantenimiento de créditos en determinada ciudad. Una de las empresas mantenía desde hace tiempo atrás una relación crediticia con determinados clientes, la otra deseaba captar su preferencia ofreciéndoles condiciones comerciales distintas, mostradas como más favorables. Esta segunda empresa ofrecía a dichos clientes un nuevo crédito para que cancelaran sus montos adeudados con la primera empresa, mediante un cheque de gerencia emitido en favor de ésta. Sin embargo, se presentaron algunos problemas en el desarrollo del proceso competitivo pues la primera empresa se resistía a permitir la migración de sus clientes, rechazando los cheques de gerencia y obstruyendo dicha migración al no informar sobre los montos totales de las deudas pendientes e, incluso, dilatando la recepción de pagos en efectivo.

En este contexto, la Comisión consideró que el rechazo o devolución de los cheques de gerencia emitidos para cancelar las deudas eran actos de boicot al configurar un medio de presión dirigido por la primera empresa contra su competidora para dificultar o evitar que ésta concurriera en el mercado, actuando sobre el colectivo de sus clientes para que estos, ante las dificultades mostradas, no establecieran vínculos contractuales crediticios con la empresa competidora, y generando dificultades para que dichos clientes extinguieran su vínculo contractual crediticio a través del pago mediante cheque de gerencia o en efectivo, aumentando los costos de transacción que involucraba optar por la oferta sustituta de la empresa competidora⁴².

Este pronunciamiento configuró a los actos de boicot como una especie de obstaculización o entorpecimiento de la conducta comercial de otro concurrente que se presenta como oferente en el

⁴¹ Citas textuales tomadas de la Resolución 101-2006/CCD-INDECOPI emitida en primera instancia administrativa en el procedimiento tramitado por denuncia de Banco del Trabajo S.A. contra Caja Municipal de Ahorro y Crédito de Trujillo S.A., bajo Expediente 151-2004/CCD. Se debe señalar que esta caracterización se produjo por mayoría en la decisión de la Comisión pues existió un voto singular, compartido por dos comisionados, que en minoría consideró “(h)acemos nuestros los fundamentos de la resolución, salvo en el extremo que introduce la denominación de boicot para tipificar los actos de la denunciada (...) A nuestro entender, los mencionados actos contrarios a la buena fe comercial y al normal desenvolvimiento de las actividades económicas, están comprendidos dentro de la cláusula general de la norma referida. Por tanto, (...) no resulta apropiada la referencia a la denominación de boicot, pues éste carece de enunciación legislativa expresa y de tratamiento doctrinario y jurisprudencial uniforme y firme en el ámbito de regulación de la leal competencia empresarial”.

⁴² Resolución 0301-2007/TDC-INDECOPI emitida en segunda instancia administrativa en el procedimiento tramitado por denuncia de Banco del Trabajo S.A. contra Caja Municipal de Ahorro y Crédito de Trujillo S.A., bajo Expediente 151-2004/CCD.

mercado. En este sentido, conforme a lo definido por la Comisión, un acto de boicot es siempre un acto vinculado directamente sobre la cara externa de la concurrencia ajena. Es decir, sobre aquella superficie de la oferta ajena que pretende atraer clientes⁴³. Así, bajo esta definición, no serían actos de boicot aquéllos capaces de obstaculizar o entorpecer la actividad productiva o las relaciones contractuales de otro concurrente con sus proveedores o trabajadores, debido a que estos segmentos de su actividad no son escenario directo de su captación de clientes. La determinación de la deslealtad de estas otras conductas corresponde a otras figuras.

Bajo esta consideración, un acto de obstaculización o entorpecimiento que no sería un acto de boicot consistiría, por ejemplo, en desinflar las llantas de las camionetas de reparto de la competencia, pues se dificulta su proceso de distribución sobre transacciones ya realizadas, más no de oferta directa sobre sus clientes⁴⁴.

Retomando el caso bajo comentario, en segunda instancia administrativa, la Sala, si bien consideró al igual que la Comisión que existían actos de competencia desleal bajo lo dispuesto en la cláusula general, dejó sin efecto el precedente de observancia obligatoria que definió los actos de boicot, al considerar, entre otros, sobre su configuración que "(c)on base en esta definición, todo acto de competencia desleal que de manera general se dirija contra un competidor compartiría la definición presentada como un acto de boicot. (...) se deduce que en general, que los medios de obstaculización de las actividades comerciales de un agente económico que se produzcan por métodos contrarios a una competencia eficiente, pueden ser considerados como actos de competencia desleal"⁴⁵. Estas consideraciones, a juicio de la Sala, no permitían determinar una

configuración especial de actos de boicot bajo el alcance de la cláusula general.

Podemos notar un claro contraste entre ambos pronunciamientos, pues para la Comisión la configuración de los actos de boicot posee su centro de gravedad en la presión que se ejerce para impedir o entorpecer la realización de un acto concurrencial ajeno o propio del proceso competitivo, para evitar el éxito o los propósitos de otro concurrente, lo que se produce sobre la cara externa de la concurrencia ajena; mientras que, para la Sala, la configuración declarada por la Comisión tenía su centro de gravedad en que los actos de boicot se habían definido como actos concurrenciales por "medios distintos a la eficiencia competitiva", de modo tal que compartían la naturaleza de cualquier acto de competencia desleal enunciado o no enunciado.

Cierto es que un acto de competencia desleal, como definimos al inicio de esta entrega, es todo aquél que no sea consistente con el principio de "competencia eficiente" –*Leistungswettbewerb*–, en lo que la Sala acierta. Sin embargo, cierto es también que no todos los actos de competencia desleal se configuran como medios de presión, pues allí están, por ejemplo, los actos de engaño o de copia o reproducción autorizada que se configuran por una inducción a error al cliente y por el aprovechamiento del esfuerzo ajeno, respectivamente. Queda claro que la Comisión pretendió configurar a los actos de boicot como aquéllos de presión sobre la cara externa de la concurrencia ajena, sobre aquella superficie de la oferta ajena que pretende atraer clientes, tal como señalamos.

En todo caso, este esfuerzo de definir los actos de boicot realizado por la primera instancia administrativa –que no tuvo acogida en segunda instancia–, si bien no ha permitido dejar

⁴³ La Comisión, en el pronunciamiento bajo comentario, apreció que un sector de la doctrina pretendía encuadrar los actos de boicot únicamente bajo la disciplina de la defensa de la libre competencia. Sin embargo, consideró lo apreciado por Alberto Emparanza Sobejano en cuanto "(e)l fundamento de la deslealtad del boicot reside en que se trata de un comportamiento contrario a la competencia eficiente, pues busca la consecución de una mejora en su posición induciendo a otros sujetos a que cancelen las relaciones comerciales con sus competidores, en lugar de potenciar sus propias prestaciones, como correspondería en consonancia con el principio de competencia eficiente. Se produce, en definitiva, un comportamiento obstructivo o impeditivo (*Behinderung*) de la libre competencia, que justifica sobradamente que la disciplina de la competencia lo considere desleal. (...) Como además no hay ningún precepto que contemple expresamente este supuesto en la Ley de Represión de la Competencia Desleal, el único medio de declarar su deslealtad es la cláusula general". EMPARANZA SOBEJANO, Alberto. "El boicot como acto de competencia desleal contrario a la libre competencia". Madrid: Civitas. 2000. pp. 185 y 186. Resolución 0301-2007/TDC-INDECOPI emitida en segunda instancia administrativa en el procedimiento tramitado por denuncia de Banco del Trabajo S.A. contra Caja Municipal de Ahorro y Crédito de Trujillo S.A., bajo Expediente 151-2004/CCD.

⁴⁴ Se debe considerar, por ejemplo, la estrategia desarrollada por un concurrente para pinchar las llantas de la camioneta del gerente general de una empresa competidora los domingos en la playa ni siquiera configuraría como acto de competencia desleal, pues no se afecta la actuación del competidor en el proceso competitivo.

⁴⁵ Resolución 0301-2007/TDC-INDECOPI emitida en segunda instancia administrativa en el procedimiento tramitado por denuncia de Banco del Trabajo S.A. contra Caja Municipal de Ahorro y Crédito de Trujillo S.A., bajo Expediente 151-2004/CCD.

configurados como actos enunciados por la jurisprudencia a los actos de boicot, ha animado el debate doctrinario en torno a su configuración y, en todo caso, ha permitido establecer las bases para una futura apreciación de actos de índole similar a los que motivaron el caso de competencia desleal entre las entidades financieras antes referidas. Este caso también fue muy positivo pues fue escenario para que la Sala fortaleciera la apreciación de valor sobre la cláusula general en su función rectora de la competencia, al considerar que “(m)ás allá de la nomenclatura que se emplee, lo que importa en el Derecho de la Represión de la Competencia Desleal es reprimir aquellas prácticas que tienen por finalidad obstruir o dificultar la actividad comercial de un competidor, por mecanismos distintos a la generación de eficiencias competitivas”.

Asimismo, la Sala sugiere una subsidiariedad de la disciplina de la represión de la competencia respecto de la disciplina de la defensa de la libre competencia, añadiendo que “sin perjuicio de la calificación específica de los actos de boicot usada en materia del derecho de la libre competencia, un acto de competencia desleal que cumpla las características antes descritas siempre podrá ser sancionado como tal, sin requerir que se haya realizado mediante el ejercicio abusivo de una posición dominante o a través de un acuerdo colusorio”⁴⁶.

De los pronunciamientos comentados, podemos apreciar que la configuración de los actos de boicot, en sede nacional, no ha logrado consolidación. Sin embargo, el análisis de esfuerzo deliberativo, en primera y segunda instancia administrativa, revela que se ha producido una contribución al debate intelectual y académico que ha tenido como resultado un fortalecimiento de las consideraciones sobre la cláusula general que, como tipo sancionador, cumple con el principio de tipicidad exhaustiva por sí misma.

VI. ALGUNAS CONCLUSIONES Y REFLEXIONES PENDIENTES

Resulta evidente de lo expuesto que el entendimiento y la aplicación de la cláusula general cobra singular importancia en mercados

en los que la competencia se intensifica y en los que aparecen nuevos ímpetus competitivos que deben siempre ajustarse a las reglas de competencia por eficiencia para mantenerse en los cauces de licitud, bajo la observancia de la buena fe comercial objetiva.

Dada la naturaleza de la cláusula general que presenta la Ley sobre Represión de la Competencia Desleal, la identificación de conductas no enunciadas que puedan progresivamente ser configuradas por la jurisprudencia administrativa contribuirá a: i) elevar los niveles de certeza que puedan lograr los agentes del mercado sobre el conocimiento de las conductas que son desleales en la concurrencia; ii) mejorar la claridad de la imputación que se realice, en un caso concreto, al referirse a una conducta identificada como acto de competencia desleal por la jurisprudencia; y, iii) permitir que los agentes denunciados desplieguen con mayor cobertura su derecho de defensa ante una imputación que les generaría una posible sanción.

Asimismo, en la medida en que el operador jurídico cuente con mejor calidad de información sobre la experiencia de aplicación administrativa, poseerá mayores elementos para abrir nuevos debates y profundizar los existentes sobre los actos de competencia desleal no enunciados por la Ley sobre Represión de la Competencia Desleal vigente. Queda en manos de los operadores jurídicos contribuir al debate sobre la existencia de otros actos de competencia desleal no enunciados que serían sancionables conforme a la cláusula general. A propósito de esto, en la experiencia española, que inspira la expresión legislativa nacional de la disciplina de la represión de la competencia desleal, se analiza y debate constantemente la naturaleza de actos de competencia desleal que podrían tener ciertos supuestos de captación de clientela o el aprovechamiento parasitario de un tercero sobre las inversiones realizadas para la consolidación o lanzamiento de un producto⁴⁷. Estos debates se encuentran, en nuestra realidad, pendientes de reflexión respecto de algunos sectores de vertiginosa dinámica competitiva.

En línea de conclusiones, debe tenerse presente que la prohibición y sanción de actos de

⁴⁶ Resolución 0301-2007/TDC-INDECOPI emitida en segunda instancia administrativa en el procedimiento tramitado por denuncia de Banco del Trabajo S.A. contra Caja Municipal de Ahorro y Crédito de Trujillo S.A., bajo Expediente 151-2004/CCD.

⁴⁷ MASSAGUER, José. “La Cláusula de Prohibición de la Competencia Desleal”. En: “Competencia desleal y defensa de la competencia”. Madrid: Consejo General del Poder Judicial. 2002. p. 116.

competencia desleal no exige que se acredite un daño efectivo y tampoco que el agente que los comete haya tenido conciencia o voluntad de su realización o de su naturaleza ilícita. En este sentido, para determinar la existencia de un acto de competencia desleal y sancionarlo, únicamente basta verificar que el perjuicio sea potencial, es decir que, además de posible, sea moderadamente probable sobre cualquier otro agente económico, oferente o demandante, o sobre el sistema competitivo. En consecuencia, la cláusula general instaaura un ilícito de peligro que no requiere de la verificación de una condición lesiva constatada en la realidad.

Queda también como reflexión pendiente debatir sobre la necesidad o no de ir consolidando legislativamente los actos de competencia no enunciados en la Ley sobre Represión de la Competencia Desleal, sobre los que la jurisprudencia administrativa ha logrado consenso y consideración estable. También queda pendiente deliberar sobre si la flexibilidad que permite la cláusula general para tipificar la

existencia de actos de competencia desleal, exige un mayor esfuerzo de claridad por parte de la autoridad administrativa allí cuando la imputación sea simple, es decir cuando se desarrolle sobre la base de la cláusula general únicamente, en el objetivo de permitir una mayor cobertura al ejercicio del derecho de defensa de la empresa denunciada en un caso concreto. Aunque nuestra respuesta de experiencia es afirmativa, hay quienes podrían considerar lo contrario considerando que la cláusula general cumple, por sí misma, con el principio de tipicidad exhaustiva.

Se mantienen estos y otros temas de reflexión como objeto de futuras entregas, estando seguros de que la contribución de la jurisprudencia administrativa en el desarrollo y delimitación de los actos prohibidos y sancionados por la cláusula general es una labor progresiva, cuyo impulso se presenta en el análisis caso por caso, lo que exige que el tiempo haga su labor casuística y que los operadores jurídicos participen activamente en esta tarea.

PANORAMA Y TENDENCIAS DEL ARBITRAJE INTERNACIONAL

Entrevista a Robert Briner*

La Cámara de Comercio Internacional de París es una de las instituciones de solución de controversias internacionales más prestigiosa en el mundo. Una rica experiencia en la organización y administración de arbitrajes en las últimas décadas, y en diferentes países del mundo ha contribuido a consolidar al arbitraje como el medio de solución de conflictos más eficiente en el comercio internacional.

En esta entrevista, Robert Briner comenta sobre diversos temas de actualidad en materia de arbitraje, reflexiones que deben servir como guía para el enfoque de los problemas sobre el arbitraje en nuestro ámbito local.

* Ex Presidente de la Corte de Arbitraje de la Cámara de Comercio Internacional de París (1997-2005). Esta entrevista fue posible gracias a la colaboración de la doctora Dyalá Jiménez-Figueres. Agradecemos al doctor Roger Rubio Guerrero por cedernos la publicación de la presente entrevista.

1. ¿Considera Usted que la globalización ha contribuido a una acentuación de la aplicación de la *lex mercatoria* en los arbitrajes internacionales?

No estoy seguro si es que hay una relación directa entre la globalización y la *lex mercatoria*. Lo que ha hecho la globalización, por supuesto, es incrementar y multiplicar la cantidad de transacciones internacionales y que, en consecuencia, se celebren más contratos internacionales; y cuantos más contratos internacionales se tengan, surgirán más potenciales controversias.

Ahora, la *lex mercatoria* se desarrolló hace cerca de treinta años en gran medida basada en laudos de la Cámara de Comercio Internacional (en adelante, "CCI") y también, más adelante, por varios avances como los principios del Institute for the Unification of Private Law¹ (en adelante, "UNIDROIT"), que tratan de codificar de alguna forma las leyes de la economía moderna y la Convención de Viena sobre contratos de compraventa². Hay, por tanto, una tendencia en la solución de controversias que se dan el marco del comercio internacional en las cuales no necesariamente se aplica la ley del país A o del país B. Por eso, las reglas de la CCI señalan que los árbitros pueden escoger aquellas reglas de derecho que crean apropiadas, siempre que las partes no hayan llegado a un acuerdo sobre la ley aplicable a su relación contractual. Entonces, existen varias razones por las cuales vemos que hay cada vez más casos que son decididos sobre la base de la *lex mercatoria* y no sobre una particular y estricta ley, lo que considero que responde al incremento en el uso de arbitraje.

2. ¿El arbitraje o los sistemas de solución de controversias que están incluidos en los tratados de libre comercio o en los tratados bilaterales de inversión pueden sustituir el rol de las instituciones arbitrales internacionales como la CCI?

No, porque lo que esos acuerdos o tratados hacen es sólo cubrir una parte relativamente pequeña de las controversias internacionales, básicamente, controversias derivadas de inversiones que versan sobre expropiación, trato desigual, entre otros;

mientras que el área de actividades de instituciones como la CCI va mucho más allá. Sólo el 10% de nuestras controversias involucran conflictos derivados de un tratado de inversión, en tanto que el 90% de las controversias surgen de tal fuente, y aun en las controversias que sí emanan de un tratado de inversión, hay muchos casos en los que no tienen ninguna relación con las cuestiones particulares de una inversión.

Por ejemplo, una cuestión de esta naturaleza se presentó en una de mis primeras decisiones: decidir si un trabajo de construcción (una autopista en Marruecos) era o no era una inversión³. Los árbitros llegamos a la conclusión de que se trataba de una inversión, pero no toda negociación comercial que involucre al Estado o una empresa estatal implica una inversión. En ese caso, como dijimos que se trataba de una inversión y que por lo tanto éramos competentes, el siguiente paso fue verificar la violación del tratado, y llegamos a la conclusión que tal hecho no se había producido, sino que era un trabajo típico de construcción que no tenía nada que ver con inversiones.

Entonces, no creo que el crecimiento de tratados de inversión traiga como consecuencia la reducción de nuestros casos, ya que incluso existen posibilidades de poner cláusulas de la CCI en los tratados de inversión.

3. ¿Considera que hay consecuencias prácticas que resultan de la discusión teórica acerca de la naturaleza jurídica del arbitraje?

Realmente no lo sé. No soy una persona tan analítica, pero es claro que el arbitraje está siempre relacionado con el aspecto jurisdiccional y que ello implica la autorización del Estado para realizar una función que en principio le corresponde. Existe toda una discusión del papel que juega el arbitraje y acerca de cuál es la naturaleza de un laudo que ha sido dado en el lugar del arbitraje, lo que nos lleva a la Convención de Nueva York⁴. Algunos sostienen que un laudo arbitral es válido sólo si se basa en la ley del lugar del arbitraje y por ello habría un cierto aspecto jurisdiccional, pero por supuesto, todo lo demás, especialmente la completa libertad de procedimiento y la autonomía de las partes, es contractual. En buena

¹ UNIDROIT Principles of International Commercial Contracts (UNIDROIT: Institute for the Unification of Private Law).

² Convención de Viena sobre los Contratos de Compraventa Internacional de Mercaderías de 1980.

³ Consortium R.F.C.C. v. Kingdom of Morocco. ICISID Case ARB/00/6.

⁴ Convención sobre el Reconocimiento y Ejecución de las Sentencias Arbitrales Extranjeras de 1958.

cuenta, si usted desea poner todo en un mismo lugar, se puede decir que es un híbrido.

4. ¿Es posible abandonar la distinción entre arbitraje de derecho y arbitraje en equidad o *ex aequo et bono*?

Considero que esto ya no constituye un problema. Fue un problema en Italia, donde se tiene el *arbitrato irrituale*, pero para efectos prácticos la cuestión es qué poderes pueden tener los árbitros bajo la ley y qué poderes les pueden conferir las partes. Es decir, ¿realmente tienen las facultades para decidir *ex aequo et bono*, en equidad o como amigables componedores? Yo no creo que exista mayor controversia o dificultad hoy. Incluso Inglaterra permite un arbitraje válido en equidad, y la ley inglesa y la mayoría de las leyes en la actualidad no distinguen, cuando se trata de la autonomía de las partes, cuánto poder o qué clase de poder se les quiere otorgar a los árbitros.

5. ¿Qué directrices generales se deben tomar en cuenta respecto de la intervención de terceros o partes no signatarias de la cláusula arbitral en un proceso arbitral?

No creo poder dar directrices, pues depende en gran medida de lo establecido en la ley. Yo diría que hoy en día, en jurisdicciones sofisticadas como la Corte Francesa de Apelación o la Corte Suprema Federal de Suiza, las únicas razones por las que en los últimos años los laudos han sido anulados es, precisamente, porque el juez tenía una opinión diferente acerca de quién estaba cubierto con la cláusula arbitral. Es cuestión de interpretar el contrato y aplicar la ley. ¿Está la tercera parte obligada por la cláusula de arbitraje o no? Esta es también una cuestión que se ha visto en un laudo reciente. Una decisión de la Corte Suprema inglesa ha señalado que la teoría del grupo de empresas no existe en Inglaterra⁵, lo cual de cierta forma probablemente es errado, pero eso te muestra toda la problemática que hay en el tema. No se puede dar pautas generales en esto, todo depende mucho de la ley que se aplique en cada caso particular, pero se puede decir en principio que la parte no signataria está obligada por la cláusula de arbitraje.

6. Hay una percepción de que existe una influencia de las prácticas judiciales de

los abogados del *common law* en el arbitraje internacional y que de alguna manera esto podría dañar los procesos arbitrales ¿Cuál es su opinión acerca de este fenómeno de judicialización del arbitraje? Teniendo en cuenta ello, ¿qué pueden hacer los árbitros cuando se encuentran con muchos vacíos y lagunas en las leyes de arbitraje locales y a veces hasta en los propios reglamentos? ¿Qué problemas o vacíos se advierten en la aplicación de las reglas de arbitraje de la CCI de 1998?

Claramente es un problema y una razón para preocuparse. Es lo que estaba diciendo acerca de que el manejo adecuado del caso es el desafío más importante en un arbitraje. Ser capaces de controlar razonablemente la cantidad de tiempo, gastos y dinero que las partes tienen que poner en el arbitraje. Yo no sé hasta qué punto esto es un fenómeno, por ejemplo, en América Latina. Entiendo que ahí el problema está vinculado más con que ustedes siguen más o menos de una manera esclava lo que las cortes públicas hacen en todos los procesos. Existen arbitrajes en varias partes de Asia donde no se rigen por el *common law* y no existe ese fenómeno. Aquél es un fenómeno que en cierta medida ha sido desarrollado por la intervención de grandes litigantes británicos, americanos y firmas litigantes en arbitraje, quienes tratan al arbitraje como un litigio *offshore* y por tanto lo desnaturalizan en cierta manera porque no dejan usar la flexibilidad que posee.

Sobre lo segundo, es claro que construir un procedimiento que sea satisfactorio para ambas partes, en el que éstas sientan que han sido capaces de presentar sus casos y su defensa, es uno de los mayores desafíos. No creo que se pueda dar una respuesta general porque será completamente diferente si usted tiene una compañía peruana y una compañía argentina con árbitros latinoamericanos o si tiene una compañía peruana y una compañía estadounidense con árbitros del *common law*. Yo creo que el desafío es desarrollar un procedimiento que sea efectivo en costos y en tiempo en cada caso.

En la CCI hemos tratado de hacer una lista de los problemas que tenemos en todos los casos resueltos. Cuando finalizan, enviamos un

Robert Briner

⁵ Peterson Farms Inc v. C&M Farming Ltd. (2004) EWHC, 121 (Comm).

cuestionario a los árbitros y a las partes, y una de las preguntas se refiere exactamente a cualquier aclaración con respecto a problemas con las reglas, y puedo afirmar que no ha habido problemas serios. Hay una o dos cuestiones que podrían aclararse, tal vez, en relación con los costos del arbitraje. Por ejemplo, ¿qué hacer cuando el tribunal arbitral decide sobre los costos del arbitraje en un laudo parcial? ¿Se puede decir que sólo podemos hacer eso en el laudo final, pues es sólo con éste que los montos de los honorarios para el árbitro se determinan? Existen algunas cuestiones técnicas como esa, pero yo diría que no hay problemas básicos.

7. En su opinión, ¿es conveniente tener un sistema de responsabilidad o un sistema de inmunidad para los árbitros?

La Cámara de Comercio Internacional básicamente ha dicho que hay inmunidad. Ahora que haya o no inmunidad dependerá de las leyes locales del lugar del arbitraje, posiblemente del domicilio del árbitro. Nosotros hemos escogido el enfoque de inmunidad. Yo creo que la cuestión radica menos en los errores cometidos por los árbitros al aplicar la ley o en identificar los hechos relevantes para el caso. Más bien, considero que uno puede meterse en serios problemas, por ejemplo, cuando no se dice al inicio del arbitraje que se tiene un conflicto de intereses y luego esto salen a la luz y el árbitro es con toda razón recusado por no cumplir con su obligación de declarar. Creo que ahí se pueden tener problemas serios de responsabilidad. En definitiva, nosotros tenemos un sistema básicamente de no responsabilidad, pero obviamente la última regla tendrá que ser impuesta por la corte estatal que sea competente para decidir tal cuestión.

8. ¿Qué criterios generales se deben tener en cuenta en el tratamiento de la confidencialidad antes, durante y después del arbitraje?

Yo no sé si las leyes peruanas tienen una norma de confidencialidad. Es difícil definir esto en líneas generales. En todo el mundo se tienen compañías que cotizan en las bolsas de valores y existen leyes imperativas que rigen las bolsas para realizar ciertas transacciones y revelar información importante. Creo que la única forma de establecer el grado de confidencialidad que quieren las partes

es estipulándolo en los convenios arbitrales o en las actas de misión en los arbitrajes de la CCI. En realidad, vemos pocas actas de misión que contienen reglas de confidencialidad.

9. ¿Es necesario que las instituciones arbitrales cuenten con un Código de Ética de árbitros para un mejor control de su imparcialidad e independencia?

Entiendo que es un tema que está en discusión aquí. Personalmente tengo una opinión relajada al respecto, pues existen las reglas de la International Bar Association sobre conflictos de interés de los árbitros⁶. En realidad, soy escéptico al respecto porque cuando existen reglas, existe la posibilidad de escaparse de su aplicación a través de los vacíos que hay en ellas. Y uno puede decir: "lo que hice no está prohibido por el Código de Ética". Hay mucho que decir en contra y a favor de aquello. En mi opinión, no creo que debamos tener un Código de Ética, no creo que sea útil para nosotros, pero veo que hay otras instituciones que no tienen el tipo de experiencia que nosotros tenemos, las cuales podrían encontrar útil tener esta clase de reglas.

10. Cuando una corte anula un laudo arbitral, ¿es conveniente que el caso regrese a los árbitros o es mejor que la corte se pronuncie sobre el fondo de la controversia como es admitido por ley de arbitraje francesa? ¿Cuál es el rol que debe cumplir el sistema judicial frente al arbitraje?

Hay varias soluciones dependiendo de las leyes, y depende también de la causal de la nulidad. Se tienen diferentes situaciones; por ejemplo, cuando se trata de un tema de competencia judicial no hay nada que devolver a los árbitros. Si no tuvo competencia entonces nada ha ocurrido, o si se tiene un árbitro recusado no hay tribunal y se anula la causa; depende de las leyes de cada país. En aquellos casos donde hay todavía algo que decidir, ¿puede la corte decidir o tiene que devolverlo a los árbitros? Yo no digo que un sistema sea mejor que el otro. Pienso que la respuesta está en la tradición judicial de cada país.

En lo que refiere a la segunda pregunta, creo que la función de las cortes judiciales es brindarle apoyo al arbitraje. No querer hacer el

mismo trabajo, ser un soporte y ofrecer el marco legal suficiente en el cual la autonomía de las partes pueda aplicarse para una adecuada gestión del arbitraje.

11. ¿Considera usted necesario revisar la Modelo United Nations Commission on International Trade Law (en adelante, "UNCITRAL")?

Hay varios problemas que podrían incluirse claramente en varios artículos en revisión. Hay toda una discusión en relación con las medidas cautelares y existe el problema sobre qué constituye "escrito" como requisito de la cláusula arbitral bajo la Convención de Nueva York y la Ley Modelo UNCITRAL. Así, que creo que existe siempre la posibilidad de modificar el sistema UNCITRAL que tiene casi treinta años con la finalidad de actualizarlo. Pienso que es algo que puede hacerse, pero no sé si sea totalmente necesario o si realmente puede mejorarse. No obstante, existe esa tendencia y pienso que será difícil detenerla, aunque dudo que realmente sea esencial. Probablemente vaya a ocurrir de alguna u otra forma, y parece que está definitivamente ocurriendo en toda la cuestión de medidas cautelares y toda esa clase de cosas, así que ya veremos.

12. ¿Qué dificultades frecuentes se observa en la aplicación de la Convención de Nueva York?

Creo que la principal dificultad es cómo el acuerdo arbitral está escrito. Esa es claramente la cuestión. También está el problema del orden público, pero creo que la más reciente tendencia no va en dirección a modificar la Convención de Nueva York, ya que todos tienen temor a que se pierdan las reglas que se han uniformizado en más de 136 países que la han ratificado y no se quiere tener tres sistemas diferentes en los siguientes treinta años: aquellos Estados que no la han ratificado en absoluto, aquellos que han ratificado la Convención original y aquellos que han ratificado la Convención original y sus modificatorias. Creo, más bien, que la idea va en dirección a modificar la Ley Modelo UNCITRAL, la cual no es una ley aplicable sino sólo una ley modelo y dejar que cada judicatura en cada Estado lleve a un concepto

más moderno sobre estos temas. Por otro lado, lo mismo se dice acerca de la Convención de Washington o Convención del International Centre for Settlement of Investment Disputes⁷ (en adelante, "ICSID"). Se tiene también la idea de que las reglas del arbitraje podrán cambiar, pero la Convención de Washington probablemente no cambiará, al menos en el futuro cercano. Una vez más por la principal razón de que no queremos tener dos sistemas legales distintos para aplicar al mismo tiempo.

13. ¿Cómo evaluaría la experiencia y el crecimiento del uso del ICSID en los últimos años?

Pienso que eso se debe a que hay muchos más tratados bilaterales de inversión. Existen alrededor de 2,500 y por lo tanto se tiene una gama de riesgos, como lo ocurrido en Argentina, donde a raíz de la crisis económica ocurrida en ese país, surgieron inmediatamente doce o quince casos en contra de este país bajo las reglas del ICSID. Pienso que hay ahora cierta tendencia que trata de definir más claramente los límites de la Convención del ICSID. En otras palabras, como lo mencioné anteriormente, ¿qué es una inversión?, ¿es posible diferenciar totalmente entre reclamos por tratados y reclamos contractuales?, ¿se puede llevar reclamos contractuales bajo reclamos por tratados? Se tiene el ejemplo de *Société Générale de Surveillance - (en adelante, "SGS") versus Filipinas*⁸ y *SGS versus Pakistán*⁹. ¿Confiere el tratado alguna clase de garantía para los contratos del Estado?, si uno tiene un acuerdo con el Estado, ¿está restringido a los reclamos por tratados vía expropiación tradicional, trato justo y equitativo entre otros, o puede uno acudir por toda clase de reclamos de naturaleza comercial? Estos son casos recientes que están siendo revisados por diferentes tribunales del ICSID, donde probablemente en unos años tengamos una especie de acuerdo general, pues la casuística evoluciona. En suma, hay cada vez más acuerdos, más tratados bilaterales o multilaterales de inversión que la gente está descubriendo, y está poniendo a prueba cuáles exactamente son los límites de la jurisdicción en materia de inversiones.

⁷ Convención sobre arreglo de diferencias relativas a inversiones entre Estados y nacionales de otros Estados de 1965.

⁸ *Société Générale de Surveillance S.A. v. Islamic Republic of Pakistan*. Caso ICSID del 1 de abril de 2003.

⁹ *Société Générale de Surveillance S.A. v. Republic of the Philippines*. Caso ICSID del 2 de abril de 2006.

14. ¿Puede América Latina convertirse en una plaza importante para arbitrajes internacionales?

Usted dígamelo. No es difícil. Si se trata de una empresa peruana y una colombiana no necesariamente querrán acudir a París o a Londres y podrían más bien buscar un lugar más cercano y, ¿cuáles son los lugares más cercanos? Para esto hay que ver cómo el público, cómo los abogados, cómo todos ven la calidad de los servicios, las cortes y cosas así en determinado país. Honestamente no tengo experiencia personal alguna para saber cuán amigables son las cortes peruanas con el arbitraje. Basta con dar tres o cuatro malas sentencias para hacerse una mala reputación. Por el contrario, en caso de una buena decisión, Perú puede eventualmente pasar

a ser un lugar confiable para el desarrollo arbitrajes.

15. ¿Cuáles son los desafíos de las megainstituciones arbitrales como la CCI y otras de cara al siglo XXI?

Pienso que ser capaces de continuar ofreciendo un producto competitivo a los usuarios. Depende de las instituciones mismas por lo que no necesariamente pondría a todas en la misma categoría de la lista. Depende si éstas pueden desarrollar sus especialidades. Para la CCI se trata en gran medida del escrutinio del laudo y para centros como la Cámara de Comercio de Lima fijar los honorarios y no dejar que los árbitros los fijen. Creo que se tienen esos desafíos. En buena cuenta, ofrecer un producto de calidad a un precio competitivo.

CREATIVE COMMONS: UNA RESPUESTA LEGAL FRENTE A LOS DESAFÍOS DE LOS DERECHOS DE AUTOR EN LA SOCIEDAD DE LA INFORMACIÓN*

Entrevista a William W. Fisher III** y Lawrence Lessig***

Hoy es imposible hablar de conocimiento o información sin pensar en Internet. Este avance de la democratización informativa está potenciando el desarrollo de las ciencias en todo el mundo a una velocidad, hasta hace unas décadas, incalculable. Los retos que estos nuevos medios de difusión plantean, invariablemente, han significado en muchos aspectos un reto del ordenamiento jurídico vigente.

En un mundo de blogs, podcasts, wikis, journals, fotologs, metadata, freeware, webcasts y demás formas de conocimiento libre ha surgido la pregunta sobre la vigencia de nuestro sistema de derechos de autor. Aprovechando su visita para la presentación de las licencias Creative Commons en Perú, THEMIS-Revista de Derecho tuvo la oportunidad de conversar con dos investigadores norteamericanos, quienes han generado una respuesta eficiente frente a la actual revolución informativa en el mundo.

* Las presentes entrevistas fueron realizadas en el mes de junio de 2006 por Isabel Lira, ex Directora de la Comisión de Proyección Académica de THEMIS; Carmen María Accinelli, Directora de la Comisión de Gestión de THEMIS, y Jimena Aliaga, ex miembro de la Comisión de Contenido de THEMIS. La traducción fue realizada por Mario Fernando Drago, Director de la Comisión de Contenido de THEMIS, y por María José Higuera, miembro de la Comisión de Contenido de THEMIS. Las notas del editor estuvieron a cargo de Miguel Morachimo, miembro de la Comisión de Contenido de THEMIS.

** Catedrático del curso de Derecho de la Propiedad Intelectual en la Universidad de Harvard. Director del Berkman Center for Internet and Society, departamento de la Facultad de Derecho de la Universidad de Harvard dedicado al estudio del ciberespacio.

*** Catedrático de la Facultad de Derecho de la Universidad de Stanford. Fundador del Berkman Center for Internet and Society. Creador y ex presidente de Creative Commons, organización no gubernamental y sin ánimos de lucro dedicada reducir las barreras legales a la creatividad a través de una nueva regulación en los derechos de autor. Fue presidente de Creative Commons hasta diciembre de 2006, cuando le transfirió la presidencia al japonés Joi Ito. Más información: pe.creativecommons.org.

1. **En los últimos años se ha discutido ampliamente el tema de los diferentes mecanismos regulatorios aplicables a la Internet. ¿Cuál es su opinión acerca de este tema?**

LESSIG: Bueno, en primer lugar, no dudo que exista la presión y necesidad de regular la Internet. Lo que me gustaría recalcar es la manera de regularla; es decir, cómo la manera de regular la tecnología va a cambiar el comportamiento de las personas. Para regular tenemos que entender muy bien todos los sistemas legales de las diferentes opciones que se nos presentan gracias a la tecnología. Me refiero a que existen muchas opciones entre las cuales podrían y deberían escoger los que hacen las pólizas para beneficiar a la sociedad.

2. **En la conferencia¹ dijo que, por el carácter internacional que tiene la Internet, ésta es muy difícil de regular. Luego mencionó que una catástrofe de la magnitud del desastre del 11 de setiembre de 2001 podría ocurrir si se deja todo sin regulación. ¿Por qué cree usted esto?**

LESSIG: Bueno, no es porque no conozca nada de tecnología, sino porque existe gente que estudia la naturaleza de los virus y otros software dañinos. Yo he concluido de manera bastante informal que el daño causado por éstos es mucho menor del que realmente podrían causar. Por alguna razón, quienes crean estos *software* se han limitado, podrían causar daños mucho más graves. Sin embargo, han decidido sólo causar daños leves, del tipo de los que no hacen a una compañía colapsar. Y ya que no hay una razón técnica por la que no están generando perjuicios de mayor grado; sólo es cuestión de tiempo para que algún grupo o ente patológico decida aprovechar esta oportunidad de generar daños más graves. Es difícil reconocer a la gente que podría causar grandes daños, en especial en los Estados Unidos, y es sólo cuestión de tiempo, en mi opinión, hasta que la tecnología sea usada hacia esa dirección.

3. **¿Le parece razonable que países como el Perú inviertan grandes sumas de dinero en programas con el "Plan**

Huascarán" buscando expandir el acceso a la Internet en los lugares más pobres, incluso cuando éstos no tienen servicios básicos como agua y electricidad?

LESSIG: Definitivamente no creo que la carencia de conexión a Internet sea el problema más grave, por lo que no diría que este problema debería ser antepuesto sobre la carencia de otros servicios más básicos. Sin embargo, la Internet sí crea oportunidades económicas para la sociedad, por lo que quizás podría verse como una manera más efectiva de mejorar los prospectos económicos que ayudan a la inversión. No puedo comentar, obviamente, sobre los particulares, pero sí me parece irracional invertir grandes sumas o recursos incluso si ofrece ventajas.

FISHER: Sí, pienso que es razonable. ¿Por qué? Bien, porque la Internet, entre otras cosas, es un vehículo crucial para permitir a la gente no solamente dar, sino comenzar a participar activamente en la economía global. Entonces, la gente puede, gracias a la Internet, obtener habilidades, como programación de computadoras, y comenzar a hacer cosas que son mucho más provechosas que otras –o todas las otras– actividades que ellos realicen. Esto podría ser tan importante como que la gente reciba bienes de consumo.

Pero bueno, es una cuestión técnica que puede variar dependiendo de la jurisdicción, y pienso que no puede ser contestada sin hacer caso a una jurisdicción particular. Si usted hace una pregunta general sobre si el acceso a Internet es esencial, como para que el gobierno lo deba hacer disponible a todos sus ciudadanos, entonces la respuesta es sí.

4. **En la actualidad se discute mucho acerca de las consecuencias negativas y positivas que ha traído consigo el sistema de *copyright*. ¿Qué opinión le merece este tema?**

LESSIG: Bueno, creo que el sistema de *copyright* está simplemente obsoleto; eso no quiere decir que no deberíamos tener un sistema de *copyright*. Considero que sí debemos tenerlo, pues es importante para los creadores y para las industrias

¹ Nota del editor: La pregunta se refiere a la conferencia ofrecida por el profesor Lawrence Lessig en el marco del seminario ILaw Program Perú 2006, realizado en el Auditorio de la Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica los días 27 y 28 de junio de 2006 y organizado por el Berkman Center for Internet and Society de la Universidad de Harvard, INDECOPI, CPSR Perú y THEMIS.

creativas. Creo que su arquitectura está pasada de moda considerando las nuevas tecnologías, por lo que necesitamos un sistema que le proporcione al autor y a los creadores los incentivos necesarios, y al mismo tiempo que no destruya el potencial de esta tecnología para ser usada como medio para inventar cultura, independientemente de las leyes particulares de cada país. Entonces, creo que necesitamos rediseñar el sistema desde abajo para que tenga vigencia en la actualidad. Piensen en un tren y luego piensen en un avión, si observan el tren y cómo está diseñado, pueden reconocer que no es igual al avión, que no tiene la misma velocidad, que no va a la misma altitud, etcétera. Lo mismo ocurre con el Derecho. Ha habido un cambio radical en la naturaleza de la tecnología que nos comunica con el resto, con otras culturas, con otros comercios, no es por lo tanto sorprendente que leyes base que fueron creadas para la tecnología de los siglos XVII y XVIII deban ser ajustadas a estos cambios.

FISHER: Bien, la mayor parte del sistema de derechos de autor tiene mucho sentido. Las leyes de propiedad intelectual son necesarias para proporcionar la compensación justa para los creadores de todos los tipos de información y bienes de entretenimiento, y es necesario proporcionar un estímulo para que ello suceda.

Hay otros sistemas legales que se podrían emplear, y unos que en contextos particulares pueden resultar mejores; por ejemplo, tal vez un sistema de compensación alternativo. Pero, por lo general, el *copyright* trabaja bastante bien en la mayoría de jurisdicciones. Sin embargo, hay algunos detalles del sistema de *copyright* que son desafortunados. Así sucede en los Estados Unidos, y ello se traslada a otros países. Por ejemplo, la amplia protección de los sistemas de cifrado, decretados en el Digital Millenium Copyright Act (en adelante, "DMCA")¹¹ y en la legislación similar. Así, hay rasgos específicos criticables del *copyright* y que por tanto deberían ser modificados.

5. El Perú sufre de un problema muy serio de piratería, actualmente el 60% del Mercado está ocupado por productos piratas, es decir ni la mitad de éstos

pagan derechos de autor. Por un lado, esto brinda trabajo a muchos peruanos, pero por el otro, el Instituto de Defensa del Consumidor y la Propiedad Intelectual (en adelante, "INDECOPI") lo considera un crimen y cada vez trata de imponer sanciones más fuertes. ¿Cómo cree que podríamos llegar a un balance entre la perspectiva legal y la realidad social?

LESSIG: Es una pregunta muy compleja. Para comenzar, tenemos la perspectiva histórica de que las naciones desarrolladas, incluyendo a Estados Unidos, se habían –ya sea para bien o para mal– alejado de la protección de la propiedad intelectual. Por lo tanto, Estados Unidos, durante los primeros cien años de la república, no protegía ningún tipo de *copyright*. Creo que fue un error, dado que es importante proteger los *copyright* de las naciones en desarrollo. Pero la pregunta es de qué manera los proteges, es decir, bajo qué circunstancias; porque los países en desarrollo alrededor del mundo se ven sistemáticamente coaccionados a aceptar tratados que no pueden no aceptar por motivos económicos y que imponen *copyrights* muy restrictivos. Esto puede no favorecer a los intereses económicos del país si lo vemos de manera aislada, pero entre tener acceso al mercado americano y no percibir impuestos, o tener acceso con un impuesto del 18%, facilita dicha decisión. Por lo que uno de los problemas es que los gobiernos están siguiendo instrucciones que no tienen sentido si se aprecian aisladamente.

Sin embargo, sí pienso que la piratería, vista en un sentido amplio como piratería comercial, daña las oportunidades de las industrias creativas. Pero la pregunta es qué medidas tomar al respecto, y creo que una muy buena manera de actuar es hacer que el dueño del *copyright* que se está pirateando sea más agresivo en el mercado y haga de su producto uno más accesible. Entonces, por ejemplo, si vamos a China, los productos piratas tienen un mercado extraordinariamente sofisticado, de muy diversas calidades y precios, tienen tiendas de DVDs, de CDs, y claramente se puede ver que uno escoge que calidad quiere, y no entiendo por qué en un país con un mercado tan sofisticado para productos piratas, los

William W. Fisher III
Lawrence Lessig

¹¹ Nota del editor: El Digital Millenium Copyright Act es una ley de derechos de autor en Estados Unidos que criminaliza no sólo la violación de los derechos de autor, sino también la producción y distribución de tecnología que permita llevar a cabo estas actividades. Asimismo, aumenta las penas para las infracciones a los derechos de autor en Internet.

productores formales no pueden competir y eliminar la piratería. Ello me hace sentir por un lado un rechazo a la piratería, pero al mismo tiempo no me puedo oponer a ella efusivamente, lo que no significa que apoye el medio mediante el cual se da esta práctica.

FISHER: ¿Perú no está en la Organización Mundial del Comercio? Como un miembro de la Organización Mundial del Comercio (en adelante, “OMC”), le obligan a cumplir con el Trips Agreement^{III}. Dicho acuerdo ordena a los miembros, entre otras cosas, reconocer *copyright* en el *software* y proporcionar mecanismos eficaces ejecutorios para asegurarse de que esto suceda. De esta manera, si juntamos estos factores, Perú tiene un deber de controlar la producción y la distribución de *software*. Por tanto, a no ser que Perú se retire de la OMC –un acontecimiento muy improbable– no hay escape para este deber legal.

Y si usted me pregunta sobre una cuestión de políticas, ¿esto es un estado bueno de las cosas? Probablemente no. Las ventajas para los propietarios de *software* son el mejor acceso al mercado peruano, en términos de aumento de ganancias en un relativamente pequeño mercado, que probablemente no justifica los gastos incurridos. Me refiero a gastos para los consumidores peruanos, a quienes se obliga a pagar mucho más; pero más importante aún son los gastos en educación, que se dan cuando la gente participa activamente en mercados informales. Este último punto es mucho más relevante para el *software* original que para el pirateado.

6. Probablemente en poco tiempo entre en vigencia el Tratado de Libre Comercio con los Estados Unidos, el cuál llevaría a la aplicación del DMCA en nuestro país. En este sentido, ¿cuáles considera serían los problemas y beneficios para el Perú?

LESSIG: Bueno, un problema general del DMCA es que en vez de tener como objetivo los malos

comportamientos, tiene como objetivo el uso de la tecnología. Cuando dicho acuerdo fue considerado en los Estados Unidos yo apoyé la propuesta que postulaba que cuando se sortean las medidas de protección contra la copia, entonces se estaba ante un supuesto de infracción de *copyright*, lo que tiene mucho sentido. Esto quiere decir que si se usa una pistola para cometer un crimen no hay duda de las consecuencias, pero lo que el DMCA hace es no preguntar para qué se usó la pistola: es un crimen tanto si se usó como un pisapapeles o si se usó para infringir la protección de copia para usos legítimos.

Ahora, desafortunadamente, creo que el Perú se ha visto presionado a aceptar esta misma errada estructura regulatoria y creo que ésta es más dañina para países como el Perú porque las limitaciones del “*copyright act*” no son tan graves como las que se espera del DMCA. La posibilidad de que este sistema de protección tecnológica cree un control de las necesidades de *copyright* masivo y amplio es, lamentablemente, poca. Entonces, no creo que sería una buena política. ¿El Perú fue irracional en aceptarla? Entiendo que lo hizo porque fue “parte del paquete”, lo cual pensado de manera global es algo sensato; caso contrario, se modificaría el resto del paquete.

FISHER: La ventaja principal consiste en que esto incentivará la entrada de grandes empresas que de otra manera no ingresarían al mercado peruano. Ahora tendrán mayor protección ante el crackeo de su cifrados^{IV}.

La desventaja principal es la misma que afecta el DMCA en Estados Unidos, que es permitir a titulares de un *copyright* el empleo de cifrado para bloquear actividades que por sí son legales según la Ley de Propiedad Intelectual. Así, es un crimen, bajo el DMCA, *crackear* algunos cifrados que sí podrían *crackearse* sin ese acuerdo. Entonces, el efecto del DMCA es ampliar el poder práctico de creador, más allá de las fronteras de la Ley de Propiedad Intelectual.

^{III} Nota del editor: La referencia es al Agreement on Trade-Related Aspects of Intellectual Property Rights, mejor conocido como WTO TRIPS Agreement, acuerdo global impulsado por la Organización Mundial del Comercio que sentó estándares mínimos para la regulación de muchos aspectos de la propiedad intelectual. Este acuerdo introdujo el tema de la regulación de la propiedad intelectual por primera vez a nivel de un acuerdo internacional de comercio y es el más completo hasta la fecha.

^{IV} Nota del editor: El crackeo de cifrados es la actividad mediante la cual se eliminan las limitaciones que fueron impuestas por el productor de un *software* para evitar su copia informal. Esta actividad casi siempre es ilegal por ser considerada una forma de “piratería”.

7. Háblenos un poco acerca de la licencia Creative Commons y de qué lo diferencia del *copyright*.

LESSIG: La base del *copyright* dice que el dueño de éste tiene todos los derechos reservados, lo que para muchos creadores no tiene sentido. No es lo que quieren pero la ley de *copyright* no les provee una manera de escoger qué libertades no quieren y cuáles sí. Creative Commons es una herramienta simple y gratuita que le ofrece a los creadores la oportunidad de escoger qué libertades desean. Entonces, lo más resaltante es que: (a) se trata de ofertas y de la opción del creador de escoger y no de esperar que el usuario escoja por él, y (b) va directamente encima del *copyright*, ya que si no fuera por éste, no se podría usar las licencias de Creative Commons para señalar qué libertades se quiere. Entonces, Creative Commons nos deja retener nuestro *copyright* conjunto y al mismo tiempo nos permite hacer ciertas excepciones y permisos, lo que nos parece más poderoso. Al igual que el *copyright*, las licencias de Creative Commons se aplican a nivel mundial.

Las licencias vienen en tres niveles: (1) un acuerdo de *Commons* que describe las libertades asociadas con el contenido, en términos que todos deberían entender; (2) un Código Legal –una licencia– inteligible para abogados que hace que las libertades asociadas con el contenido sean ejecutables, y (3) metadata, inteligible para las máquinas que hace que las computadoras puedan entender estas libertades.

Entonces, si soy el creador de un *blog*^v y he tomado una licencia de Creative Commons, lo único que tiene que hacer un japonés para traducir mi *blog*, vender publicidad y quedarse con el dinero es pagar por la traducción y por el alojamiento de la página. Algunos podrán mirar esto y pensar que se ha eliminado el *copyright*, pero no tiene sentido pues yo soy el autor y yo estoy escogiendo cómo disponer de mi propiedad en una manera que considero es la mejor, difundiendo mis ideas. Por lo que el pensamiento crítico detrás de Creative Commons es que los autores, y no la sociedad o los legisladores, sean quienes escojan cuáles serán los derechos que consideren necesarios. Y cuando

se escoge esto como una expresión de *copyright* no es obliteración, porque cuando Bill Gates regala 100 000 dólares a los niños de África no es una obliteración de su propiedad, sino el uso de su propiedad en la forma en la que él quiere usarla. Y sí, pienso que ayuda a los autores, porque lo único peor que ser pirateado es ser ignorado, pues así se fracasa, y muchos autores piensan que de esta manera están más disponibles, tienen más éxito y existe una mayor motivación.

FISHER: Los Creative Commons fueron creados a partir de las leyes del *copyright*. Creative Commons es una organización que facilita a titulares de un derecho de autor el otorgar al público algunos de sus derechos. Bajo este punto de vista, podemos ver a los Creative Commons como un ejercicio del *copyright*. Escribo una novela, el *copyright* me da una lista larga de los derechos que impiden reproducir la novela. Muchos novelistas quieren ejercer algunos de aquellos derechos, pero no otros. Básicamente, lo que las licencias Creative Commons hacen es permitirme entregarle a la gente algunos de esos derechos, pero mantener otros.

Esto es algo positivo, resulta beneficioso para los creadores porque les permite ingeniar nuevas estrategias para ganar dinero. Es beneficioso también para los consumidores, porque así son capaces de disfrutar de ciertas libertades que a los titulares de un derecho de autor no les importa otorgar.

8. ¿Cree que Creative Commons podría tener algún efecto en lo que se refiere a la piratería en el Perú?

LESSIG: Creo que esa es una pregunta muy complicada. Verán, cuando lanzamos Creative Commons en China, algunos dijeron que ayudaría a aumentar el respeto por la propiedad intelectual. El argumento era que si alguien ve un producto bajo el sistema de Creative Commons crea una mejor relación con el autor, es una manera más humana de expresar cómo quiero mis creaciones. Si se trata a alguien decentemente, la gente responde de manera decente. ¿Cree que los peruanos son decentes? Claro que sí. Si ustedes piensan que esto no va a ayudar a combatir el

William W. Fisher
Lawrence Lessig

^v Nota del editor: Apócope de *weblog*. Un *weblog* es una bitácora a través de una página web en la que un individuo o un grupo de ellos publican información y ésta es ordenada y presentada en forma cronológica. Este servicio es proporcionado en forma gratuita por distintas empresas y su utilización es muy difundida en la actualidad.

problema de la piratería en el Perú entonces están afirmando que los peruanos no son decentes y ello no es verdad.

9. Tomando en consideración los avances tecnológicos como la Internet, es imposible no dar cuenta de los altos costos que implicaría la exclusión del *copyright*. Sabiendo que el autor o la persona que mantenga la patente bajo los parámetros del *copyright* será la única que se beneficie con estos derechos, ¿cree que es razonable pensar que en el futuro se puedan diluir dichos costos en la sociedad internacional?

FISHER: Si uno sólo se concentra en una jurisdicción particular, entonces no es exacto decir que los residentes no se benefician de los costos que implica el *copyright*. Es verdad que los precios crecen con un sistema de *copyright*. Pero, de otro lado, si el sistema funciona bien, los usuarios obtienen acceso a bienes que no existirían si el *copyright* no estuviese presente. Por tanto, ellos asumen costos, pero obtienen a cambio algo que no obtendrían de otra forma.

Ahora, las cosas se hacen más complicadas cuando existen jurisdicciones diferentes, porque hay veces en que los residentes de un país en vías de desarrollo como Perú pagan mayores precios para acceder a bienes creados en otra parte. Y sabemos que esto es una verdadera ventaja

porque, por ejemplo, no hay ninguna industria de cine sustancial peruana que respetablemente sería estimulada por el sistema de *copyright*. Entonces la injusticia que usted refiere, realmente ocurre en el ámbito de las publicaciones internacionales.

10. ¿Existe alguna solución para esa injusticia que menciona?

FISHER: Bien, hay dos factores para justificar esto que es definido como una aparente injusticia. La primera es ver las cosas a largo plazo, decir que es verdad que hoy Perú no tiene una industria significativa del cine, pero que el único modo de conseguirla es creando un clima de *copyright* respetable; así, tarde o temprano se verá la expansión de la industria, como se aprecia ahora en Chile, por ejemplo.

La segunda es afirmar que ciudadanos peruanos sufren el daño y no disfrutan de ningún beneficio por la imposición de sistemas de *copyright* estrictos, pero aquellas políticas estrictas son parte de tratados más grandes que lo que hacen es cosechar ventajas en otras áreas. Así, se conseguirá la ventaja de acceder a mercados internacionales a costa de no ser capaz de reproducir un *software*, que de otra manera no obtendrían.

Aquellas son las dos opciones; ambas son muy polémicas y persuasivas dependiendo del contexto.

EL “ARTE” DE ENTREVISTAR Y DE ACONSEJAR

Shoschana Zusman Tinman*

Cada vez que un abogado entrevista a uno de sus clientes se da cuenta que su conocimiento jurídico no es insuficiente: los buenos tratos, el ambiente de diálogo, las actitudes personales, las preguntas bien formuladas, las pausas en la comunicación, y hasta la postura del cuerpo y los desniveles de la voz son habilidades que pocas veces se enseñan (y se aprenden) con la misma importancia que el saber jurídico. Desarrollar estas habilidades puede ser la diferencia entre dos abogados.

THEMIS, conciente de la importancia y trascendencia de la obtención de destrezas legales por parte de los abogados, tiene el privilegio de abrirle un espacio a tan necesaria disciplina, a través de una nueva sección en sus páginas, la cual, eventualmente, estamos seguros se tornará en un elemento esencial de la enseñanza del Derecho, como ha debido ser desde hace ya muchos años.

* Abogada por la Pontificia Universidad Católica del Perú. Profesora principal del curso de destrezas legales en la Pontificia Universidad Católica del Perú. Árbitra designada por la República del Perú en el Centro Internacional de Arreglos de Diferencias Relativas a Inversiones.

1. EL VALOR DE “ADELANTAR LA EXPERIENCIA”

Se sostiene que la enseñanza de habilidades profesionales en la universidad pretende “adelantar la experiencia”. Eso es enteramente cierto; los cursos de *legal skills* son talleres de entrenamiento profesional que, repitiendo el modelo de un conservatorio de música o de un taller de arquitectura, apuntan al aprendizaje del “arte de ser profesional”, y lo hacen a través de métodos no tradicionales, como son las discusiones, simulaciones, ejercicios de redacción o manejo de casos reales. Pero, ¿por qué adelantar la experiencia si de todas formas el abogado principiante aprenderá el arte de ser profesional? Hay varias razones. La primera es que adelantar la experiencia puede ser muy útil en una época en que el ejercicio profesional está en manos de abogados jóvenes, que se ven obligados a asumir responsabilidades que antes estaban reservadas a los abogados experimentados. La segunda razón es que el aprendizaje sistematizado de habilidades es una manera de “democratizar” la enseñanza y permitir que los alumnos que no hayan tenido la oportunidad de adquirir habilidades en su centro de prácticas profesionales, puedan hacerlo en la universidad. La tercera razón es que las estadísticas¹ dan cuenta que el mercado reclama, no tanto abogados con conocimientos, sino con (entre otras) buena redacción, buen razonamiento, capacidad de manejo de crisis y capacidad de trabajar en equipo.

Por eso, este artículo apunta a “adelantar la experiencia” en el arte de entrevistar al cliente, aspecto importantísimo para el abogado que involucra factores emocionales, propios y ajenos, a veces muy difíciles de manejar. La idea es entonces que el lector se familiarice con los problemas que se producen con mayor frecuencia en las entrevistas con los clientes y que aprendan a utilizar diversas técnicas de entrevistar, sistematizadas por diversos autores británicos y norteamericanos.

Es necesario advertir, sin embargo, que este trabajo no es original. Es más propiamente la condensación y divulgación de textos de autores como Avrom Sherr²; Julien Webb y Caroline Maugham³, y Stefan Krieger y Richard Neumann⁴ que tratan el tema de manera exhaustiva. Mi modesta contribución será, si cabe, enriquecer dichos textos con algunos comentarios basados en mi experiencia, en los consejos de abogados experimentados y, en general, en la observación cotidiana del trabajo propio y el de algunos colegas.

2. LA IMPORTANCIA DE LA PRIMERA ENTREVISTA

Tradicionalmente, las profesiones liberales han prestado poca atención a la primera entrevista. En las últimas décadas, sin embargo, especialmente las escuelas de Medicina y de Derecho, han comenzado a dar valor al desarrollo de habilidades, y hoy los estudiantes son entrenados en temas tales como trato al paciente o cliente, humanidad, empatía, cordialidad, compromiso profesional y otros semejantes. En otras palabras, se comienza a entender que los estudiantes de medicina no sólo requieren cadáveres para aprender, sino seres humanos que a la larga serán sus pacientes, y que los estudiantes de Derecho no sólo requieren problemas abstractos que resolver, sino clientes que entender.

Pues bien, la primera entrevista con el cliente es un momento muy importante en el manejo de un caso, porque es ahí donde se produce la primera impresión que, por lo general, persuadirá al cliente a contratar o no al abogado (y al abogado a aceptar o no el caso). Y la primera impresión proviene, no tanto de un análisis racional del cliente sobre los conocimientos legales del abogado, como de factores “extra-legales” como son el tono de voz, la claridad, la simpatía, el buen (o mal) uso del lenguaje e incluso, la apariencia personal. Por eso, hay una dimensión en el ejercicio profesional –la relación con el cliente– que no es jurídica, pero que, por su importancia en el resultado del caso, es necesario entenderla y aprender a manejarla.

¹ Las investigaciones de la Royal Commission on the Provision of Legal Services y del Consumer’s Association y las quejas a la Law Society en el Reino Unido, tienen que ver con la pobreza comunicacional de los abogados. En: AVROM, Sherr. “Client care for lawyers”. Segunda edición. Sweet & Maxwell. 1999. p.1.

² AVROM, Sherr. Op. cit.

³ WEBB, Julian J., MAUGHAM, Caroline., MAUGHAM, Mike., KEPEL-PALMER, Marcus y Andrew BOOM. “Lawyer’s Skills”. Novena edición. Oxford University Press. 2002.

⁴ KRIEGER, Stefan H. y Richard NEUMANN K. “Essential Lawyering Skills”. Aspen Publishers. 2003.

La primera impresión

El doctor Equis: un mal comienzo

Como abogada interna de una entidad pública, pedí una cita a un colega de indiscutible cartel: el doctor Equis. El asunto era complicado y urgente, pero nos concedió la entrevista para el día subsiguiente, cosa que aceptamos por tratarse de un abogado de su prestigio. Después de muchas coordinaciones, aceptó visitarnos en nuestra sede institucional. Pues bien, llegó el momento y todos –el presidente del Directorio incluido– lo esperábamos ansiosos, pero el doctor Equis llegó, ¡agitadísimo él! con una demora de 45 minutos: “¡Mil disculpas! Me retuvieron en las oficinas de don Juan Olórtgui de Vergara, el empresario minero más importante del Perú, por más tiempo del que pensé y luego el tráfico...” El doctor vestía de lo mejor: terno de seda gris, perfecto para el verano, camisa de color celeste intenso y corbata de buena factura. Si no fuera por el anillo de promoción año 68, piedra azul que lucía en el anular derecho, el Rolex paraguayo en la mano izquierda y sus casi imperceptibles medias de *smoking*, el doctor me habría parecido una persona de indudable elegancia.

Cual pistolero mejicano, el doctor Equis puso el celular prendido sobre la mesa y, sin sacar un cuaderno de notas y lapicero, comenzó la reunión. “¿En qué puedo servirlos?”, preguntó el doctor mirando de reojo su Rolex paraguayo. Uno de los gerentes inició la explicación del caso, haciendo hincapié en una serie de detalles técnicos, difíciles de entender. Había que tomar una decisión inmediata y, para ello, era obviamente necesario entender los aspectos técnicos del problema. Pero el doctor no parecía estar dispuesto a desplegar ese esfuerzo y comenzó a dar muestras de impaciencia ante tanto “tecnicismo”. El celular sonó no menos de tres veces y el doctor Equis contestó todas las llamadas, “tomándose su tiempo” en cada una, sin mostrar preocupación alguna por la interrupción. “Bueno, ¿en qué estábamos? ¡Ah! sí, continúe, por favor...”

Terminada la exposición, no tuvo ninguna pregunta que hacer. Pero no por la claridad de la exposición del gerente técnico, sino porque no

había entendido absolutamente nada. Pero, cual experto ilusionista, sacó de la manga la posibilidad de –textualmente– **inventar una nulidad**, para demorar el proceso. “Pero, ¿cómo? ¿Por qué tendríamos que demorar el proceso? ¿Cuál es su opinión legal sobre el asunto? ¿Qué ganamos con la nulidad?”, preguntó una joven abogada. Dirigiéndose a ella le respondió: “bueno, “amiga”, es muy pronto para “saberlo”, pero yo puedo preparar un informe legal sobre el tema, ¿de acuerdo? Y ahora, les pido mil disculpas, pero me espera a almorzar el Presidente de la Coca Cola, así que tengo que interrumpir esta reunión, porque llegaría tarde. Le pediré a mi asistente que prepare una cotización de honorarios, y luego le mando a la “amiga” el informe prometido”. “Pero, ¡doctor! hubiéramos querido discutir el problema un poco más a fondo”, le dijo la joven abogada. “Bueno, “amiga”, podría ser un día de la próxima semana... ¿Qué tal si coordinan con mi secretaria, la señorita Lucía? Lamentablemente, no tengo una tarjeta. Gracias y hasta luego”.

3. OBJETIVO DE LA PRIMERA ENTREVISTA

Los autores sobre el tema⁵ coinciden en señalar que las dos principales finalidades de la primera entrevista son: (i) adquirir la mayor cantidad de información posible, y (ii) comenzar a construir una relación con el cliente basada en la confianza.

La meta del abogado es, entonces, lograr que el cliente se explaye lo más posible, que entienda lo que debe esperar de la entrevista y que se sienta completamente cómodo y dispuesto a hablar de su problema. Este es también el momento en el que el abogado puede formarse una primera impresión sobre la personalidad del cliente (tímido, abierto, desconfiado, nervioso, educado, inteligente, etcétera), lo cual le servirá, no sólo para abordar el proceso de adquisición de información, sino para ganar la confianza del cliente.

4. PREPARACIÓN DE LA ENTREVISTA

4.1. El ambiente

El lugar en el que se desarrollará la entrevista es importantísimo y “habla por sí mismo”. El ambiente debe estar “centrado en el cliente”, lo

⁵ AVROM, Sherr. Op. cit; WEBB, Julian J., MAUGHAM, Caroline., MAUGHAM, Mike., KEPEL-PALMER, Marcus y Andrew BOOM. Op. cit; KRIEGER, Stefan H. y Richard NEUMANN K. Op. cit.

que significa que un lugar incómodo, desordenado o muy transitado no es adecuado. El abogado debe siempre tener presente que el cliente lo busca porque tiene un problema que aspira resolver, y que requiere tranquilidad y comodidad para poder expresarse.

No debe sin embargo, confundirse comodidad con lujo, pues, aunque en ocasiones coinciden, comodidad implica la posibilidad de:

- a) Conversar en privado, sin que la conversación sea escuchada por otros.
- b) No ser interrumpido por otras personas o por llamadas telefónicas (celular apagado, por favor!).
- c) Tener tiempo suficiente para conversar, sin personas que esperen ser atendidas o abogados que necesiten la sala.
- d) Captar la atención plena del abogado.
- e) Sentarse con suficiente confort.
- f) Conversar sin barreras físicas que impidan la comunicación.
- g) No tener que esperar demasiado para ser atendido.

Y esos objetivos no requieren de un ambiente lujoso, sino de un lugar confortable, tranquilo, limpio y silencioso, que asegure que no se producirán interrupciones perturbadoras durante el tiempo de la entrevista.

Pero la entrevista no necesariamente se desarrollará en la oficina del abogado. Es frecuente que ésta tenga lugar en "territorio" ajeno, como puede ser la oficina (o la casa) del cliente, la de otro profesional, la de la parte contraria, el juzgado, la fiscalía o una comisaría. Para afrontar esas situaciones, el abogado debe desarrollar la habilidad de adecuar su conducta y discurso a cada uno de los posibles escenarios (mucho ruido y poco confort en una comisaría, o ambiente intimidatorio en la oficina de la contraparte), manejándolo de tal manera que éste no se convierta en un obstáculo para alcanzar su objetivo.

4.2. Preparación personal

La preparación para la primera entrevista es fundamental. Generalmente, el abogado novato no sabe si debe prepararse y, de ser así, en qué debe estar preparado.

Por eso, las siguientes reglas pueden ser útiles:

- (i) Al concertar la cita, el abogado debe conocer la razón por la cual el cliente requiere la entrevista. Por eso, debe preguntárselo al cliente.
- (ii) El abogado debe también saber quién es el cliente. ¿Se trata de un cliente del estudio de abogados o es su primera consulta? Y, antes de la entrevista, debe haberse definido si existe conflicto de interés u otro tipo de objeción que haga recomendable rechazar el asunto de plano (enemistades con socios del estudio o caso no compatible con la especialidad o la política del estudio).
- (iii) El abogado debe conocer la normativa aplicable al caso y/o la problemática del tema, aunque no es necesario que sea a un gran nivel de profundidad o de detalle. Debe, por lo menos, poder entender de qué está hablando su cliente, y entender el significado del caso y sus posibles implicancias, lo cual requiere de un cierto grado de preparación previa. Es muy común, sin embargo, que en esta etapa los abogados no se preparen demasiado, debido a que son generalmente refractarios a invertir tiempo (y dinero) en un asunto que no necesariamente les reportará beneficios. Ese es un error. La inversión es necesaria, porque el desconocimiento del tema puede ser entendido negativamente por el cliente, que puede llegar a la equivocada conclusión de falta de capacidad o de pericia del abogado para atender el asunto. La preparación anticipada permite también llegar a los temas principales de manera más rápida y certera.
- (iv) Según la materia consultada, el abogado debe estar preparado para discutir aspectos referidos a la necesidad o no de apoyo de otro(s) profesional(es) en Derecho o en otras ramas y las implicancias económicas del caso. Así, en un caso de patrimonio cultural, el abogado debe saber que requerirá el apoyo de un arquitecto para discutir la calidad de patrimonio cultural de un bien o, en un caso de inundación de una mina, debe saber que es necesario contar con el apoyo de un ingeniero para discutir la magnitud del daño.
- (v) El abogado debe tener una respuesta preliminar sobre probables costos y honorarios (tarifa horaria, honorario fijo, honorario de éxito, combinación de ambos, etcétera). Es recomendable que esta última respuesta esté referida a tarifas y/o escalas

del Estudio y que el cliente pueda tener a disposición un “menú” de alternativas. A pesar de su importancia, el tema de honorarios suele ser olvidado por los abogados, sea por timidez, por incomodidad, por falta de tiempo o, incluso, por su deseo (inconsciente) de retener al cliente. No obstante, se trata de un tema que debe ser abordado desde el principio, con el objeto de evitar malentendidos con el cliente.

- (vi) Aun cuando el motivo explícito de la visita sea el anunciado por el cliente, el abogado no debe asumir que ese es su problema central, pues es posible que lo ocurrido sea el punto de partida de problemas bastante más importantes y no necesariamente jurídicos, como por ejemplo, el desempeño de una o más de las gerencias de la empresa. Pero eso no podrá saberse hasta no haber tenido oportunidad de explorar el caso con mayor detalle.

4.3. Los aspectos emocionales

Hasta hace pocas décadas, estos aspectos eran descuidados en el ejercicio de la profesión (y por cierto en la enseñanza del Derecho) porque se consideraba que el abogado es un profesional que resuelve problemas jurídicos y nada más que eso. Esa percepción ha sido superada, y en los últimos tiempos, el abogado es ya conciente que debe actuar también como “psicólogo”. Y es que todo problema legal “toca” de alguna manera la emotividad de las personas, sea que persigan cerrar un buen negocio, iniciar un juicio, divorciarse o denunciar un delito. Hoy, es casi un “lugar común” considerar que la dimensión emocional es muy importante en el ejercicio de la profesión, y que el abogado no debe descuidar dicho aspecto por ningún motivo. Por eso, se recomienda lo siguiente:

- a) Aplicar la regla de **“conócete a ti mismo”**, lo que supone aprender a desarrollar una cierta capacidad introspectiva, que permita manejar las propias fortalezas (sinceridad, simpatía, optimismo y discreción) y debilidades (conflictividad, intolerancia o desinterés). De esa manera, si el abogado se sabe impaciente, deberá esforzarse por ser paciente, si se sabe alterable, deberá aprender a controlar sus emociones y si percibe que se distrae con facilidad, tendrá que aprender a concentrarse. Todo puede ser aprendido y toda conducta puede ser modificada, pero para eso, el primer paso es conocerse.

- b) **Ser empático**, lo cual supone: (i) la capacidad de percibir la situación del otro; (ii) la capacidad de dar respuesta amable al dolor ajeno; y, (iii) la habilidad de distinguir entre los propios fines e intereses y los del cliente (por ejemplo, un litigio puede significar ingresos para el abogado, pero esa debe ser una consideración secundaria).

Pero la empatía no supone compartir activamente el dolor o la preocupación del cliente, sino tener la **capacidad de entender su problema** y responder comprometidamente al mismo. Empatía no es entonces, sinónimo de simpatía. Es, en todo caso, **una actitud más cercana a la ética que a la simpatía**. Tampoco es necesario tomar ciegamente partido por el cliente, ni mostrar una amabilidad exagerada o una preocupación desproporcionada. La mejor manera de ser empático es practicando la escucha activa que, como veremos más adelante, supone una atención “comprometida” con el cliente. La empatía supone también reconocer y valorar el aporte del cliente en la solución del problema, absteniéndose de aparentar ser él –el abogado–, el “creador” de la solución. Por último, el abogado que quiere ser empático suele hacerse las siguientes preguntas, ¿qué estoy tratando de conseguir? ¿Cómo se relacionan los hechos con el resultado que me propuse? ¿Qué asunciones estoy haciendo? ¿En qué creencias se asientan esas asunciones? ¿He actuado según tales creencias?

- c) Entender las **singularidades del caso**, lo que significa que el abogado debe saber que cada caso es único y que su adecuado manejo dependerá de su habilidad de captar tal singularidad. No es lo mismo, por ejemplo, entrevistar a un cliente que busca cerrar un negocio, que a otro que enfrenta un problema familiar o económico, o a un empresario que a un lego, pues cada uno de ellos tendrá otras inquietudes y objetivos, y transmitirá sensaciones distintas (optimismo, preocupación, fastidio). Se espera por eso, que el abogado sea ágil y concreto con el cliente-empresario, que sea particularmente claro e incluso paciente con el cliente lego, explicándole las implicancias legales, financieras o personales del caso, que maneje adecuadamente el ánimo de quien ha perdido la “frialidad” para apreciar el problema y que tenga la suficiente tolerancia con quien afronta un problema.

5. EL DESARROLLO DE LA ENTREVISTA

La mayoría de los autores divide la entrevista en etapas. Con ligeros matices entre autor y autor, éstas son: (i) la bienvenida o introducción; (ii) la adquisición de información mediante la escucha y las preguntas; (iii) el resumen; (iv) el consejo; y, (v) la despedida. Cada una de esas etapas tiene una problemática distinta, que será analizada por separado.

5.1. La bienvenida

La bienvenida está directamente relacionada con la creación de una relación de confianza con el cliente. Parece un momento poco relevante, pero es una parte crítica de la entrevista, porque es el momento en que el cliente se formará la primera impresión –a veces inmodificable– del abogado. Por eso, el abogado debe asegurarse de que cuando el cliente llegue, será saludado y que quienes lo reciban (secretaria, conserje, practicante, abogado), lo harán sentir confortablemente y que no tendrá que esperar demasiado. Este momento implica, esencialmente, el manejo de **modales** relacionados con la afabilidad, que los abogados no siempre toman en cuenta: estar correctamente vestido, ponerse de pie cuando el cliente aparece o salir a recibirlo, ofrecerle asiento, presentarse claramente, entregar una tarjeta personal o información sobre el estudio, “romper el hielo” con conversación informal (*small talk*) y ofrecerle algo de tomar. El abogado debe conocer (y ¡no olvidar!) el nombre del cliente y, si es el caso, su posición en la empresa. Terminada la entrevista, lo que corresponde es acompañar al cliente hasta la puerta. Estos detalles parecen obvios y para algunos abogados forman parte de su conducta habitual, pero no es así en todos los casos. Hay, a veces, sensibilidades distintas, poco contacto con la cordialidad y afabilidad o, a veces, simplemente juventud, que hace que el empleo de modales en el momento de la bienvenida y de la despedida no sea tan obvio para algunos abogados.

5.2. Adquisición de información

Esta etapa se inicia, necesariamente, con la invitación del abogado al cliente a que exponga el motivo de su visita. Este es uno de los momentos “neurálgicos” de la entrevista, porque ningún caso puede abordarse si no es contando con información precisa y completa. Por eso, las omisiones, exageraciones, distorsiones o contradicciones del cliente pueden tener una influencia negativa en el caso, porque atentan contra la precisión de la información. Y eso requiere de un especial sentido de alerta para detectarlas y buscar precisiones o aclaraciones.

La adquisición de información no necesariamente deberá completarse en el momento de la primera entrevista. Es posible pedir aclaraciones, ampliaciones o precisiones en un momento posterior en los casos que la información sea compleja. Es sin embargo deseable obtener la mayor cantidad de información desde el primer momento, pues ello resulta más eficiente en términos de rapidez y costo.

La importancia de la adquisición de información obliga a desarrollar dos habilidades fundamentales, a saber: (i) **la habilidad de escuchar** y (ii) **la habilidad de hacer las preguntas pertinentes**.

5.2.1. La importancia de la escucha

La “escucha” profesional es muy distinta a la ordinaria o normal, porque exige una concentración bastante mayor que la cotidiana. Cualquier falla en la escucha atenta contra la precisión de la información y, consecuentemente, impide la solución del problema. La escucha profesional es, entonces, una actitud de gran concentración (¡no de tensión!), consistente en poner toda la atención posible en captar la historia del cliente.

Pero en la escucha el abogado no permanece pasivo. Por el contrario, se trata de un proceso muy activo que supone ir acomodando la información a determinados patrones jurídicos mientras ésta va siendo recibida. Hay, pues un gran esfuerzo del abogado en el momento de la escucha, porque tiene que entender los hechos para poder **construir “la historia del caso”**. Así, por ejemplo, si el problema del cliente es la inundación de una mina, aparecerán en la mente del abogado los conceptos de “daño”, “negligencia”, “responsabilidad”, “abuso del derecho”, etcétera, que se irán modificando (o no) a medida que la historia avance y el abogado se vaya persuadiendo de que hay (o no) negligencia, hay (o no) delito o que el daño puede (o no) ser demostrado.

Teniendo en cuenta la importancia de la escucha ¿cómo puede desarrollarse la destreza de escuchar activamente? Pues, en términos generales, sabiendo absorber (¡y si es posible la memorizar!) los datos proporcionados por el cliente, cultivando la capacidad de leer el metalenguaje (movimiento de manos, rigidez), pues éste puede expresar más que la palabra, y aprendiendo a “adecuar” lo que el cliente va diciendo en el marco legal pertinente.

5.2.2. ¿Cómo provocar que el cliente cuente su historia?

Existen **preguntas abiertas** y **preguntas cerradas**. Las primeras dejan libertad al cliente para responderlas como le parezca, mientras que las segundas son “orientadas” por el abogado y evidencian lo que desea obtener con la respuesta⁶.

. Una modalidad no es mejor que la otra y cada una de ellas debe ser utilizada según la circunstancia. Lo ideal es que el cliente se exprese de la mejor manera y eso depende de una serie de factores, tanto estructurales (timidez), como coyunturales (mucho ruido). Algunas veces funcionan bien las preguntas abiertas: ¿qué?, ¿por qué?, ¿cómo?, ¿cuándo?, que, como no pueden ser respondidas con un sí o un no, obligan al cliente a elaborar la respuesta, a explayarse y a responder con sus propias palabras. Pero otras veces esas preguntas no funcionan, porque el cliente es poco comunicativo y requiere ser estimulado a través de un interrogatorio puntual. Cada tipo de pregunta tiene, pues, ventajas y desventajas. Las preguntas (en todo momento) abiertas, pueden llevar al cliente a no responder porque no es capaz de entender qué busca el abogado con esa pregunta (¿algo más que decir? es una típica pregunta abierta que generalmente no produce buenos resultados) y las preguntas (en todo momento) cerradas pueden ser estrechas y parciales y, por lo tanto, inhibitorias (¿otorgó su padre testamento?, ¿qué clase de testamento?, ¿ante qué notario?). Lo aconsejable es, sin embargo, iniciar la entrevista con una pregunta abierta, dando la indicación al cliente que el abogado tiene toda la intención de escuchar e ir abriendo poco a poco “canales de información” que se van angostando con preguntas cerradas, a medida que la conversación avanza. Por eso, Sherr considera que, en este momento de la entrevista, se requieren tres habilidades clave: **memoria, paciencia y concentración**.

5.2.3. Los problemas de la escucha

La escucha “atenta” no siempre es fácil y cada abogado se vale de la técnica, o combinación de técnicas, que le resulte más cómoda para cumplir los objetivos de la entrevista. Algunos prefieren

tener una lista de preguntas pre-redactadas, que pueden orientar la conversación. Otros prefieren dejar al cliente en total libertad de hablar, estimulándolo con ocasionales “sí” “mmm” o “entiendo”, sin interferir en el orden elegido por el cliente (que no siempre es el mejor). Esta última técnica tiene la ventaja de crear una atmósfera de cordialidad con el cliente, pues, además de permitirle hablar, éste recibe la evidencia anticipada que tendrá participación en el manejo de su caso⁷. Otros, finalmente, prefieren tomar notas, lo cual es bueno, porque permite revisar la conversación más adelante, si bien tiene el inconveniente de reducir el contacto visual, que es muy importante en la transmisión de soporte y confianza al cliente.

Así y todo, se pueden presentar problemas, tanto desde el ángulo del abogado como recopilador de información, como desde el lado del cliente como proveedor de información. Estos son los siguientes:

En la recopilación de información por el abogado

Los problemas más usuales son los siguientes:

- (i) La dificultad de abordar aspectos que no se pueden preguntar directamente. Eso ocurre especialmente en la primera entrevista de casos difíciles como divorcios o delitos, donde el abogado no tiene cómo llegar al punto neurálgico. En esos casos y, con el objeto de no olvidar lo que se quiso y no se pudo preguntar, lo recomendable es anotar las preguntas no formuladas y reservarlas para el momento adecuado.
- (ii) La tentación de saltar a conclusiones a partir de la supuesta “semejanza” con un caso anterior, estereotipándolo y omitiendo ver los asuntos realmente importantes. Para evitar esa tentación, es necesario tener conciencia de que no hay dos casos idénticos y que debe atenderse el caso como si el tema fuera totalmente desconocido.
- (iii) La sobre-identificación con el cliente, al extremo de perder distancia y de omitir aspectos importantes. Esto es sumamente importante, porque, a veces, establecer los

⁶ Ibid. p. 14.

⁷ Sherr cita una investigación realizada a clientes en juicios de daños. La encuesta mostró que los clientes que tuvieron participación en el manejo del caso, se mostraron mucho más satisfechos con sus abogados que quienes no tuvieron participación y que los montos de indemnización obtenidos en los primeros casos, fueron sustancialmente mayor que los obtenidos en los segundos. Ibid. p.19. En: cita a ROSENTHAL, Douglas. “Lawyer and Client: ¿Who is in charge?”.

límites entre la identificación y la sobre-identificación con el cliente es difícil.

- (iv) La discrepancia con el cliente en la percepción del caso. Eso ocurre, por ejemplo, cuando se trata de un cliente extranjero o uno de otro sector social o cultural.
- (v) El procesamiento incompleto de la información. Está demostrado que la atención es selectiva y, por tanto, el abogado puede perder involuntariamente una parte de la historia por atender otra. Para eso, es necesario concentración.

En la provisión de información por el cliente

Los problemas más usuales son los siguientes:

- (i) La poca relevancia de la información. Es sorprendente comprobar que clientes muy experimentados dan al abogado información totalmente irrelevante o que, al contrario, omiten información absolutamente relevante. Eso ocurre por muchas razones: falta de “sensibilidad jurídica”, tensión nerviosa, sentimiento de culpa (muchos litigios surgen por errores de los clientes), evitar el sufrimiento (recuerdos dolorosos) o pudor (cuando se trata de problemas familiares o cuando no se quiere revelar la magnitud del patrimonio). Por eso, es recomendable que el abogado recalque durante la entrevista que se encuentra bajo secreto profesional y que toda la información que reciba es confidencial.
- (ii) La incapacidad del cliente de “separarse” del caso, al extremo que a veces ocurre que el cliente es más problema que el caso mismo. Por eso, el abogado debe asumir que la información que le proporciona su cliente no necesariamente es objetiva, por lo que es importante que la coteje con documentos, eventuales testigos, registros, etcétera.
- (iii) Las metas equivocadas. En efecto, puede ocurrir que el abogado tenga en mente algunas metas a alcanzar que no coinciden con las que el cliente tiene en mente (el cliente quiere reivindicar su honor y el abogado piensa que lo que más le conviene es conciliar).

5.2.4. La buena técnica de preguntar

Terminada la etapa de la exposición del caso por el cliente, viene la etapa del interrogatorio. Se trata de otro momento crucial de la entrevista, porque es la oportunidad de hacer las precisiones y aclaraciones necesarias para terminar de entender el problema, en un momento en que **el abogado maneja ya una hipótesis legal preliminar**, que ha ido desarrollando durante el momento de escucha.

Las primeras preguntas deben apuntar, entonces, a obtener aclaraciones o precisiones sobre vacíos o ambigüedades, a conocer más a fondo el contexto o, en general, a profundizar en algún tema que se considere relevante. Y, a medida que se avanza en el proceso, el abogado va separando el material que le interesa seguir explorando y descartando el que no le interesa⁸.

Una de las técnicas más empleadas para interrogar al cliente es la llamada “técnica del embudo”, que parte de una pregunta abierta, que se va cerrando a medida que la entrevista se va desarrollando, permitiendo al abogado obtener la información a un nivel cada vez mayor de detalle. Se trata de comenzar con una pregunta general y de ir afinando conceptos con preguntas cada vez más cerradas y progresivamente más concretas, para luego comenzar con otro “embudo” sobre un tema distinto y así, crear series de “embudos” para toda la información recopilada.

5.2.5. La importancia de entender las metas del cliente

A diferencia del análisis neutral y abstracto de un problema legal –que es el que se enseña en la universidad–, el trabajo profesional toma como punto de partida un elemento muy concreto: las metas del cliente (cobrar, divorciarse, reivindicar un bien, conciliar). Eso implica para el abogado **abandonar la neutralidad** y tomar, necesariamente, partido con el interés del cliente. Ocurre, sin embargo, en muchos casos, que los clientes no tienen claro qué buscan: si mantener la sociedad o disolverla, si entrar o no entrar en insolvencia, si acogerse o no a la amnistía, si divorciarse o no. En esas situaciones, el abogado debe ayudar al cliente a encontrar sus propias metas (ino las del abogado!), porque sólo

conociéndolas, podrá entender el caso y diseñar la estrategia que corresponda. Y, para eso, hay preguntas abiertas que pueden ayudar: ¿qué quisiera usted obtener en este caso? o ¿cómo le gustaría que termine este asunto?

Pero, lo que todo cliente quiere, invariablemente, es un resultado rápido y al menor costo posible. Esa combinación es a veces difícil de conseguir, porque la solución del problema podría requerir de un procedimiento largo, complejo y costoso, lo cual puede ser un problema para quien tiene poco presupuesto para afrontar un litigio. Lo mejor es, pues, ayudar al cliente a evaluar sus opciones (¡las suyas, no las del abogado!) mediante el análisis costo-beneficio y optar por la opción que resulte más conveniente para el cliente (¡al cliente, no al abogado!).

Para entender las metas del cliente, el abogado debe tener **paciencia** y **capacidad de escucha**, porque el cliente no siempre indica claramente cuáles son sus metas, a veces alude a ellas de manera inadecuada y a veces está confundido o nervioso. Todo eso puede suceder y, por tanto, la actuación del abogado en la obtención de información debe ser muy cuidadosa.

5.2.6. La importancia de entender las emociones

Como hemos adelantado, no existe un caso que no involucre emocionalmente al cliente. Algunos más que otros, sin duda, pero **en todos los casos hay un componente emocional**. Así, el cierre de negociaciones, el inicio de un litigio, la obtención de una licencia, la participación en una licitación o, en general, problemas societarios, conyugales, laborales, suelen comprometer a quien los afrontan e, incluso, afectarlos emocionalmente. En casos complicados, algunos

clientes tienden a generar dependencia con el abogado o exigen una atención innecesaria. En otros, intervienen en la gestión del caso de manera autónoma (y muchas veces contraria a la estrategia planificada), toman decisiones apresuradas u omiten detalles importantes. Y, finalmente, en otros, tienen reacciones dispares: pierden la confianza, la recuperan, se alegran, se entristecen, se ilusionan y se desilusionan. Y en esas situaciones, el abogado no puede perder el control.

No existen reglas predeterminadas para manejar las emociones, y eso depende básicamente de la empatía del abogado que, además, se va adquiriendo con la experiencia. No obstante, un buen manejo de las emociones del cliente impone dos reglas mínimas, a saber:

- Practicar un tipo de escucha que permita percibir sus sentimientos (por ejemplo, desilusión, angustia, ansiedad o indignación). Esta escucha consiste en una atención más “abierta” y comprometida con el caso.
- Mantener la neutralidad, lo que supone una actitud independiente, serena y firme, que transmita al cliente confianza y empatía pero que, simultáneamente, establezca límites (llamar a ciertas horas, salvo emergencias). La neutralidad impone, asimismo, evitar en lo posible tratos con el cliente que puedan afectar el manejo del caso (por ejemplo, asociarse en un negocio e, incluso, trabar amistad). El abogado debe, finalmente, mantener permanentemente la calma.
- A veces es necesario confrontar el problema emocional de manera abierta con el cliente, sin ignorarlo o pretender que el problema no existe.

El manejo de las emociones

Diálogo A:

Clienta: El gran problema con mis hermanos es que, según me he enterado, ellos comentan con nuestros parientes que yo soy una persona conflictiva y que, además, no trabajo y soy una carga para ellos. Eso no es cierto y hiere mi autoestima. Por ejemplo, el otro día me encontré con mi tío Pedro y me pareció percibir que reprueba mi supuesta conducta. Y para mí, lo más importante es reivindicar mi imagen con mi familia.

Abogado: Usted suena preocupada sobre este asunto.

Clienta: Sí, estoy preocupada. Mis hermanos y algunos parientes me ignoran e incluso pretenden no haberme visto cuando nos encontramos. Hace poco me encontré con unos primos en una reunión y cruzaron al otro lado para no saludarme; esto es para mí intolerable, yo debo reivindicar mi nombre.

Abogado: ¿No sería conveniente que convoque usted a sus parientes y les explique que las cosas son distintas? ¿Hay alguien en particular a quien podría usted telefonear? Por lo menos podría descubrir si realmente tienen esa impresión sobre usted.

Clienta: Yo podría, supongo.

Diálogo B:

Clienta: El gran problema con mis hermanos es que, según me he enterado, ellos comentan con nuestros parientes que yo soy una persona conflictiva y que, además, no trabajo y soy una carga para ellos. Eso hiere mi autoestima. Por ejemplo, el otro día me encontré con mi tío Pedro y me pareció entender que me reprueba. Y, para mí, lo importante es reivindicar mi imagen con mi familia.

Abogado: Probablemente no sea nada. No les haga caso, es posible que esa sea su modo de ser o que ellos mismos tengan problemas que no tienen que ver con usted. Además, la autoestima no es lo más importante. ¿Cuándo le pidieron que deje usted el inmueble de propiedad común?

Diálogo C:

Clienta: El gran problema con mis hermanos es que, según me he enterado, ellos comentan con nuestros parientes que yo soy una persona conflictiva y que, además, no trabajo y soy una carga para ellos. Eso hiere mi autoestima. Por ejemplo, el otro día me encontré con mi tío Pedro y me pareció entender que me reprueba. Y, para mí, lo importante es reivindicar mi imagen con mi familia.

Abogado: Sí, eso es muy preocupante, aunque, como abogado, no me corresponde ayudarla en ese problema. Lo importante es ver cómo mantener la posesión de la casa y demandar la rendición de cuentas, ¿cuánto cree que debiéramos pedir como indemnización en el caso que en la rendición de cuentas determine que ha habido malos manejos?

Diagnóstico

Cada una de las entrevistas anteriores tiene pros y contras. El primer diálogo representa un intento de permitir que la clienta exponga sus sentimientos sin ser conducida por el abogado. No obstante, éste no ha podido llevar al cliente al terreno legal, que es el que le interesa. En el segundo diálogo, el abogado trata de explicar racionalmente la conducta atribuida a los parientes, aunque corre el riesgo de que la clienta se quede con la sensación que el abogado no cree su versión y que, además, no le da importancia a asuntos que para ella son vitales. El tercer diálogo es más directo y puede tener el efecto de que la clienta perciba que su problema de autoestima no debe ser ventilado con el abogado, sino con otro profesional. El abogado parece haber logrado conducir el diálogo a los aspectos legales del problema, aunque ha demostrado muy poca empatía con el problema de la clienta, lo cual puede afectar la construcción de una relación de confianza.

5.2.7. El estilo

Es cierto que cada abogado cultiva su propio estilo, en eso hay libertad. No obstante, hay algunas reglas “universales” sobre el buen estilo: evitar el “bombardeo” de preguntas, las interrupciones, las “acusaciones” o las intervenciones demasiado extensas. Ello porque la entrevista debe ser vista como un momento propicio para crear una relación de confianza con el cliente, permitiéndole expresarse lo más posible, cosa que no se logra con una aproximación “agresiva”. No es, asimismo, recomendable, sobre-preguntar. El cliente puede considerar que ha dicho lo suficiente o sentirse cansado de repetir aspectos que le parecen obvios.

5.2.8. ¡Tómense su tiempo!

Las entrevistas deben ser programadas de manera que el cliente tenga el tiempo suficiente para expresarse y el abogado para preguntar y repreguntar, hasta entender los hechos. El tiempo dedicado a la primera entrevista es importantísimo para obtener información y para generar confianza con el cliente, lo que es central para el manejo del caso. Es equivocado, entonces, pensar que una entrevista larga es una pérdida de tiempo, porque es un tiempo bien aprovechado.

5.2.9. ¿Tomar notas?

Se discute mucho si es conveniente que el abogado tome notas. La experiencia demuestra que algunos clientes se perturban porque sienten –paradójicamente– que el abogado no les está prestando atención. Tomar notas es, sin embargo, importante y útil porque muchas veces los casos son complejos y la información abundante, lo que impone registrar la historia relatada por el cliente. Por eso, el abogado debe **saber tomar notas**, de manera tal que obtenga la mayor cantidad de información sin perder el contacto visual con el cliente ni perturbarlo con la supuesta falta de atención.

Se sugiere, por eso, desarrollar las siguientes técnicas:

- Explicar al cliente al comienzo de la entrevista que es necesario tomar notas.
- Iniciar el diálogo con el cliente con una “primera escucha” sin tomar notas. Enten-

dido preliminarmente el caso, proceder a hacerlo.

Se sugiere asimismo, para optimizar las notas:

- Al finalizar la entrevista, hacer un resumen utilizando las notas, lo cual permitirá chequear si éstas representan con precisión lo relatado por el cliente.
- Inmediatamente después de la entrevista, reescribir las notas de manera clara y precisa. Esto es importante porque las notas sirven bien a la memoria de corto plazo, pero si se revisan tal cual, días más tarde, pueden no ser entendidas. Por eso, la reelaboración de las notas sirve para incorporar aquello que se recuerda pero que no se llegó a anotar, para ordenar el relato y para incluir comentarios, sensaciones o impresiones del abogado.
- Tomar notas con la mayor precisión posible, porque en ese material deberá confiarse para tomar una acción. Si las notas no son precisas, se corre el riesgo de cometer errores o será necesario pedir nuevamente la información al cliente, que ya la dio y que –el cliente sabe– el abogado anotó.

Asimismo, tomar notas es importante cuando el abogado debe dar cuenta a sus colegas o superiores de una gestión realizada. En ese caso, es conveniente tomar nota una vez que la reunión haya terminado, apenas el abogado esté a solas. El abogado debe siempre recordar que la memoria es frágil y que en el manejo de un caso, el detalle es muy importante.

5.2.10. Explicaciones necesarias

La mayor parte de las veces es necesario **explicar al cliente la razón de ser de la pregunta**. Por ejemplo: en un juicio de divorcio, el abogado pregunta a su cliente: ¿usted trabaja? La cliente da muestras de no entender lo que se le ha preguntado y el abogado, instantáneamente señala: se lo pregunto porque eso me da una idea más clara de su capacidad de afrontar un juicio que puede implicar incumplimientos en la provisión de alimentos.

5.2.11. ¿Qué preguntar?

El abogado debe saber qué preguntar. Muchas veces las entrevistas fracasan por falta de imaginación del abogado sobre lo que es

necesario preguntar. Para ello, Krieger y Neumann⁹ recomiendan lo siguiente:

- a) Tratar de discriminar entre lo que ocurrió y lo que el cliente dice que ocurrió.
 - b) Preguntar por todos los detalles del caso.
 - c) Preguntar todo lo que sea necesario para prevenir los “tres desastres” que, para dichos autores, son: (i) aceptar un cliente con el cual existe conflicto de interés (por ejemplo, asesoría a otro accionista), (ii) olvidar una norma que recorta los derechos del cliente (por ejemplo, prescripción), y (iii) no haber actuado en una emergencia (por ejemplo, un embargo).
 - d) Pedir toda la documentación que sea necesaria.
 - e) Entender que una cosa es conocer los hechos y otra conocer la historia. La historia es el evento capaz de movilizar a un juez y puede estar escondida tras hechos que, aislados, son intrascendentes.
 - f) Hacer preguntas que puedan revelar lo que diría la otra parte (en una disputa).
 - g) Preguntar cuál es el estado de la negociación a la fecha, qué hechos ya han sido resueltos y cuáles quedan por resolver (en transacciones comerciales).
 - h) Entender cuáles son los intereses de todas las partes: ¿Cuál es la gran figura? ¿Qué tan buena es la transacción para el cliente? ¿Es a corto plazo, a largo plazo? ¿Hay riesgos? ¿Podría estar violándose una ley?
 - i) Preguntar si el asunto ha sido conocido por otro abogado. Esto no es curiosidad. Es necesario saber si el otro abogado falló, y en qué falló, o si el problema es el cliente, que puede ser difícil de satisfacer.
- 5.2.12. ¿Qué puede fallar?

Frustración

Abogado: Por favor, tome asiento, señora X.

Clienta: Gracias.

Abogado: ¿Cómo la puedo ayudar?

Clienta: Bueno, el tema es tan complicado y doloroso que no sabría por donde comenzar exactamente...

Abogado: ¿Por qué no comenzamos con la relación de propiedades? Clienta: No la tengo. Pero hay muchos bienes. Hay unos cristales muy finos y bonitos, unos candelabros que dejó nuestra madre y que, por ser la única hija mujer me pertenecen.

Abogado: Sí, pero me refiero a bienes de valor, ¿hay por ejemplo bienes inmuebles?

Clienta: Ah! sí... bueno, pero los bienes que menciono tienen valor sentimental. Para mí son muy importantes... tal vez más que los terrenos y las casas que tenemos...

Abogado: Bueno... ¿tiene su hermano poder de los demás hermanos para administrar el patrimonio de la familia?

Clienta: No podría responderle en este momento, no recuerdo...

Abogado: Entiendo que su padre no dejó testamento...

Clienta: Sí, en efecto, no dejó testamento. O sea que me corresponde el menaje por ser la hija mujer...

Abogado: Bueno, no exactamente... pero cuénteme, ¿cuál es el problema con sus hermanos?

Clienta: Es difícil saber cómo comenzar... bien... yo... no sé... no puedo responder exactamente a lo que me pregunta... yo siento que se están apropiando de mis bienes...

Abogado: ¿Qué es exactamente lo que falta en el patrimonio que pueda ser atribuido a malos manejos?

Clienta: No le puedo responder con exactitud...

Abogado: Bien, vayamos a los detalles. Cuénteme exactamente lo que pasó.
 Clienta: Me llegaron unos estados de cuenta del Banco de la Industria, donde he notado una disminución inexplicable en la cuenta de ahorros... y yo lo quiero demandar...
 Abogado: Pero esa disminución puede deberse a gastos imprevistos u otros que podrían tener una explicación...
 Clienta: Bueno, no lo creo... ¿qué gastos podrían ser esos?
 Abogado: No lo sé, cualquier gasto...

Diagnóstico

El abogado no logró el propósito de obtener información. Tampoco creó una relación inicial de confianza. Las razones que podrían explicar el magro resultado de la entrevista serían las siguientes:

- a) Recurrió a un interrogatorio basado en preguntas cerradas y no permitió a la clienta contar su historia. La actitud dubitativa de la clienta precipitó al abogado a hacer preguntas puntuales, distrayéndola de la historia que aparentemente quería contar. Hubiera sido mejor si le hubiera dado el tiempo para elaborar su historia y contarla.
- b) En su desesperación por obtener algún detalle del caso, no pareció reconocer los sentimientos de su clienta. Daba la impresión de querer llegar de inmediato a los aspectos legales del problema, y eso aparentemente incomodó a la clienta, dado que su estado de ánimo no era el mejor.
- c) Comenzó preguntando por la relación de bienes, lo cual (i) desconcertó a la clienta, pues no sabía por qué comenzaba con esa pregunta y (ii) la clienta pudo haberse quedado con la sensación de que lo primero que le interesa al abogado es conocer el patrimonio, para así fijar sus honorarios.
- d) Dudó de la versión de la clienta, lo cual puede haberla inhibido mucho más a contar la historia.

5.2.13. Cuando el cliente pide predicciones

Hay casos en los que el cliente pedirá al abogado hacer una predicción sobre el resultado del caso. ¿Ganará o perderá el juicio? ¿Obtendrá o no la concesión? ¿Qué chances tiene?

El abogado puede sentirse tentado de responder, pero debe recordar que las predicciones muy tempranas pueden ser equivocadas porque no se cuenta con todos los elementos de juicio para poder hacerlas. Por eso, lo mejor es evitar hacer predicciones, indicando únicamente lo que debe hacerse para obtener un buen resultado.

Eso no quiere decir, por cierto, que el abogado no se pronuncie sobre los méritos del caso. Por el contrario, es necesario que lo haga, a fin de permitir al cliente tomar la decisión de iniciar, continuar o terminar un asunto de la mejor manera.

5.2.14. Inhibidores y facilitadores del diálogo

Inhibidores:

- a) Vergüenza, culpa o fastidio de tener que contar asuntos personales. El reto del abogado es, en ese caso, transmitir a su cliente

que, para ayudarlo, es necesario conocer lo bueno y lo malo, y darle la seguridad de que la información recibida es confidencial.

- b) Temor inconsciente de contar un hecho que pueda debilitar el caso. El reto del abogado es, también en ese caso, transmitir al cliente que, para ayudarlo, debe conocer todo lo ocurrido.
- c) Personalidad del abogado. Algunos clientes (sobre todo los legos) se sienten intimidados con la sola presencia del abogado, a quien perciben como una suerte de juez o ser superior. En ese caso, el reto del abogado es tratar de romper barreras de la manera más empática posible.
- d) Formular preguntas demasiado abiertas (¿tiene usted algo más que decir?) o, al contrario, demasiado cerradas y con pocas alternativas de respuesta. El abogado debe ser consciente que una batería muy intensa de preguntas cansa y desanima al cliente a seguir hablando.
- e) Formular preguntas que indican que el abogado tiene una impresión formada sobre el asunto. Así, en el ejemplo propuesto: ¡No me diga que quiere usted que su hermano siga manejando el patrimonio familiar! es una mala manera de preguntar, porque da la sensación que el abogado ya tiene una apreciación del caso, que puede no ser coincidente con la del cliente, y éste puede sentir que las cosas se están escapando de su control.
- f) Curiosidad excesiva. Algunos clientes son muy sensibles a las preguntas y miran con suspicacia todo aquello que roce su intimidad. Por eso, es preferible en la primera entrevista evitar hacer preguntas comprometedoras y, si son indispensables, explicar al cliente por qué se hacen y, de nuevo, asegurarle total confidencialidad (que por cierto, debe ser cumplida con total rigor).

Facilitadores:

- a) Dar muestras de **empatía y respeto** por el cliente y su problema.
- b) Utilizar un lenguaje corporal adecuado. Así, por ejemplo, mirar a los ojos, mover la cabeza en señal de estar siguiendo el relato o evitar gestos de impaciencia o de excesiva confianza.

- c) Transmitir la sensación que el abogado tiene tiempo para escuchar.
- d) Escuchar activamente, lo cual implica capacidad de escuchar al cliente **con tranquilidad** y de reflejar entendimiento del caso.
- e) Dar una esperanza, pero siempre dentro de lo que realísticamente se puede esperar y sin hacer predicciones “matemáticas” (usted tiene el 80% de ganar este juicio).

5.2.15. La desinformación y el engaño

Es muy común que los clientes no recuerden fechas, lugares o situaciones, y que carezcan de la capacidad de reconstruir una historia. Puede también ocurrir que los clientes exageren o que sean vagos y generales. En esos casos, **el abogado debe buscar todas las precisiones que sean necesarias**, tratando de llegar hasta lo que se pueda, al conocimiento de los hechos. El abogado no debe ceder ante respuestas vagas o generales, y le corresponde insistir cordialmente sobre aquellos aspectos que no hayan quedado claros.

Pero ocurre también que los clientes engañan conscientemente al abogado. Esa (inconcebible) actitud es muy común, aunque no parezca. Y no es que los clientes sean manipuladores (aunque los hay). Puede ocurrir que se sientan avergonzados o que tengan dificultad en hablar de un asunto privado. En esos casos, el abogado debe obligatoriamente motivar al cliente a ser franco y lo más conveniente es explicarle por qué la verdad es lo mejor para la defensa, dándole simultáneamente todas las seguridades de lealtad y confidencialidad. Sin embargo, cuando el engaño es sustancial y el abogado percibe que la actitud del cliente no cambiará, lo mejor es terminar la relación, porque la defensa no prosperará.

5.2.16. Algunos consejos para mejorar la técnica de adquisición de información

- a) Al iniciar la entrevista, es conveniente invitar al cliente a hablar: “Dígame...”, “me gustaría saber”, “por favor, continúe”, de manera que sea el cliente quien lidere la entrevista.
- b) Usar un lenguaje corporal afable, cercano y simpático, como sonrisas o gestos (sinceros, ¡nunca falsos!), que permitan al cliente continuar hablando con suficiente sensación de comodidad.
- c) Transmitir seguridad.

- d) Hablar natural y sinceramente.
- e) Crear cercanía (no “escondarse” detrás del escritorio).
- f) No hacer alocuciones muy prolongadas, tratando que no pase demasiado tiempo para que el cliente pueda hablar.
- g) Estar alerta a las omisiones o evasiones de la misma manera como se está alerta a las afirmaciones.
- h) Resumir lo relatado por el cliente cada cierto tiempo, para verificar si se ha entendido lo que dijo, alentándolo a hacer rectificaciones si se ha equivocado y a corregir malos entendidos, con mucha cordialidad y naturalidad.
- i) No tener temor al silencio ni tratar de llenar vacíos. A veces el silencio es útil para permitir al cliente elaborar sus ideas. Si se llenan vacíos con preguntas marginales, el cliente perderá la oportunidad de elaborar sus propias ideas sobre el caso, porque se sentirá presionado a contestar.
- j) No iniciar la entrevista con preguntas de *file* (nombre, dirección, teléfono). Esas preguntas deben dejarse para el final, porque lo que normalmente quiere el cliente es hablar de su problema lo más pronto posible.
- k) Puede recurrirse a preguntas de profundización si el abogado requiere más información sobre un punto. Por ejemplo: ¿por qué dice usted eso? o ¿cuándo sucedió?, son formas de profundizar sin tener que recurrir a preguntas cerradas. Una buena técnica de obtener información es la de utilizar ciertas palabras “clave” utilizadas por el cliente. Así, si el cliente sostiene que su hermano lo “estafó”, el abogado, aunque sepa que la conducta descrita no califica jurídicamente como estafa, puede preguntar: ¿y esa estafa, en qué consistió exactamente? Esa es una manera de afianzar el vínculo con el cliente, permitiendo que sienta que el abogado lo está escuchando de manera empática.

También son útiles las preguntas reflexivas ¿qué sintió usted? o las preguntas hipotéticas ¿cómo se hubiese sentido?

5.3. El resumen de los hechos

Este es otro momento importantísimo de las entrevistas, que muchos abogados suelen olvidar, sea por cansancio (suyo o del cliente) o porque sienten que han entendido el caso suficientemente bien. No obstante, los abogados no deben olvidar de hacerlo, porque este es el momento en que la información, tal como ha sido percibida por el abogado, es cotejada con el cliente, quien tiene oportunidad de confirmar, aclarar, corregir o negar los hechos y/o supuestos. Y, para tomar una decisión, es necesario que el abogado esté seguro de haber entendido el caso.

Pero, hay otras ventajas más. Es la oportunidad para que el abogado pueda memorizar aspectos esenciales del problema, para crear cercanía con el cliente, y para que este último pueda “mirar” su caso desde fuera y a través de un expositor desapasionado.

Pero, si el resumen no está bien hecho, puede desestimular al cliente a hacer aclaraciones o correcciones. Así, cuando el resumen es pomposo, oscuro, enredado o cuando contiene exceso de jerga legal, lo más probable es que el cliente no entienda bien y pierda concentración. Para estimular la participación del cliente, entonces, el abogado debe exponer su percepción ordenadamente y utilizar un lenguaje claro y sencillo, provocando una pausa al terminar que sea lo suficientemente larga como para que el cliente pueda ordenar sus ideas y responder.

5.4. El consejo

Esta etapa de la entrevista es, tal vez, la más difícil, porque a diferencia de las etapas anteriores, en el momento del consejo, el abogado adquiere un rol protagónico, pasando de “escucha activo”, a “asesor” o “consejero”, inevitablemente “evaluado” por el cliente. Tan difícil es ese momento, que algunas investigaciones sobre el tema indican que el consejo es un momento muy mal manejado por los abogados¹⁰.

¹⁰ Sherr, cita una investigación sobre la calidad del consejo legal, que llega a resultados muy poco alentadores: el 45% de los encuestados señaló que el abogado les dio un mal consejo y/o fijó un plan de acción inadecuado; el 59% indicó que el abogado no constató que el cliente hubiera entendido y el 67% señaló que falló en establecer contacto futuro con el cliente. En: AVROM, Sherr. “Lawyering Skills and the legal process”. p.162.

5.4.1. ¿Por qué es tan difícil el consejo?

- a) Porque mientras va resolviendo mentalmente el caso, el abogado debe “traducir” los términos y conceptos legales al lenguaje lego.
- b) Porque es el momento en que el abogado “pone a prueba” su conocimiento de la materia. Y puede ocurrir que no la conoce suficientemente o que la ha olvidado, y eso va en desmedro de la calidad del consejo y, en general, de la entrevista.
- c) Porque el tema consultado puede ser muy complejo y el abogado que no responde de inmediato, corre el riesgo de dar la impresión de incompetencia.
- d) Porque es el momento en que el abogado debe poner a prueba su dominio de la situación: seguridad, credibilidad, transmisión de confianza, empatía, etcétera.
- e) Porque el abogado debe incorporar en el análisis aspectos legales y no legales del tema (costo-beneficio, riesgo de perder, peligro de agudización del conflicto, etcétera).
- f) Porque es posible que la solución del problema esté en los aspectos no legales (por ejemplo, antes que demandar, ser más afable con el socio, rendir cuentas de manera más ordenada o corregir aspectos administrativos de la empresa).

5.4.2. ¿Qué factores tomar en cuenta al dar el consejo?

Eso depende de cada caso, pero en general, los factores a considerar son de dos órdenes: legales y extralegales.

Los **factores legales** tienen que ver con el análisis jurídico, tanto sustantivo (por ejemplo, responsabilidad civil) como procesal (por ejemplo, prescripción, abandono); con el análisis a partir de otras disciplinas (tributaria o laboral); con la evaluación de la conveniencia de un juicio o de una negociación; con el análisis de la posibilidad del arbitraje; la posibilidad de un futuro litigio; la existencia o no de garantías; etcétera.

Los **factores no legales** implican por su parte, determinar si el cliente está dispuesto a asumir el esfuerzo y la fatiga que puede significarle el caso, si puede soportar financieramente el costo del proceso, si el monto en disputa lo justifica, si se

necesita la asistencia de otro profesional (un ingeniero o un psiquiatra), si el litigio complica ciertos aspectos prácticos (¿mudarse o no mudarse?); así como los riesgos de los posibles cursos de acción bajo el esquema costo-beneficio. Si esos factores no son tomados en cuenta, es muy posible que el consejo del abogado haga más mal que bien. Finalmente, no es suficiente con presentarle al cliente un rango de alternativas, sino que es preciso evaluar cada una de ellas, conjuntamente con el cliente.

Lo normal es que el abogado esté influenciado por su propia manera de ver las cosas (por ejemplo, opiniones políticas o personales). Lo importante es estar alerta, evitando dichas interferencias. La política de la firma de abogados influirá también en el consejo legal (especialización, estilo, tipo de cliente, etcétera).

El abogado debe determinar e implantar lo siguiente:

- a) Si los hechos se adecuan o no a la ley.
- b) Los méritos y otros aspectos del caso.
- c) Los elementos que tienen que ser demostrados.
- d) Las opciones legales y las opciones no legales.
- e) Los riesgos que envuelve el procedimiento.
- f) Los costos.
- g) Los detalles del servicio que le puede proporcionar.
- h) Los mecanismos para establecer contacto futuro.
- i) Lo que sigue, y un cronograma tentativo.
- j) Lo que el cliente debe hacer de inmediato (por ejemplo, tomar ciertas medidas).

5.4.3. ¿Cuándo “está listo” el abogado para dar el consejo legal?

Como he adelantado, mientras el cliente relata su historia al abogado, éste va adecuando los hechos al marco legal que conoce: negligencia, incumplimiento de contrato, etcétera. Una vez que cuente con una versión de los hechos lo más completa posible, estará listo para dar opinión legal preliminar o su primera impresión sobre el asunto. En muchas situaciones, el abogado no estará preparado para una verdadera estimación del caso, pues puede requerir información adicional (testigos, reportes, declaraciones, médicos, etcétera) o considera necesario investigar

en ciertos aspectos legales con mayor detalle. Eso es perfectamente legítimo y es preferible hacerlo, si la respuesta es particularmente difícil. Existen, sin embargo, situaciones en las que el abogado debería estar capacitado para dar consejo legal, sobre todo si se trata de un asunto sencillo o rutinario.

5.4.4. El consejo debe enfocarse en las metas del cliente

El abogado no debe asumir que conoce las metas del cliente. Como he indicado, a veces los clientes no son capaces de establecer cuáles son sus metas. Otras veces saben lo que quieren, pero quieren cosas contradictorias (en un caso, un cliente quería entregar el control a su socio, pero permanecer en control). El abogado debe saber orientar al cliente en la precisión de sus metas, y si tiene varias, *rankearlas*. El abogado debe saber también que existen clientes con aversión al riesgo, y que en esos casos, lo mejor es recomendar soluciones conservadoras.

5.4.5. Las potenciales soluciones

Las soluciones no están en los libros de Derecho, porque no sólo provienen de los conocimientos del abogado, sino del buen juicio, del sentido común y de la comprensión del negocio del cliente. El cliente aspira a obtener soluciones prácticas (no teóricas) y por eso, el abogado no debe limitarse a señalar cómo afecta la ley a su cliente, sino encontrar soluciones prácticas que apunten al logro de las metas del cliente.

Todas las soluciones se basan en predicciones. En general, no conviene mostrarse demasiado optimista ni pesimista. Tampoco debe asegurarse éxito en porcentajes (¿usted tiene el 80% de probabilidades de ganar!), porque son fórmulas imprecisas (¿Cuál es la diferencia entre 60% de probabilidad de ganar y 55%?). Asimismo, las predicciones no son únicamente legales, sino de todo tipo ("X" no podrá mantenerse en este litigio por falta de "oxígeno" o ese acto puede tener el efecto de apartar a su esposo). Finalmente, es importante tener en cuenta que cuando el abogado hace buenas predicciones, se gana el respeto de su cliente. Por eso, las predicciones deben hacerse en lo posible sobre la base de ciertos supuestos que el

abogado debe hacer explícitos (si el tipo de cambio permanece, entonces...).

Ocurre frecuentemente que el abogado tiene que hacer una predicción sin tener los elementos fácticos y/o jurídicos en la mano. En esos casos, lo conveniente es establecer claramente lo que se conoce y lo que no se conoce, pero que puede tener influencia en el caso y plantearlo de esa manera. A veces, la predicción es correcta en el momento en que se hace, pero los hechos cambian sorpresivamente y la predicción no se cumple. Por eso, es necesario explicar al cliente cuáles son las variables que podrían modificar la predicción (e ir las modificando en la medida que las circunstancias cambien).

La predicción debe ser franca, aunque se trate de malas noticias. Debe también ser desinteresada, es decir, tomada exclusivamente en función del caso y no del interés del abogado (no recomendar ir a juicio cuando se puede saber de antemano que se perderá). Asimismo, es recomendable poner las predicciones por escrito y justificarlas. Eso permite en el futuro, revisar los errores o malentendidos.

Krieger y Neumann señalan que cuando el abogado "*rankea*" las posibles soluciones, puede identificar hasta cinco escenarios de probabilidad (y no sólo dos): (i) la mejor alternativa posible; (ii) la más verosímil; (iii) la más factible; (iv) la menos verosímil; y, (v) la menos factible. Para establecer este "*ranqueo*", lo que se hace es determinar cómo pensaría el juez, el árbitro, la autoridad competente o la contraparte. Es importante advertir al cliente que se trata de un rango de probabilidades y que no hay seguridad en el resultado. Es igualmente importante tener en cuenta que, como decía Lewellyn, "los derechos que no pueden ser ejecutados son inútiles; son trampas de demora, gastos y dolores de cabeza"¹¹, algunos abogados suelen resolver el problema jurídico, pero no dar salidas prácticas al asunto. Por eso repetimos, **las soluciones deben ser prácticas** y requieren que el abogado sepa calcular los costos de transacción; es decir, cuánto le cuesta al cliente tomar una determinada opción; calcular los efectos colaterales y no sólo los directos, y aceptar que el cliente puede preferir ser generoso antes que pretender la máxima

¹¹ LEWELLYN, Kart. Citado por KRIEGER, Stefan H. y Richard, NEUMANN K. Op. cit. p. 236.

ganancia. Y, para eso, el abogado debe tener capacidad de manejar “números”.

Krieger y Neumann¹² han listado los efectos colaterales de un caso que el abogado debe considerar al dar el consejo: pueden romperse relaciones que el cliente considera importantes (la familia política en un divorcio), la contraparte podría aludir a asuntos que el cliente no está dispuesto a darlos a conocer (pueden crearse disturbios), puede ocurrir que el cliente sufra un mayor daño al ya sufrido. Asimismo, dichos autores enfatizan la necesidad de establecer cuánta es la tolerancia del cliente al riesgo y hacer la recomendación en función de la misma.

5.4.6. Otra información importante: los honorarios y los posibles costos del proceso

En algún momento de la entrevista, el abogado deberá informar al cliente sobre los servicios que presta el estudio, así como de los estándares del mismo (forma de contactar al abogado, la regularidad de la provisión de información sobre el progreso del caso, y cuán rápidamente sus preguntas serán atendidas). Esa información deberá incluir, **necesariamente, los costos del mismo, incluyendo los honorarios**. Dicha información es importante, porque cumple un rol esencial en la decisión del cliente sobre el curso de acción a tomar.

Hay puntos de vista distintos sobre la información de costos y honorarios. Algunos consideran que el abogado debe dar la información al comienzo de la entrevista, otros al final. Lo recomendable es siempre ser flexible. Pero, si la primera entrevista será facturada al cliente (eso no es siempre así) éste debe conocer al iniciarse dicha entrevista, cuál será el costo de la misma, de manera que esté en capacidad de decidir si continúa o no.

Se considera de buena práctica que los honorarios de los abogados sean confirmados al cliente por escrito, una vez que han sido instruidos por éste a actuar. Pero lo importante es que los clientes estén claramente informados, de manera que puedan hacer todas las preguntas y aclarar cualquier malentendido.

Pero, además de los honorarios, el abogado debe informar a su cliente sobre otros posibles costos

o pérdidas, como son la existencia de costas en el caso de perder el juicio, la posibilidad de ganar parcialmente la controversia o –lo que ocurre con mucha frecuencia– la imposibilidad o dificultad de cobrar a la contraparte, aún si se gana el juicio.

5.4.7. “Consejo de un conejo”

Algunos autores, en especial Krieger y Neumann, han listado algunos *tips* al asesorar, a los cuales me permito añadir unos cuantos más, producto de mi experiencia:

- a) Ser respetuoso con el cliente.
- b) Ser honesto, poniendo siempre el interés del cliente por delante.
- c) Explicarle todas las consecuencias o implicancias del caso, tanto positivas como negativas, pues está demostrado que los clientes prefieren tener la mayor información sobre el asunto.
- d) Usar palabras sencillas al hacer la explicación, evitando legalismos, latinismos o expresiones oscuras.
- e) Ser capaz de “traducir” el lenguaje legal al coloquial.
- f) Ser claro, para lo cual es importante prepararse de antemano.
- g) Ser consciente que los momentos de mayor recordación son el comienzo y el final de la entrevista, por lo que es necesario que lo verdaderamente importante sea dicho (o repetido) en uno de esos momentos.
- h) Ser paciente e ignorar las propias necesidades (por ejemplo, estar apurado).
- i) Explicar las posibles opciones en forma neutral, esperando que el cliente le pida ayuda para elegir la opción más conveniente.
- j) Ser empático, evitando la hipocresía y la falsa sinceridad.
- k) Abordar todos los hechos, aun los más difíciles. No ser optimista si no se puede.
- l) Abordar el posible riesgo.

- m) Abordar el tema de costos (incluyendo los honorarios del abogado).
- n) Ser flexible en el sentido de no mantener un esquema rígido de entrevista (por ejemplo, si el abogado percibe que el cliente no corre ningún peligro, lo mejor es interrumpirlo y decírselo de inmediato).

5.4.8. Lo que debe evitarse: los tres malos consejos

Los autores coinciden en que hay tres errores típicos al dar asesoría legal:

- a) Dar un consejo legalmente equivocado (se puede construir sin restricción de altura, cuando eso no es posible). Si el abogado no tiene la respuesta correcta en ese momento, debe encontrar la manera de explicárselo al cliente, evitando proyectar una imagen de incompetencia. Así y todo, es preferible abstenerse antes que decir algo que –se calcula– puede estar equivocado. Debe tenerse en cuenta que no todos los clientes son reacios a que el abogado no responda al instante, que algunos clientes aprecian la franqueza y que –lo más importante– no todos los casos permiten una respuesta inmediata pues hay temas que deben ser estudiados o meditados (un planteamiento jurídico sofisticado o complejo no puede elaborarse al momento).
- b) Dar un consejo que el cliente no logra entender. Esto es fundamental en los casos en que el abogado espera que el cliente actúe de una cierta manera. Para eso y como se adelantó (i) debe usarse un lenguaje entendible por el cliente; (ii) el consejo debe ser dado de manera estructurada (decir sobre qué se dará la recomendación, dar la recomendación y resumir); (iii) debe confirmarse el consejo con el cliente. Este último paso es importantísimo y es muy frecuente que los abogados lo olviden. El abogado debe ser igualmente claro en señalar que algunas de las opciones planteadas pueden estar sujetas a obtener mayor información o a una mayor investigación legal. Ello con la finalidad de no crear falsas expectativas a los clientes.
- c) Dar un consejo que el cliente no quiere recibir. No se trata de abstenerse de darle malas noticias ni de ocultar algo que es importante que el cliente sepa, aunque le disguste. Esa es parte del trabajo. Lo que debe evitarse es por ejemplo, anteponer los objetivos del abogado a los del cliente, asumir el modelo

autoritario, que pone al abogado en total control de la situación, sin intervención del cliente o insistir en una línea de acción que el cliente rechaza (incluso irracionalmente). Así y todo, muchos abogados priorizan su propia agenda y objetivos, ignorando o poniendo en segundo lugar el problema del cliente. Es entonces importantísimo que el cliente conozca todas las opciones de acción y que tenga la oportunidad de elegir con total libertad alguna de ellas.

5.4.9. El diseño de un plan de acción y el acuerdo de implantarlo

En cualquier situación hay, generalmente, más de un curso de acción posible. El rol del abogado consiste en ayudar al cliente a decidir el curso de acción que mejor se acomode a sus objetivos. Eso significa que debe tener claro cuáles son las alternativas disponibles a partir de la información que el cliente le ha dado.

Un problema muy frecuente es que los intereses del cliente son contradictorios. Así por ejemplo, en la consulta formulada por una sociedad, el interés de los directores puede no ser el mismo que el de los accionistas. En esos casos, el rol del abogado es muy delicado, porque tiene que optar por la mejor solución para la sociedad, tratando en lo posible de conciliar ambos intereses.

No tiene sentido aconsejar al cliente sin establecer un plan de acción, siquiera preliminar. El cliente debe saber lo que el abogado pretende hacer como siguiente paso. Este plan puede consistir en profundizar la investigación para poder dar un consejo completo, enviar una carta, contactar a una persona, averiguar sobre el estado de un expediente, etcétera. Puede apuntarse también a que el cliente reconsidere su posición a la luz del consejo dado. Como sea, **lo importante es que abogado y el cliente compartan la información y decidan en conjunto** las acciones a ser tomadas.

La participación del cliente en la toma de decisión es esencial. Tanto, que ha adquirido categoría de doctrina: la doctrina del “Consentimiento Informado”, según la cual, si el cliente se verá involucrado en un tema que significa costos, tiempo, riesgos e incertidumbre, debe estar **completamente informado sobre todos los aspectos del caso**.

5.4.10. La confirmación de que el cliente ha entendido y los siguientes pasos

Según el modelo participativo (que, *versus* el modelo autoritario, propone la participación intensiva

del cliente), el abogado debe obtener el consentimiento del cliente sobre los próximos pasos a ser tomados. El cliente debe conocer y aceptar las posibles alternativas de acción y los costos que cada una implica. Y, para eso, el abogado debe conceder al cliente la posibilidad de hacer la mayor cantidad de preguntas. Puede incluso redactarse una nota o ayuda memoria sobre lo acordado. **El abogado debe siempre recordar que la decisión final es del cliente y no suya.**

5.4.11. El contacto futuro

Esto debe ser explícito, porque el buen impacto de la primera entrevista puede desvanecerse si el abogado no fija los mecanismos y tiempos del contacto futuro y dicho contacto se dilata o demora.

5.5. El final de la entrevista: la despedida

Lo primero que debe considerarse es cómo finalizar la entrevista. Mirar el reloj es un mecanismo si bien tenue, no recomendable, pues crea incomodidad. Es sabido que el cliente requiere algo de tiempo para “recuperarse”, por lo que el abogado debe ser paciente y abstenerse de terminar abruptamente. La determinación de un plan de acción puede dar la indicación de haber ingresado a la etapa final de la entrevista. También puede terminarse con algo de conversación sobre otros temas, aunque no debe ser forzado. Es también importante dar al cliente la oportunidad de decir algo que no logró decir a lo largo de la entrevista. Se señala en ese sentido, que la experiencia en entrevistas de médicos a pacientes, indica que los síntomas más importantes suelen aparecer en la segunda parte de la entrevista.

La entrevista debe ser terminada con cortesía. Señala Sherr que algunas investigaciones muestran que el final de la entrevista no es bien manejado por los abogados y reporta como malas entrevistas, casos tales como no pararse al terminar, no dar la mano al

cliente al despedirse, no acompañarlo hasta la puerta, etcétera, que son aspectos que tienen un impacto importante sobre el cliente, porque dan la impresión de poco interés del abogado en el caso.

En conclusión, al terminar la entrevista, el cliente debe haber suministrado al abogado toda la información relevante, y el abogado debe haber podido darle un consejo (generalmente preliminar) referido a sus opciones legales y no legales, costos, riesgos y/o nivel de servicio que pueden esperar del estudio. Lo más importante al terminar una entrevista es lo siguiente:

- a) Confirmar que el cliente tiene la intención de contratar los servicios del abogado y que entiende el curso de acción que debe ser tomado.
- b) Confirmar que el cliente conoce los costos y riesgos involucrados.
- c) Confirmar que el cliente sabe cómo contactar al abogado o a uno de sus colegas del estudio.
- d) Confirmar que el cliente sabe lo que le corresponde hacer y el momento en que debe actuar.
- e) Explicar al cliente que recibirá una nota-resumen de los aspectos consultados/recomendados en los próximos días.
- f) Chequear que el cliente no tenga preguntas adicionales que hacer.

6. RESUMIENDO LO APRENDIDO

Para finalizar, dos tablas con consejos sobre qué hacer y qué no hacer, y una adicional sobre las tareas que corresponden ser ejecutadas por el abogado durante la entrevista.

¿Qué hacer y qué no hacer?

Qué hacer al entrevistar	Qué no hacer al entrevistar
Usar al comienzo preguntas abiertas e invitación a hablar.	Ser un interrogador desde el comienzo.
Usar la técnica del embudo para obtener detalles.	Romper el silencio.
Escuchar activamente para encontrar hechos, sentimientos y agendas escondidas.	Asumir que se sabe en qué consiste el problema sin tener toda la información.

Resumir y reflexionar sobre lo que se ha escuchado.	Ignorar los sentimientos del cliente.
Ser consciente que el cliente puede tener emociones fuertes y que está listo a evidenciarlas e incluso a discutir las.	Tratar de cumplir <i>checklists</i> detallados.

Qué hacer al aconsejar	Qué no hacer al aconsejar
Plantear todas las opciones posibles al cliente cuando exista suficiente información.	Asumir que el abogado tiene toda la información en la primera entrevista.
Dar información clara sobre costos.	Tomar las decisiones en lugar del cliente.
Dar información clara sobre los estándares del servicio.	
Desarrollar la habilidad de explicar temas legales en lenguaje sencillo a clientes legos.	
Asegurarse que las explicaciones legales se adecuan a las metas del cliente.	

Las trece tareas de Sherr

	1. Saludar, tomar asiento y presentarse.
En la escucha	2. Provocar el relato con preguntas abiertas. 3. Escuchar atentamente la historia en palabras del cliente. 4. Preguntar sobre hechos para detectar vacíos o ambigüedades o para más profundidad, conocimiento del contexto e importancia.
En el interrogatorio	5. Resumir, haciendo un recuento de cómo se han entendido los hechos, esperando ampliaciones o correcciones del cliente. 6. Tomar notas. 7. Dar el consejo o establecer el plan de acción, incluyendo el tema de fondos. 8. Repetir el consejo o plan de acción y pedir la conformidad de los mismos al cliente.
Al aconsejar	9. Hacer un recuento del seguimiento de las tareas que debe realizar el cliente. 10. Hacer un recuento del trabajo que corresponde al abogado. 11. Establecer la fecha del próximo contacto. 12. Preguntar si hay algo más y responder. 13. Finalizar y despedirse.

...Y SE HIZO LA LUZ...

**UNA SOLUCIÓN AL PROBLEMA DEL ACCESO A LA JUSTICIA: LA
DECLARACIÓN DE TRABAJO PRO BONO PARA EL CONTINENTE
AMERICANO Y SU IMPLEMENTACIÓN**

Todd Crider

Socio de la firma neoyorquina Simpson Thacher & Bartlet LLP. Miembro activo de The New York City Bar Association, donde preside el comité del Cyrus R. Vance Center of International Justice Initiatives, y miembro del Inter-American Affairs Committee. Miembro del comité redactor de la Declaración Pro Bono para el Continente Americano.

Paula Samper Salazar

Socia del Estudio Gómez-Pinzón, Linares, Samper, Suárez, Villamil de Bogotá, Colombia. Miembro fundadora del programa Servicios Jurídicos no Remunerados. Miembro del comité redactor de la Declaración Pro Bono para el Continente Americano.

Javier de Belaunde L. de R.

Socio del Estudio Luis Echeopar García de Lima, Perú. Miembro del comité redactor de la Declaración Pro Bono para el Continente Americano.

Juan Pablo Olmedo Bustos

Socio de la firma Colombara & Olmedo Abogados en Santiago de Chile. Miembro del directorio de Fundación Pro Bono y actual presidente de la Fundación Pro Acceso.

Martín Zapiola Guerrico

Socio de la firma Zapiola Guerrico & Asociados de Buenos Aires, Argentina. Presidente de las comisiones pro bono y trabajo de interés público del Colegio de Abogados de la ciudad de Buenos Aires. Miembro de la Association Internationale du Droit des Assurances y de Insurance Lawyers Club.

Nuestra región aqueja un problema medular muy común a los países en vía de desarrollo, donde la indiferencia y los dramas sociales son el pan de cada día: el limitado acceso a la justicia por parte de los sectores más necesitados.

Concientes de que un tema como éste produce indubitadamente un resquebrajamiento social, los principales actores del mundo legal (estudios de abogados, universidades, colegios de abogados y las ONG), guiados por un selecto grupo de abogados de toda América, han comenzado a difundir la campaña más grande jamás realizada para combatir la pobreza legal: la implementación de una red de trabajo *pro bono* eficiente.

Para ello, han recorrido Latinoamérica y, en su estancia en Perú, THEMIS tuvo la oportunidad de unirse a tan importante labor social, colaborando con The Cyrus Vance Center for International Justice Iniciatives de Nueva York y el IDEHPUCP en un seminario realizado el pasado 31 de enero de 2007 sobre el trabajo *pro bono* y la presentación preliminar de la Declaración *Pro bono* para el Continente Americano.

A continuación, el lector podrá apreciar la última versión de la mencionada declaración, para luego valorar las opiniones y proyectos de los especialistas involucrados en ella.

"DECLARACIÓN DE TRABAJO PRO BONO PARA EL CONTINENTE AMERICANO"¹

CONSIDERANDO que el acceso a la justicia, en todas sus modalidades, y a la asesoría legal son esenciales para las sociedades democráticas;

CONSIDERANDO que los recursos estatales y los de las entidades no gubernamentales son insuficientes para atender las necesidades legales básicas de personas pobres, en situación de vulnerabilidad social, o marginadas, las que con frecuencia quedan sin solución;

CONSIDERANDO que, en consecuencia, no todos los miembros de la sociedad tienen un adecuado acceso a la justicia ni asistencia legal efectiva, y

esto es especialmente cierto para personas o comunidades menos privilegiadas de la sociedad;

CONSIDERANDO que la falta de acceso a la justicia y de asistencia legal socava la confianza del público en las instituciones gubernamentales, en la justicia y en la democracia;

CONSIDERANDO que la profesión legal tiene un rol privilegiado y está posicionada de manera única en materia de acceso a la justicia y tiene la responsabilidad, los medios y la oportunidad de promover un sistema legal justo y equitativo, así como el respeto por los derechos humanos y constitucionales en colaboración con el estado, el poder judicial y las organizaciones no gubernamentales;

CONSIDERANDO que existen tradiciones a lo largo del continente americano y nuevos esfuerzos en varios países, incluyendo colaboración entre asociaciones o colegios de abogados, firmas de abogados privadas o de interés público, facultades de derecho, fundaciones, entidades gubernamentales y organizaciones no gubernamentales, para proveer soluciones a estas necesidades legales;

CONSIDERANDO que un movimiento concertado a lo largo del continente americano para promover el acceso a la justicia a través del trabajo *pro bono* fortalecería el compromiso de la profesión legal con la democracia y el servicio público;

NOSOTROS, los abajo firmantes, declaramos solemnemente nuestro compromiso con el trabajo *pro bono*, manifestando lo siguiente:

Los abogados tienen la responsabilidad de prestar servicios legales *pro bono*. Esta responsabilidad se deriva de la función de la profesión en la sociedad, y de su compromiso implícito con un sistema legal justo y equitativo.

Pro bono se deriva de la frase latina "Pro bono público", que se refiere a acciones realizadas "por el bien público".

Para los propósitos de esta Declaración, *pro bono* significa prestar servicios legales gratuitamente o

¹ El presente texto ha sido aprobado en abril de 2007 por el comité de redactores internacional integrado por los juristas Horacio Bernardes Neto (Brasil), Juan E. Cambiaso (Argentina), Antonio Corrêa Meyer (Brasil), Todd Crider (Nueva York, Estados Unidos), Javier de Belaunde López de Romaña (Perú), Daniel Grunfeld (Los Angeles, Estados Unidos), Guillermo Morales (Chile), Paula Samper Salazar (Colombia) y Claus Werner Von Wobeser (México); quienes recolectaron valiosas sugerencias y propuestas de la comunidad legal de cada uno de sus países, durante los últimos dos años, a efectos de elaborar dicho documento. No obstante, dejamos a salvo la existencia de posibles modificatorias en el texto de la Declaración antes de su toma de efectividad, proyectada para finales del presente año.

sin la expectativa de recibir pago, y que benefician principalmente a personas o comunidades pobres o menos privilegiadas y a las organizaciones que los asisten. Estos pueden incluir la representación y asesoría de personas, comunidades u organizaciones en temas de interés público, que de otra manera no las obtendrían de una manera efectiva. Además, los servicios legales pro bono también pueden beneficiar a instituciones cívicas, culturales y educativas que sirvan al interés público y que de otra manera tampoco obtendrían representación y asesoría efectiva.

Los servicios legales pro bono deben ser prestados con la misma calidad profesional con que se prestan los servicios remunerados y en cumplimiento de las normas y estándares éticos aplicables.

La efectiva prestación de servicios legales pro bono requiere de cooperación entre diversos actores de la comunidad legal – incluyendo colegios de abogados, firmas de abogados, facultades de derecho, fundaciones, entidades gubernamentales y entidades no gubernamentales.

NOSOTROS, los abajo firmantes, en concordancia con nuestro respectivo rol dentro de la profesión legal, nos comprometemos a:

Realizar acciones concretas tendientes a mejorar la representación y asesoría legal efectiva para personas o comunidades pobres, en situación de vulnerabilidad social, o marginadas;

Potenciar un amplio y efectivo acceso a la justicia en todas sus modalidades y a la asistencia legal efectiva para las personas o comunidades que no lo tienen;

Aportar anualmente un mínimo de 20 horas o tres días de servicios legales pro bono por abogado individual, o en promedio en el caso de firmas, instituciones o grupos de abogados. Este aporte mínimo se deberá alcanzar dentro del tercer aniversario de firmada esta Declaración;

Fortalecer el compromiso de la profesión a la provisión y expansión de servicios legales pro bono enfatizando su importancia y su práctica en la educación legal;

Apoyar la constitución, desarrollo y funcionamiento de organizaciones no gubernamentales dedicadas a la prestación de servicios legales en interés público; y

Propugnar y promover entre los abogados el reconocimiento y la promoción de los servicios

legales pro bono como parte integral de los estándares y obligaciones éticos de la profesión.

Esta Declaración no pretende modificar o derogar ninguna legislación, resolución o código de ética existente en alguna jurisdicción, firma o institución que establezca un régimen más favorable a la prestación de servicios legales pro bono”.

1. ¿Cómo surgió la relación entre The Cyrus Vance Center for Internacional Justice Iniciatives y las entidades o personalidades dedicadas al trabajo *pro bono* en los distintos países de Latinoamérica?

CRIDER: Desde el año 2000, abogados de diferentes países en Latinoamérica vienen desarrollando una red de *pro bono*, en la cual existe un mutuo apoyo para facilitar el desarrollo de una ética de mayor servicio público en la profesión. Esta red se ha ido formando con la ayuda de muchos actores, incluyendo socios y asociados de importantes estudios, profesores de las facultades de Derecho, las ONG y colegios de abogados. El Cyrus Vance Center está afiliado al Colegio de Abogados de la ciudad de Nueva York (“New York City Bar”), y tiene como fin apoyar iniciativas en las cuales abogados promueven el bienestar público así como valores de la democracia. En este caso, el Cyrus Vance Center ha servido como centro de logística y coordinación, organizando una serie de conferencias para vincular a este grupo de abogados. Tras el esfuerzo e impulso de estos abogados en diferentes países, concientes de la necesidad de mejorar la ayuda legal en Latinoamérica, nace La Declaración Pro Bono para el Continente Americano (en adelante, “PBDA”). La PBDA tiene como propósito definir la naturaleza de la responsabilidad de la profesión para así mejorar el acceso a la justicia y, nosotros creemos, el desarrollo económico y social de nuestros países.

SAMPER: El Cyrus Vance Center viene monitoreando las iniciativas de trabajo *pro bono* en América Latina desde el año 2000, identificando en los distintos países a quiénes lo promueven, a las entidades públicas o privadas que lo venían haciendo en cada país. Luego, en el 2005, convocaron a una cumbre en Nueva York, a la cual asistimos abogados de todos los países de la región, y de la cual salimos con el compromiso de darle un impulso a todas esas iniciativas y gestionar otras nuevas en los países que estaban menos avanzados en el área.

2. La labor que puedan cumplir los distintos agentes ligados al Derecho es sumamente importante para la perduración del proyecto. En ese sentido: ¿Cómo es que este proyecto se viene implementando en su país, de acuerdo a su particular realidad económico-social? ¿De qué manera colaborarán entidades como los estudios de abogados, universidades, las ONG y colegios de abogados? ¿Qué experiencias extranjeras podrían rescatarse y traerse al Perú?

SAMPER: En efecto, la única forma en que este proyecto puede perdurar es con el compromiso de los abogados, en especial de aquellos que están en la práctica privada, donde se viene generando conocimiento y experiencia en todas las áreas del derecho. Sin embargo, usted se sorprendería al ver el interés que tenemos los abogados en trabajar *pro bono*, en especial las nuevas generaciones de abogados, que no quieren perder algo de ese “idealismo” con el que uno estudia la carrera.

En Colombia, estamos tratando de impulsar dos o más iniciativas de entidades o asociaciones, o grupos de abogados, que coordinen el trabajo *pro bono*, de tal manera que se pueda hacer en forma ordenada, articulada.

Por ejemplo, en el campo latinoamericano, llama la atención el ejemplo de la fundación *Pro Bono* de Chile, o el Colegio de Abogados de la ciudad de Buenos Aires, en donde se encargan de buscar los temas de interés, organizar a los abogados, buscar sus intereses especiales, repartir el trabajo, etcétera. Estoy segura de que una iniciativa similar en Perú sería exitosa.

DE BELAUNDE: El proyecto en torno a la PBDA surge como un primer esfuerzo en la región para conformar un comité de redactores encargado de elaborar y difundir un documento que sirva de base para formar alianzas y compromisos tendientes a facilitar el acceso a las personas menos favorecidas de nuestras sociedades en el sistema de justicia. Sin duda, estas alianzas deben ser plurales y buscar la participación de todos los actores del sistema justicia, desde abogados, jueces, profesores y estudiantes hasta aquellos actores de la sociedad comprometidos con atender las necesidades legales básicas de personas en situación de vulnerabilidad social o marginación, como determinadas organizaciones sociales.

Con esta finalidad, a lo largo de los dos últimos años se han realizado presentaciones y reuniones de trabajo en diversos países de la región a efectos de recoger comentarios y sugerencias sobre el texto de la PBDA. En Perú, en colaboración con el Vance Center y el IDEHPUCP, se presentó, a fines de enero de este año, el proyecto de la PBDA a los líderes de la profesión en nuestro medio, a actores del sector público y la sociedad civil; el cual fue precedido de un evento abierto al público para debatir en torno al trabajo *pro bono* y conocer la experiencia extranjera sobre el mismo.

Ahora bien, a efectos de implementar una práctica de trabajo *pro bono* estructurada en nuestro país es necesario, primero, diseñar y proponer una “cadena *pro bono*”, esto es, una red de relaciones entre los diferentes actores de la comunidad legal con el propósito de maximizar la eficiencia en el uso de los servicios legales disponibles y atender a la mayor cantidad de personas que no logran un real acceso a la justicia.

Por ello, de lo que se trata es de convocar a estudios de abogados, profesionales independientes y facultades de Derecho para que asuman casos *pro bono*. La captación, selección y consiguiente derivación de casos *pro bono* debería estar a cargo de aquellas organizaciones que se encuentran en contacto directo con las necesidades de las personas más necesitadas, como son las ONG, las clínicas legales, el colegio de abogados y la Defensoría del Pueblo. Finalmente, la cadena *pro bono* no estaría completa si no existiese un seguimiento y consecuente evaluación respecto del trabajo *pro bono*, para lo cual, hace falta diseñar un esquema de control simple y accesible para todos los involucrados. El seguimiento podría venir de un comité integrado por todos los miembros de la red *pro bono* o algún organismo neutro frente a los intereses de los estudios y las universidades.

Precisamente, porque no existe una fórmula perfecta ni un modelo extranjero a seguir, creo que somos nosotros mismos, los actores que apostemos por este cambio, quienes debemos encontrar un esquema funcional y acorde a la realidad que vivimos. Lo más importante, al final, es contar con una voluntad real de compromiso y creo que los diferentes actores de la profesión legal con los que hemos estado en contacto han mostrado un interés auténtico en participar de esta iniciativa.

OLMEDO: El proceso de incorporación de la práctica del *pro bono* al interior de una cultura

legal requiere necesariamente de la confluencia de varios factores y de la participación activa de los distintos actores de la profesión. Por lo menos así ha sido en la experiencia chilena, en la que, si bien todavía nos queda mucho camino por recorrer, podemos decir con satisfacción que en estos años de trabajo, Fundación *Pro Bono* ha logrado posicionar exitosamente el concepto del *pro bono* entre los abogados chilenos.

Lo anterior es fruto del esfuerzo de muchas personas e instituciones que creyeron en la iniciativa *pro bono*, y de la implementación de una estrategia que, sin estar exenta de errores, ha sido la más adecuada para ir motivando y seduciendo a los profesionales del derecho en esta cruzada.

La idea de crear en Chile una entidad sin fines de lucro que promoviera y organizara el voluntariado profesional de los abogados o trabajo *pro bono*, surge de la constatación de dos hechos:

- a) La fuerte voluntad de servicio público de muchos abogados cuyas potencialidades no estaban siendo aprovechadas puesto que no existía una entidad que canalizara estas inquietudes a través de un trabajo organizado, sistemático y de permanencia en el tiempo.
- b) La existencia de personas, grupos o sectores vulnerables que requerían de asistencia legal y/o judicial gratuita, y que no la están recibiendo por parte del Estado.

Ante esta situación, un grupo de abogados decide crear una entidad sin fines de lucro con la misión de contribuir a que personas, sectores o grupos vulnerables accedan a la justicia, a través del voluntariado profesional de los abogados o trabajo *pro bono*.

Con este fin viajan a Estados Unidos para conocer en terreno la experiencia *pro bono* norteamericana, y se contactan con numerosas entidades públicas y privadas que promueven y organizan el *pro bono* para aprender su metodología de trabajo y replicar este modelo de voluntariado profesional en Chile.

De esta manera, a fines del año 2000 se crea Fundación *Pro Bono*, entidad sin fines de lucro que facilita el encuentro entre la demanda de servicios legales y de calidad de quienes no pueden pagar por ellos, y la oferta de asesoría profesional voluntaria y gratuita brindada por los abogados *pro bono*.

Para cumplir sus objetivos, la Fundación crea y gestiona redes de abogados *pro bono* que prestan servicios legales gratuitos a personas de escasos recursos, de clase media empobrecida, y a sectores o grupos vulnerables, constituyéndose en un punto de encuentro entre prestadores y demandantes de asesoría *pro bono*.

Estas redes *pro bono* son el principal recurso de la Fundación ya que aportan el capital humano para desarrollar su misión. Actualmente están integradas por más de 50 estudios jurídicos y 250 abogados voluntarios que prestan servicios gratuitos en Santiago, Concepción y Antofagasta.

Para identificar la demanda *pro bono*, la Fundación desarrolla alianzas estratégicas y suscribe convenios de colaboración con entidades públicas y privadas que actúan como filtro de los casos que ameritan la intervención *pro bono* de los abogados, contribuyendo, de esta manera, en la selección de los casos que la fundación derivará a las redes *pro bono*, a través de su *clearing house*.

Desde su origen, la Fundación ha buscado insertar el *pro bono* entre los diversos actores de la profesión, entre los que destacan las facultades de Derecho, colegios de abogados, Poder Judicial, Ministerio de Justicia, entre otros. Para ello, la Fundación ha ido involucrando en sus actividades de extensión a todos estos actores, los mantiene permanentemente informados del desarrollo de la iniciativa *pro bono*, y ha desarrollado programas de trabajo *pro bono* específicos con algunos de ellos, como por ejemplo el convenio de colaboración suscrito el 2004 entre la Fundación, el Servicio Nacional de la Mujer (Ministerio) y el Colegio de Abogados de Chile, Asociación Gremial para brindar asesoría legal *pro bono* a mujeres víctimas de violencia intrafamiliar.

Un factor clave en el éxito de esta iniciativa ha sido contar con el apoyo de oficinas de abogados, colegios y entidades sin fines de lucro de países que cuentan con iniciativas *pro bono* más desarrolladas (Estados Unidos) o incipientes (Argentina, Brasil, México, Australia, Sudáfrica), ya que han permitido intercambiar experiencias y desarrollar actividades internacionales que han enriquecido nuestro proyecto local.

ZAPIOLA: Personalmente, creo que uno de los elementos esenciales para el éxito de un proyecto de trabajo *pro bono* es la forma en que se organiza y sistematiza todo el proceso de derivación y ejecución de tal trabajo. Este elemento, que los países sajones han perfeccionado en forma

significativa, es lo que claramente distingue al trabajo *pro bono* del esquema más individualista y de tinte “filantrópico” que ha primado en los países latinoamericanos con respecto al trabajo profesional gratuito.

En el caso de la Comisión de Trabajo *Pro Bono* del Colegio de Abogados de la ciudad de Buenos Aires, seguimos un modelo de actuación tipo *clearing house*, nuestra comisión simplemente pone en contacto a las personas u las ONG que necesitan asistencia legal *pro bono* con abogados o estudios jurídicos dispuestos a hacer tal trabajo. La relación profesional se establece entre el “cliente *pro bono*” –la persona u ONG que plantea el reclamo legal– y el “proveedor del servicio *pro bono*” –que es el estudio jurídico dispuesto a asumir el trabajo en forma gratuita.

Para cumplir esta función, resulta de gran utilidad que nuestra comisión actúe en el seno de un colegio de abogados, por cuanto el mismo tiene una relación natural y preexistente con los distintos profesionales del foro local.

Sin embargo, este esquema ha sido resuelto de forma distinta –e igualmente válida– en otros países de la región (Chile y Brasil) donde la organización que actúa como *clearing house* no es un colegio o asociación profesional sino una entidad sin fines de lucro creada específicamente para promover el trabajo *pro bono* entre los abogados. Creo que lo importante es que la entidad que actúe como *clearing house* sea reconocida por los abogados locales como una entidad con idoneidad ética y operativa para organizar los esquemas de derivación, y resolver los eventuales conflictos que puedan surgir tanto en la relación cliente/estudio cuanto en la relación de los estudios entre sí.

También son muy importantes los otros actores mencionados en la pregunta: las universidades cumplen una función muy importante en la formación de profesionales concientes de que tienen una obligación ética con su comunidad y que el trabajo *pro bono* es una forma especialmente apta de cumplir dicha obligación. El aporte de las universidades es crucial para el proceso de cambio cultural necesario para lograr la generalización del trabajo *pro bono*. Por otro lado, las ONG generalmente están más cerca de los distintos grupos comunitarios necesitados de asistencia legal gratuita y tienen un conocimiento específico de las distintas temáticas que normalmente generan necesidades de atención legal *pro bono* (discapacidad, microemprendimientos, educación, etcétera). En

nuestra experiencia, las ONG actúan como las principales generadoras de trabajo *pro bono* en cuestiones de interés público.

3. ¿Cuál es la percepción del problema del acceso a la justicia en su país? ¿A través de qué mecanismos se viene combatiendo y cuáles son las nuevas propuestas que han surgido con la PBDA?

SAMPER: En Colombia, el problema no es muy distinto de los otros países, tal vez con complejidades adicionales por nuestra situación de conflicto. Por ejemplo, recuerde usted que en Colombia estamos llevando a cabo un proceso de verdad, justicia y reparación con los grupos de autodefensa, y como comprenderá, el papel de la justicia será de vital importancia.

Lo que he notado en este corto tiempo que he venido estudiando el tema, es que hay muchos interesados, muchos recursos de cooperación internacionales, las ONG, entidades del gobierno, tratando de encontrar soluciones. El proceso de la declaración va a contribuir más en el tema de incentivar a los abogados privados.

DE BELAUNDE: La percepción central es que no todos tienen acceso al sistema de justicia, y lo segundo, es que aquellos que sí acceden a ella, la consideran deficiente por ser onerosa, lenta, en gran medida corrupta, y con demasiada frecuencia, impredecible, entre otras razones. Por tal motivo, la reforma del sistema de justicia es una prioridad fundamental que no debiera verse desplazada por las coyunturas políticas, como ha ocurrido en nuestro país. Pese a los esfuerzos aislados de llevar adelante una reforma en el sistema de justicia, ésta no se ha logrado de forma integral debido a que no ha existido una verdadera voluntad política que la haga posible.

Como se sabe, la Comisión Especial de la Reforma Integral de la Administración de Justicia (CERIAJUS), en la que estuvieron representados los diversos órganos vinculados a la administración de justicia y la sociedad civil, propuso la implementación de un conjunto de medidas para llevar a la práctica la reforma, de las cuales sólo pocas han sido llevadas a cabo. Se trata de una agenda pendiente. En lo relacionado a las barreras contra el acceso a la justicia, creo que no se ha dado cambio alguno.

En un contexto en el cual el Estado no lidera una reforma integral y efectiva del sistema de justicia, la propuesta de la PBDA consiste en una iniciativa

para replantear la responsabilidad social de nuestra profesión, con el propósito último de ayudar a aquellas personas que de otra manera no podrían contar con asesoría legal efectiva o patrocinio.

OLMEDO: Las instituciones que otorgan asistencia legal gratuita en el país no alcanzan a cubrir la creciente demanda que existe en esta materia. Esto se traduce en que importantes sectores sociales, tales como organizaciones sin fines de lucro y personas naturales, carecen de un efectivo acceso a la justicia por quedar al margen de los servicios contemplados por el Estado.

Cubrir todas las necesidades de las personas es una tarea imposible. Por lo mismo, el Estado ha enfocado sus esfuerzos en mejorar las condiciones de vida de las chilenas y chilenos que viven hoy en condiciones de pobreza y pobreza extrema. Esta segmentación de la ayuda ha supuesto un desamparo legal para amplios sectores de las clases media, media baja y baja. Ellas no cumplen con los requisitos necesarios para recibir la ayuda del Estado porque, paradójicamente, no son lo suficientemente pobres.

Esta situación ya ha sido reconocida por el propio ex ministro de justicia, Luis Bates Hidalgo, quien en marzo del 2003, advirtió de la problemática “del Acceso a la Justicia no solamente para las personas más pobres, o las personas más necesitadas, sino que también para los sectores medios, que sufren de manera importante este problema y para quienes no siempre existen las instituciones o los mecanismos adecuados para ayudarlos”².

Todo ello contribuye a entrampar el proceso en un círculo vicioso que refuerza la “pobreza legal” “producto de la *ignorantia iuris* de amplios sectores de la ciudadanía, que les impide hacer uso material de la ley y de sus instituciones”³. Abundan evidencias en este sentido, como las aportadas en un reciente estudio de la Universidad Católica Cardenal Silva Henríquez, que reveló que el 80.2% de los estratos pobres de la capital califica de “mala” o “muy mala” la calidad de la justicia que obtiene, “que el 90.8% de las personas de escasos recursos cree que se respetan más los derechos de los ricos que los de ellos; el 52.8%

no conoce sus garantías constitucionales y un 45.6% siente que éstas no fueron respetadas el último año. De ellos, además, un 50% no recurrió a nadie para reclamar y de los que sí lo hicieron, al 51.2% no se le solucionó la queja”⁴.

La situación descrita en los párrafos precedentes identifica lo que podría denominarse la *demanda* de la asistencia legal. La contraparte, la *oferta*, suele estar asociada únicamente con la ayuda prestada por el Estado. Desafortunadamente, la falta de aprovechamiento de los recursos en esta materia, que pone a disposición el mundo privado, repercute en que las personas y entidades que requieren de estos servicios no pueden acceder a ellos. Por otro lado, la ayuda ofertada no ha podido alcanzar a los que la precisaban, puesto que no existía un puente que los interconectara y porque el sector público no contempla la participación de los privados en materia de ayuda legal.

ZAPIOLA: En Argentina existe un esquema normativo que, en teoría, debiera garantizar que todo habitante de la Nación obtenga asistencia legal profesional y acceso efectivo a la justicia, aun cuando no cuente con medios económicos suficientes para contratar a un abogado.

Por un lado, tanto en la justicia penal cuanto en la civil existe una estructura de “defensores oficiales” que actúan en representación de quienes no tienen medios suficientes para contratar a un profesional en forma privada. Por otro lado, los colegios públicos de abogados de las distintas jurisdicciones del país (a los cuales el profesional debe afiliarse para poder ejercer la abogacía) cuentan con la facultad de imponer a sus afiliados la defensa legal gratuita de personas carenciadas.

Sin perjuicio de lo expuesto, creo que en la realidad existe una proporción muy alta de la población que no tiene un acceso efectivo al sistema judicial, por las siguientes razones:

- a) El esquema de “defensores oficiales” es un sistema “subsidiario” de representación legal –más formal que práctico– y no asegura un grado de calidad de la asistencia legal comparable con la asistencia legal pagada (cabe aclarar, sin embargo, que los defensores oficiales del área penal ofrecen una

² BATES HIDALGO, Luis. Ministro de Justicia. “Discurso: Promulgación de la nueva Ley de Arriendo”. Lunes 24 de marzo del 2003.

³ DONOSO ABARCA, Lorena. “Pobreza legal y Acceso a la Justicia”. En: Revista del Abogado 26. Noviembre del 2002.

⁴ “Opinión: Los pobres y la visión de sus derechos”. En: Diario La Tercera. Santiago. Lunes 1 de agosto del 2005.

representación legal claramente más satisfactoria que los del área civil).

- b) De igual forma, la asistencia gratuita ofrecida por los colegios públicos resulta insuficiente. El sistema de derivación de casos es en general bastante deficiente por dos motivos: i) no se derivan los casos teniendo en cuenta la especialidad del profesional, por lo cual es probable que, por ejemplo, un abogado especialista en “marcas y patentes” deba actuar en un caso de divorcio, lo que razonablemente afecta la idoneidad de su asesoramiento al cliente; ii) los colegios ejercen su facultad de derivación de casos en forma muy “tímida” y existe una enorme proporción de abogados matriculados que jamás han recibido la asignación de un caso.
- c) Existe en la población en general un grado significativamente bajo de confianza en la justicia, y en los sectores carenciados esta falta de confianza es aun mayor. Ello lleva a que mucha gente no recurra al sistema judicial por falta de confianza en el mismo.

Independientemente del esquema legal o normativo de asistencia gratuita, existen numerosas clínicas o consultorios jurídicos establecidos por las universidades –públicas y privadas– y las asociaciones privadas de profesionales, que brindan atención legal gratuita a las personas carenciadas.

El trabajo *pro bono* puede representar una ayuda importante para paliar el problema del acceso a la justicia, pero creo que la realidad de los países latinoamericanos quizás amerite una utilización de tal recurso más orientada a las cuestiones de interés público que a los casos de interés particular.

Mientras en países altamente desarrollados, como los Estados Unidos, existe aproximadamente un 10% de la población que es considerada “pobre” en términos de su posibilidad de acceder al servicio de justicia, en la generalidad de los países latinoamericanos ese porcentaje es dramáticamente superior (en Argentina aproximadamente el 35% de la población se encuentra por debajo de la línea de pobreza y, durante la crisis del 2002, ese porcentaje llegó al 50%).

Creo que cuando los porcentajes de pobreza y exclusión son tan altos, la cuestión no es meramente económica y está vinculada a problemas institucionales, culturales y legales de distinta índole: el incumplimiento generalizado

de la ley, la falta de transparencia política y la corrupción, entre otros.

En este orden de ideas, creo que el trabajo *pro bono* orientado a cuestiones de interés público puede tener un efecto “multiplicador” en lo institucional y, a la larga, resultar más efectivo en la lucha contra la exclusión social y la falta de acceso a la justicia.

4. El Perú, al igual que la mayor parte de los países latinoamericanos, aún no ha podido solucionar el problema del centralismo. Las consecuencias de este centralismo no son sólo políticas sino también económicas, culturales y sociales. Las capitales de los países y las ciudades más importantes concentran la mayoría de los proyectos de desarrollo social (no estatal) mientras muchos “otros lugares” están olvidados y son “lugares en vías de desarrollo en países subdesarrollados”. ¿No cree Usted que si el trabajo *pro bono* apunta a los más pobres de la sociedad, debería orientarse especialmente a dichos segmentos en los lugares más necesitados del país? ¿Cómo congeniar ésta realidad latinoamericana con el proyecto?

CRIDER: Sin duda alguna, el fenómeno del “centralismo” presenta un gran desafío tanto para el Perú cuanto para muchos países latinoamericanos. Uno de los retos del sistema legal en países en desarrollo es mejorar el acceso a la justicia y lograr la incorporación de sectores informales de la economía que, en algunos casos, operan al margen de la economía formal. Hasta el momento, la mayoría de los participantes en este movimiento se encuentran en las capitales por razones naturales como la facilidad de contacto y comunicación en esta red multinacional.

Sin embargo, en cada país es un objetivo necesario que en el futuro estas ideas y este trabajo se expandan a otros lugares fuera de las capitales donde exista mayor necesidad. En Chile, por ejemplo, existe la Fundación *Pro Bono* que busca comprometer a los abogados para que sirvan a la comunidad. Esta red en Chile, que se inició hace unos seis años en la capital, se ha ido desarrollando poco a poco y hoy cuenta con varios capítulos en distintas partes del país. Lograr que los abogados se unan a la PBDA es la primera etapa del proyecto. El siguiente reto para los abogados peruanos será utilizar los conceptos y

la herramienta de la PBDA para seguir desarrollando vínculos y alianzas dentro del país para institucionalizar este movimiento y así, eventualmente, llegar hasta el último rincón del Perú.

SAMPER: Por supuesto, tiene usted razón y en Colombia sucede un poco lo mismo. Sin embargo, insisto, ya empiezan a encontrarse muchas entidades haciendo trabajos importantes en las regiones, organismos internacionales viajando a los lugares más apartados. Pero aún hay mucho camino por recorrer en este tema. Yo lamento que en nuestro proyecto de la declaración no hayamos podido vincular a muchos más abogados de todas las regiones del país, pero como usted comprenderá, nuestro alcance es limitado, lo mismo que los recursos de tiempo, dedicación. Además, supongo que en Perú será similar que en Colombia, en el sentido de que los estudios de abogados están en su mayoría en las grandes ciudades, así que llegar a las demás regiones con iniciativas coordinadas no es fácil. Pero lo que es importante es comenzar el proceso.

DE BELAUNDE: El proyecto de la PBDA no ha fijado una fórmula para contrarrestar el problema del centralismo, pero lo cierto es que está dirigido a atender las necesidades legales básicas de las personas con escasos recursos, en situación de vulnerabilidad social o marginadas, quienes son, en la mayoría de casos, precisamente las mismas personas que enfrentan barreras geográficas, lingüísticas y culturales. Por tanto, en la medida que el trabajo *pro bono* se encuentre dirigido hacia estas personas, creo que podemos contribuir con mejorar su calidad de vida, mediante la tutela de sus derechos fundamentales y su inclusión en el sistema de justicia.

OLMEDO: La fundación se ha preocupado de extender la práctica del *pro bono* a otras ciudades distintas de Santiago, con el propósito de motivar a abogados de regiones a contribuir con sus servicios legales voluntarios al desarrollo de las comunidades en donde ejercen su profesión. Para esto ha creado redes de abogados y oficinas *pro bono* en las ciudades de Concepción y Antofagasta, respetando las particularidades de las culturas legales de ambas ciudades. Sin embargo, nuestra experiencia nos ha hecho ver que la extensión de esta práctica, si bien no es imposible, presenta una serie de dificultades distintas a las enfrentadas en Santiago, toda vez que el mercado de los abogados en regiones es más pequeño, por lo que el *pro bono* muchas veces es percibido como una competencia desleal

entre los propios abogados. Asimismo, hemos constatado que la cobertura de asistencia legal gratuita que brinda el Estado funciona mejor en regiones que en la región metropolitana, lo que estrecha el campo de acción de la práctica del *pro bono*.

Lo anterior se ha traducido en que la Fundación haya optado por focalizar el *pro bono* en regiones a través de programas específicos que abordan aquellas materias no incluidas en los programas de asistencia estatal, tales como apoyo a microempresarios, organizaciones sociales y casos de interés público.

ZAPIOLA: El problema del “centralismo” está bastante generalizado en los países de nuestra región. Sin embargo, entiendo que el proyecto de trabajo *pro bono* es un proceso de cambio cultural importante en el que se debe avanzar paso a paso.

En este sentido, creo que se deben plantear inicialmente objetivos modestos y asequibles, diseñando un esquema simple de captación y derivación de casos que permita “poner la rueda en marcha”. Sin bien no conozco específicamente la realidad peruana pienso que quizás, en una etapa inicial, puede resultar más fácil armar el sistema en una ciudad “central” con alta densidad poblacional (y consecuentemente con mucha demanda y oferta de recursos profesionales gratuitos) y luego, cuando la idea gane inercia y difusión, replicar el esquema en otras regiones del país.

Sin perjuicio de lo expuesto, creo que la entidad que eventualmente actúe como *clearing house*, o intermediaria entre la demanda y oferta de asistencia legal, puede plantearse el objetivo de prestar especial atención a las necesidades de la población más carenciada y alejada de las grandes ciudades.

5. En países desarrollados como Estados Unidos, el acceso a la justicia no se constituye como un problema medular, cosa que sí sucede en países en vías de desarrollo como el Perú, en donde la falta de acceso a la justicia es una fuente permanente de conflictos sociales. En ese sentido: ¿Cuál es el fundamento para requerir veinticinco horas anuales por abogado? ¿El nivel de desarrollo de cada país no debería ser un factor clave al momento de calcular el número de horas que debe dedicar un abogado al

trabajo *pro bono*? ¿Cuáles son las exigencias en su país actualmente?

CRIDER: En Estados Unidos el American Bar Association (en adelante, "ABA"), que viene a ser el equivalente a la Federación de Colegios de Abogados, recomienda ciertas reglas sobre la ética y el comportamiento profesional de los abogados. Si bien estas reglas no son de carácter obligatorio, influyen en las reglas y los patrones éticos que cada estado promulga. Actualmente, el ABA recomienda que cada abogado le dedique por lo menos cincuenta horas anuales de trabajo profesional *pro bono* al servicio público. Sin embargo, las horas efectivas varían de estado a estado. Por ejemplo, el estado de California recomienda que los abogados aspiren a trabajar por lo menos cincuenta horas para el bienestar público. Por otro lado, el estado de Nueva York recomienda que los abogados dediquen por lo menos veinte horas de servicio profesional a los pobres. En todo caso, estas cifras son recomendaciones de los colegios y no son obligatorias para los abogados.

La PBDA requiere que, a partir del año 2010, los abogados cumplan con un mínimo de 20 horas *pro bono*. Es evidente que si el criterio para requerir horas se basa en la necesidad pública, entonces las horas requeridas serían muchísimo más. Sin embargo, es importante recordar que la meta es promover el trabajo *pro bono* de una manera sostenible a largo plazo. Para ello, el trabajo *pro bono* no debe de ser una carga para los abogados. El número de horas debe ser razonable y sobre todo factible para que este movimiento despegue. De lo contrario, si se impone un número de horas demasiado ambicioso, nos arriesgamos a que los abogados pierdan interés en el trabajo *pro bono* y que no cumplan con su compromiso, restándole autoridad a la PBDA. Lo que se intenta lograr es que la PBDA llegue a tener un valor normativo para todos los abogados. Para ello, hay que ir creciendo poco a poco, imponiendo metas realizables. Por ahora, lo importante no es el número de horas que se impone, sino el número de abogados que se comprometen a seguir el mandato de la PBDA. Así, ¡esperamos iniciar la creación de una cultura *pro bono*!

Otro factor a considerar es el tiempo y esfuerzo que se requiere para encontrar oportunidades de trabajo *pro bono*. Para que este movimiento funcione, es necesario desarrollar alianzas y vínculos con organizaciones que estén al tanto de las necesidades públicas y que sirvan de intermediarios entre abogados y los posibles clientes. Esto se tiene que desarrollar

gradualmente formando alianzas con otras instituciones que tengan la capacidad de identificar y referir oportunidades *pro bono* a los estudios y abogados. Por esta razón, no se puede exigir demasiado al comienzo. Sin embargo, a medida que el trabajo *pro bono* se logre establecer, los abogados peruanos tendrán la responsabilidad de modificar (espero que en aumento) el número de horas de acuerdo a los recursos y el tiempo que puedan ofrecer frente a la realidad peruana.

OLMEDO: Desde sus inicios, la Fundación estableció que las oficinas de abogados que quisieran ser miembros de la red *pro bono* debían suscribir un compromiso *pro bono*, documento a través del cual se comprometían a promover la práctica *pro bono* entre sus abogados y apoyar la labor de la Fundación. La decisión de no incorporar en él la exigencia de un número de horas *pro bono* por abogado respondía a la necesidad de ir insertando paulatinamente la práctica del *pro bono* al interior de las oficinas, asumiendo la Fundación el desafío de ir motivándolas a incorporar el voluntariado profesional de los abogados como una práctica que enriquecía profesional y personalmente a sus integrantes. A la vez, la Fundación asumió la tarea de ir guiando a las oficinas en el establecimiento de políticas y procedimientos *pro bono* internos, que fueran facilitando la práctica del *pro bono* de sus abogados y de presentarles permanentemente oportunidades de trabajo voluntario en donde intervenir. Esto último respondía a la necesidad de acercar la demanda del *pro bono* a los profesionales ya que, muchas veces, el ejercicio profesional de los mismos no les permitía entrar en contacto con las personas o grupos vulnerables que requerían de la asistencia legal *pro bono*.

Hoy en día, los logros alcanzados por la Fundación, en cuanto a la promoción de la práctica del *pro bono*, nos sitúa en un mejor escenario para ir estableciendo exigencias concretas a las oficinas de abogados miembros de las redes *pro bono* y, en este contexto, estamos trabajando la propuesta de invitar a las oficinas a renovar el compromiso *pro bono*. Esta renovación se traducirá en exigencias concretas para las oficinas en cuanto a número de horas *pro bono* por abogado y en la elaboración de un reporte *pro bono* anual, en el que deberá acreditarse el cumplimiento de las metas impuestas.

La Fundación se propone trabajar en la renovación del compromiso *pro bono* de las oficinas, utilizando como marco teórico los principios señalados en el documento PBDA. Sin embargo, aún estamos en proceso de definir el número de

horas por abogado que establecerá esta renovación.

ZAPIOLA: A mi modo de ver, un aspecto saliente del trabajo *pro bono* es su carácter voluntario: la clave de la cantidad y calidad del trabajo legal que realice un profesional depende más de sus motivaciones personales que de alguna normativa externa que le imponga su realización. Esto es aun más relevante en los países latinoamericanos, donde encontramos normativas muy ambiciosas que simplemente no son cumplidas (sigue bastante vigente el concepto virreinal de que la ley “se acata, pero no se cumple”).

Soy consciente, también, que la existencia de un parámetro horario puede servir como “estándar mínimo” de una determinada comunidad legal y ayudar a que sus integrantes –por vía de ejemplo o comparación– se impongan gradualmente un compromiso cada vez mayor. Sin embargo, en este último sentido, existen realidades culturales muy distintas; países como Estados Unidos llevan varias décadas de desarrollo “sistémico” de la cultura *pro bono* y nuestros países recién están comenzando a explorar esa idea.

Por estas razones entiendo que, en la PBDA, el eventual compromiso “cuantitativo” debería quedar librado a las distintas comunidades legales, agregando cada país un anexo o *addendum* con los compromisos concretos que sus profesionales están dispuestos a asumir.

6. Otro síntoma de la pobreza de Latinoamérica, y en especial la peruana, se refleja en que la mayoría de abogados no tienen una educación de buena calidad o son muy pobres como para cumplir eficazmente con las veinticinco horas propuestas. ¿La PBDA pretende ser obligatoria para todos los abogados de Latinoamérica? Sino es así, ¿qué incentivos se le brinda al abogado para participar del proyecto y qué certeza existe de que éste le dedique el mismo esfuerzo y trabajo a un caso *pro bono* que a uno por el que recibe compensación? En todo caso, ¿cómo se va a fiscalizar el debido cumplimiento de lo estipulado en la PBDA?

CRIDER: Primero que nada, la PBDA no es obligatoria. La PBDA se vuelve un compromiso sólo para aquellos que estén de acuerdo con su mandato y deciden voluntariamente

comprometerse con los requisitos. Si bien existen abogados con mayores o menores recursos económicos, la abogacía no deja de ser una profesión privilegiada. El abogado con pocos recursos siempre va a estar mejor posicionado que el pobre sin educación. Por lo tanto, todos los abogados tienen la capacidad y la responsabilidad de contribuir al bienestar público.

Hay varias razones que podrían motivar a los abogados a participar en el programa. En primer lugar, la oportunidad de experimentar en áreas fuera de su especialidad, permitiéndole aprender sobre distintos temas o ramas del derecho. Segundo, se puede adquirir una gran experiencia. En Estados Unidos, por ejemplo, hay abogados muy jóvenes que tienen el privilegio de presentar casos *pro bono* en cortes importantes, cosa que sería mucho más difícil dentro de la práctica privada, ya que generalmente los abogados con más experiencia son los que presentan los casos ante la corte. Por último, el trabajo *pro bono* ofrece la oportunidad de contribuir al desarrollo civil y social del país y esto puede traer gran satisfacción personal. La oportunidad de contribuir a la sociedad y de conocer la realidad bajo el lente del Derecho es una experiencia única, y a la larga nos hace mejores abogados y nos enriquece como personas.

En términos de fiscalización, es cierto que la PBDA no contempla mecanismos para supervisar la calidad del trabajo. No obstante, sus firmantes se comprometen a prestar servicios *pro bono* con la misma calidad profesional con que se prestan los servicios remunerados. Además, los estudios o abogados que aceptan casos *pro bono* ponen su reputación en juego de no trabajar con el mismo empeño en éstos. En Estados Unidos, la prensa sirve como ente fiscalizador en el ámbito *pro bono*, es decir, reporta sobre el trabajo que se desempeña en este sector, y de esa manera se encarga de que el trabajo *pro bono* mantenga un nivel de calidad alta. Existen revistas especializadas en temas de Derecho que cubren los proyectos *pro bono* que realizan los estudios, y de esa manera reconocen a los que se esfuerzan en este campo y a los que brindan un servicio de calidad.

DE BELAUNDE: No pretende ser obligatoria o jurídicamente vinculante, en el sentido que su incumplimiento no podría acarrear una sanción o ejecución forzosa en nuestro ordenamiento positivo, pero sí se espera que aquellos profesionales individuales y firmas de abogados que suscriben la PBDA asuman un compromiso ético y se involucren efectivamente en el trabajo

pro bono, como parte de la responsabilidad social que corresponde a nuestra profesión.

Es cierto que por cuestiones económicas, muchos profesionales no podrán asumir este compromiso, pero existen muchas firmas de abogados que sí se encuentran en capacidad de hacerlo y es allí donde podremos encontrar colaboradores.

Ahora bien, en cuanto a los beneficios que trae realizar trabajo *pro bono* para los abogados, creo que el primero debería ser la satisfacción personal de ayudar a otras personas; pero además, existen otras ventajas que pueden ser percibidas por las firmas: i) permite cumplir los estándares de calidad y responsabilidad social que el mercado global viene exigiendo; ii) concede buena reputación; iii) permite a la firma asumir casos en los cuales pueden participar los integrantes de distintas firmas e instituciones, lo que serviría para fortalecer sus relaciones; iv) permite retener a abogados y practicantes talentosos dentro de la firma que buscan un espacio para asumir casos de relevancia social; v) brinda la posibilidad de asumir la defensa de casos emblemáticos cuyos resultados alienan el trabajo en equipo; vi) contribuye a la competencia en el mercado de los servicios legales, si una persona cuenta con una buena asesoría es seguro que la contraparte buscará también buenos abogados.

La evaluación del trabajo *pro bono*, como comenté líneas arriba, resulta indispensable para asegurar la calidad y continuidad de los casos *pro bono*. En tal sentido, debemos diseñar un sistema de seguimiento sencillo para constatar que las firmas efectivamente prestan este servicio.

7. La descripción común del abogado es la de una persona desinteresada por el bien social y dispuesto a alcanzar su beneficio personal “cueste lo que cueste”. En ese sentido, ¿El trabajo *pro bono* pretende cambiar dicha imagen? Sí así fuese, ¿no produciría un dilema ético toda vez que el trabajo *pro bono* no sería concebido como un fin en sí mismo o en todo caso como un medio para lograr romper las barreras que impiden que la gente de bajos recursos pueda acceder a la justicia, sino como un mecanismo que el abogado utilizará para obtener fama y publicidad?

SAMPER: Este es un cuestionamiento que hemos venido escuchando a lo largo de la región; por supuesto, sería ideal que este esfuerzo generara un cambio de mentalidad en muchos abogados,

y también sería ideal que no lo hicieran con el único interés de obtener publicidad o reconocimiento, pero no podemos pretender solucionar tantos problemas a la vez. Yo, por mi parte, tengo una aproximación bastante práctica al problema que usted me plantea: habrá quienes lo hagan con esas ideas en mente, pero también habrá quienes lo hagan por otros motivos, y en todo caso, sea cual sea la motivación de cada cual, prefiero que lo hagan a que no.

DE BELAUNDE: Creo que en un país como el nuestro es complicado articular el trabajo *pro bono* y lograr que éste mejore la calidad de vida de las personas más necesitadas, ello, debido principalmente a dos motivos: por un lado, las estadísticas sobre la falta de acceso de la justicia y representación legal efectiva son abrumadoras, y por otro, no todas las personas contamos con las mismas motivaciones.

Yo no creo que sea un dilema ético que el trabajo *pro bono* contribuya con el *status* o la reputación de aquel profesional que asume un caso de manera gratuita; por el contrario, creo que se trata de una consecuencia positiva (un reconocimiento, si se quiere) y un estímulo que servirá para ganar colaboradores en esta tarea. No podemos controlar las preferencias y las motivaciones de las personas, de modo que, si existe un incentivo distinto del de la solidaridad, pero que no resulta lesivo de ningún derecho ni bien jurídicamente tutelado en nuestro ordenamiento, entonces bienvenido sea. Considero, más bien, que sería poco ético no sumarse a este esfuerzo debido a que algunas personas pudieran contar con razones distintas a las propias, pero legítimas al fin y al cabo, para ayudar a quienes lo necesitan.

Por otro lado, si bien es cierto que hoy existen estándares internacionales y que el mercado reconoce y exige a las firmas de abogados el cumplimiento de cuotas de responsabilidad social y trabajo *pro bono* para ser contratadas; en realidad este es un fenómeno reciente e incluso novedoso en nuestro medio, por lo que considero no sería la causa de la actividad *pro bono*, que hoy existe de manera silenciosa y desarticulada.

ZAPIOLA: No creo que los abogados, como subgrupo profesional, seamos más generosos o más egoístas que otros profesionales o cualquier otro grupo social, si bien es cierto que no gozamos de la mejor de las famas. Creo que la clave del eventual avance de la cultura del trabajo *pro bono* pasa más por una toma de conciencia colectiva que por particulares virtudes de los individuos.

La gente es cada vez más consciente de que su propia suerte y bienestar depende de la salud de su entorno y de su comunidad. No creo que el avance actual de las ideas ambientalistas o ecologistas tengan que ver con una nueva generación de gente virtuosa y preocupada por el prójimo (aunque eso siempre ayuda), sino con una gradual toma de conciencia colectiva de que si no hacemos algo, el “calentamiento global” y la dilapidación de recursos naturales van a tornar inhabitable el planeta en que vivimos. Lo mismo puede decirse de las empresas o corporaciones y el crecimiento de la idea de la “Responsabilidad Social Empresaria”: ya no resulta sostenible la idea de empresas exitosas operando e intentando crecer en un entorno de pobreza y desigualdad.

Volviendo entonces al trabajo *pro bono* y nuestra realidad latinoamericana, podemos aplicar el mismo razonamiento: ¿cómo reacciona un abogado frente a un entorno legal e institucional en estado de permanente colapso? ¿Podemos como abogados, “expertos en la ley”, sentirnos bien y satisfechos cuando estamos inmersos en una comunidad donde impera el incumplimiento generalizado de las normas, la baja calidad institucional y la falta de acceso igualitario a la justicia? En mi caso personal, me siento como un arquitecto viviendo en un edificio en ruinas, o un médico rodeado de pacientes muertos.

El trabajo *pro bono* nos da la posibilidad de involucrarnos y contribuir –en nuestra propia, pequeña y personal medida– para corregir los problemas legales e institucionales de la comunidad en que vivimos.

Yendo a la parte final de la pregunta, no creo que resulten tan relevantes las particulares motivaciones íntimas de cada profesional al momento de contribuir con su trabajo profesional a mejorar su entorno legal y judicial. Habrá quien lo haga para obtener reconocimiento público, quien lo haga porque sus colegas lo hacen y “queda mal al no hacerlo”, y también quienes sientan una genuina necesidad de servir a los demás. En todos los casos, creo que el aporte profesional de cada uno de ellos servirá para mejorar un poco la salud legal e institucional de sus respectivas comunidades.

8. **¿Bajo qué parámetros su organización selecciona los casos a patrocinar? ¿Toman en cuenta la opinión pública o las posibilidades de ganar el caso? ¿Qué otro tipo de ayuda social se brinda y cómo es el trabajo que se realiza?**

CRIDER: En el estudio donde trabajo en Nueva York, que cuenta con 750 abogados, se intenta tener una plataforma totalmente abierta al seleccionar casos o tareas *pro bono*. La idea es que los proyectos o casos estén alineados con los intereses de nuestros abogados y tratamos de presentar una selección amplia y diversa. Por ello, hemos desarrollado fuertes vínculos con un gran número de ONG, quienes nos contactan para ayudar con casos legales. A lo largo de los años, el estudio también ha desarrollado cierta especialidad en algunas áreas estratégicas como es el derecho de la mujer, casos de asilo político, el sector microempresario y la educación pública en la ciudad de Nueva York. Al tener experiencia en ciertas áreas específicas, el estudio puede aportar y opinar en estos temas de interés público. Además, el estudio adquiere un conocimiento institucional en estos temas y los abogados pueden aprovechar de los recursos y el conocimiento que se encuentran a la mano.

Al seleccionar casos, generalmente no se toma en cuenta la opinión pública. Sin embargo, procuramos que los casos *pro bono* no traigan repercusiones negativas al estudio o a nuestros clientes. Cada caso *pro bono* que entra tiene que ser aprobado por un comité. Esto no quiere decir que no se tomen casos controversiales o de índole impopular. Todo lo contrario, actualmente por ejemplo, estamos defendiendo prisioneros de Irak encarcelados en la Bahía de Guantánamo, un tema bastante controversial en los Estados Unidos.

Aparte del trabajo típico *pro bono*, el estudio y sus asociados también toman parte en diversas actividades comunitarias. Por ejemplo, muchos de los abogados participan como jueces en simulaciones de juicios que se llevan acabo en colegios y universidades, o son tutores en escuelas, o enseñan seminarios de abogacía en los colegios. En principio, cada cual se involucra en distintas actividades de acuerdo a su interés y el tiempo que puede dedicarle a estos proyectos.

OLMEDO: En un comienzo, la fundación optó por canalizar la asistencia legal *pro bono* de los abogados hacia organizaciones sociales que requerían estos servicios, las que en nuestro país se encuentran excluidas de la asistencia legal gratuita brindada por el Estado. Lo anterior respondía a la necesidad de contribuir con asesoría legal gratuita al proceso de profesionalización que estaban viviendo las entidades sin fines de lucro en Chile, y a la decisión estratégica de ir incorporando la práctica del *pro bono* entre los abogados en ámbitos del Derecho en donde éstos tenían mayor experiencia profesional.

Una vez comprobado el interés de los estudios jurídicos por brindar asesoría *pro bono*, la Fundación fue ampliando las áreas de trabajo, a través del desarrollo de alianzas estratégicas y la suscripción de convenios de colaboración con diversas entidades públicas y privadas que desarrollan su labor en áreas temáticas como violencia intrafamiliar, acceso a la información pública, apoyo a microempresarios, discapacidad y discriminación, entre otras; lo que permitió extender la asesoría legal *pro bono* a personas individuales y a sectores o grupos vulnerables, a través de un proceso de selección de casos que ameritaban la intervención *pro bono* de los abogados. En el marco de estas alianzas y convenios, la Fundación ha ido creando programas de trabajo *pro bono* en diversas áreas temáticas, ha creado e implementado sistemas de derivación de casos adecuados para cada programa y ha logrado motivar a las oficinas y abogados miembros de las redes *pro bono* a participar en ellas, a través de su voluntariado profesional.

Entre los parámetros de selección de casos, las únicas exigencias establecidas por la Fundación son que provengan de organizaciones sin fines de lucro o de proyectos sociales que quieren formalizarse, o bien que hayan sido previamente filtrados por las entidades con las que hemos suscrito convenios de colaboración, sin perjuicio de que estamos abiertos a recibir directamente solicitudes de trabajo *pro bono* cuando provengan de personas de escasos recursos y éstas se enmarquen dentro de las áreas de trabajo que desarrolla la fundación.

Otra estrategia efectiva para identificar oportunidades de intervención *pro bono* ha sido la apertura de la Fundación a los intereses y motivaciones temáticas que las propias oficinas de la red presentan, lo que se ha traducido en múltiples acuerdos de trabajo *pro bono* entre oficinas y entidades sin fines de lucro que buscan contar con asesoría legal integral y permanente, y en la participación *pro bono* de los abogados en la discusión de políticas públicas en diversas áreas temáticas como, por ejemplo, el régimen de incentivos tributarios a las donaciones, la discusión de un régimen legal adecuado a las medianas y pequeñas empresas, y el acceso a la información pública.

ZAPIOLA: Nuestra comisión se concentra en casos de interés público y no toma casos de interés estrictamente particular, los cuales son mane-

jados –únicamente en su etapa extrajudicial– por otra comisión del Colegio.

El concepto de interés público que utilizamos es amplio y comprende los casos cuyos efectos trascienden el interés particular del peticionante y se extienden a sectores más amplios de la comunidad. El “menú” de casos atendidos es variado y abarca, entre otros, los referidos a derechos de discapacitados (accesibilidad a medios de transporte y edificios públicos, cupo laboral y asistencia médica), discriminación, acceso a la salud y a la educación, y transparencia política.

Un número muy importante de casos es derivado por las ONG y, en este sentido, una parte importante de nuestra función es mantener una relación fluida con las mismas y explorar regularmente nuevas relaciones con las ONG vinculadas con nuestras áreas temáticas habituales. Otras veces, los casos son generados por la inquietud de los propios miembros de la comisión (la lectura de los diarios en una importante fuente de inspiración para ello) y, en tal situación, salimos a buscar una ONG que tenga “legitimación” para hacer el planteo judicial y tenga interés en hacerlo.

La decisión de llevar adelante –o no– un determinado caso siempre la toman los estudios jurídicos que integran nuestra red *pro bono*, sobre una base estrictamente voluntaria. La comisión se limita a “circularizar” entre tales estudios los casos que considera “elegibles” por ser de interés público. Normalmente se seleccionan casos que cuentan con un fundamento jurídico sólido y, por tal razón, tienen posibilidades de éxito.

Es importante destacar que el trabajo de nuestra red *pro bono* no se limita a llevar adelante casos judiciales, sino que incluye también asesoramiento legal general a las ONG, charlas de difusión jurídica y redacción de proyectos legislativos.

En este sentido, un buen ejemplo es el trabajo que se lleva adelante en el área de las microfinanzas: la comisión asesora a la primera red argentina de instituciones de microcrédito⁵, tanto en cuestiones propias de su infraestructura jurídica cuanto en proyectos normativos para eliminar trabas que obstaculizan la actividad del microcrédito en Argentina.

⁵ Para mayor información ver: www.reddemicrocredito.org.

9. Según apreciamos en la PBDA, el trabajo *pro bono* es una actividad que se desarrolla cuando el abogado ya tiene tal título. Sospechamos que ese puede ser un motivo por el que este tipo de trabajo no ha tenido mayor arraigo en la idiosincrasia de la mayoría de abogados. ¿No cree que sería mejor que el abogado esté influido por este tipo de actividades desde su proceso de formación en las universidades? Es decir, ¿no debería empezar a trabajarse el concepto del trabajo *pro bono* desde las aulas universitarias? En tal sentido, ¿qué sugerencias daría para que el trabajo *pro bono* se inserte en la cultura del profesional del derecho?

CRIDER: Desde luego que sí. El ámbito académico tiene un rol importante en el desplazamiento de este movimiento *pro bono*. Las universidades ofrecen el foro perfecto para debatir el rol del abogado en la sociedad y de esa forma inculcar este concepto desde los años formativos de la profesión. La mayoría de las facultades de Derecho en Estados Unidos requieren que los estudiantes lleven un curso sobre la ética y responsabilidad profesional del abogado. Precisamente uno de los temas de este curso es el rol y la obligación que tienen los abogados frente a la sociedad. Es importante instruir a los estudiantes acerca de estos valores para que el trabajo *pro bono* llegue a tener un nivel normativo en el profesional del derecho. Otra sugerencia sería montar clínicas de ayuda legal donde los estudiantes puedan aplicar los conceptos que se aprenden en la clase con clientes de verdad. Además de brindar un servicio legal a personas con bajos recursos, estas clínicas combinadas con seminarios académicos pueden estimular discusiones sobre el rol del abogado en la sociedad.

SAMPER: Por supuesto que el tema debe empezar a incentivarse en los estudiantes; pero recuerde usted que, al menos en mi país, los “consultorios jurídicos” o clínicas ya son una tradición de más de veinte años, y en estos los estudiantes ya están de hecho muy involucrados en un actividad de responsabilidad social muy eficaz; es menor el grado de participación en los abogados que ya llevan unos años de práctica, que es el grupo al cual va dirigido el mayor esfuerzo con la PBDA.

DE BELAUNDE: En definitiva, es sumamente positiva para la red *pro bono* que los estudiantes de derecho se involucran en este proyecto desde el inicio de su formación universitaria y

profesional, y por otro lado, creo que existen incentivos adecuados para que asuman este compromiso.

Si los estudiantes coadyuvan a llevar casos *pro bono*, o al menos cuentan con la posibilidad de hacerlo, creo que se encontrarán más familiarizados con una cultura de responsabilidad social de la profesión, lo que permitiría que se conviertan en abogados dispuestos a asumir por sí mismos trabajos de esta naturaleza al finalizar sus carreras.

De otro lado, resulta beneficioso para las firmas de abogados que sus practicantes asuman casos *pro bono* debido a que éstos últimos se sentirán motivados cuando vean que contribuyen de manera efectiva a mejorar el sistema de justicia.

Al igual que los abogados, los estudiantes realizan sus prácticas en diferentes áreas del Derecho, y bien pueden ser parte de la defensa judicial de una empresa o de la asesoría en una operación bancaria sofisticada, casos en los que no se percibe una contribución social hacia las personas que más necesitan acceder a la justicia. En tal contexto, asumir un caso *pro bono* puede nutrir la vocación de servicio legal y, en tal medida, servir como un mecanismo para retener a gente talentosa, que es, precisamente, aquella que busca constantemente asumir nuevos retos. El impacto del trabajo *pro bono*, desde este punto de vista, resulta muy interesante pues, además, puede permitir a los jefes evaluar habilidades que bajo otras circunstancias no verían en sus practicantes.

Pese a que el reto del trabajo *pro bono* permitiría enriquecer el ejercicio preprofesional de los jóvenes estudiantes, y en esa medida, resulta una herramienta positiva para la enseñanza práctica, no debemos perder de vista que los casos *pro bono* merecen ser tratados con la misma dedicación y diligencia que cualquier caso facturable; y por tal motivo, la participación de los estudiantes en casos *pro bono* debe estar supervisada, o cuando menos guiada por un abogado, profesor o jefe de práctica.

En esta línea, resulta destacable que la Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú haya implementado el curso Proyección Social en Derecho (PROSODE) desde hace quince años, pues constituye un ejemplo de la responsabilidad universitaria compartida entre alumnos y profesores para facilitar el acceso a la justicia de las personas de escasos recursos y promover la defensa de sus derechos. La

implementación de cursos prácticos y talleres como éste no sólo ha servido para formar a los estudiantes sino que ha contribuido efectivamente en mejorar la calidad de vida de muchas personas que de otro modo no hubiesen podido contar con asesoría legal. Igualmente, resulta valioso el esfuerzo de los estudiantes de THEMIS de implementar una Comisión de Desarrollo Social, con el propósito de brindar consultorios jurídicos gratuitos y Defensorías Urbanas frente a casos de violencia familiar. Es sumamente alentador que los jóvenes adquieran este tipo de compromisos.

OLMEDO: Desde sus orígenes, la fundación ha considerado fundamental acercar la iniciativa *pro bono* a las facultades de Derecho, ya que constituyen uno de los principales actores de la cadena *pro bono*.

Si bien hasta la fecha la fundación no ha desarrollado un programa específico con facultades de Derecho, desde sus inicios ha mantenido un estrecho contacto con Decanos, profesores y estudiantes de la carrera, involucrándolos en diversas actividades de extensión desarrolladas por la Fundación.

En un futuro próximo, la Fundación se propone desarrollar un programa de trabajo que busca incorporar la práctica del *pro bono* entre los estudiantes y, para esto, se está evaluando la alternativa de que éstos realicen pasantías *pro bono* al interior de oficinas de abogado, a través de las que contribuirían con su tiempo y trabajo a la realización y organización interna de voluntariado profesional.

10. A pesar de que la implementación de una red *pro bono* en los distintos países de América Latina representa un gran avance para la lucha contra la pobreza legal, en la mayor parte de dichos países la calidad de los servicios legales representa, quizás, un problema de mayor envergadura que el propio acceso a la justicia, pues son pocas las personas que cuentan con una buena asesoría jurídica. Ello, sumado a la corrupción y crisis del Poder Judicial y la administración en varios de los países (como es el caso del Perú). Visto de esta manera, parece evidente que la red *pro bono* resultará insuficiente si la administración pública y la calidad del servicio legal no mejoran. ¿Cómo es que el proyecto pretende enfrentar estos dos problemas medulares? ¿Qué experiencias anteriores pueden rescatarse?

CRIDER: Es evidente que la red *pro bono* no es la solución para todos los problemas de la pobreza legal y la administración pública en el país. Los problemas que resaltan en esta pregunta son obstáculos muy grandes y hay que atacarlos con distintas armas y desde distintos ángulos. La red *pro bono* presenta uno de estos ángulos, es decir, nunca puede, ni aspira a, ser la solución en sí, pero forma parte de la solución en la lucha contra la pobreza legal. En esta red existe un potencial muy grande que todavía no se ha activado, pero una vez que se ponga en marcha puede tener un gran impacto. Si logramos que cada abogado que ejerce en el Perú contribuya con un granito de arena, se podrían obtener resultados muy positivos.

Uno de los beneficios que surge dentro del trabajo *pro bono* es la posibilidad de involucrar a estudios y abogados con mayores recursos en la defensa y representación de los pobres. Abogados y estudios con mucho peso pueden llegar a participar en casos de gran interés público. Además, el trabajo *pro bono* contribuye a que todos los abogados conozcan la realidad en que se encuentran los más necesitados, especialmente cuando se ven envueltos en asuntos legales. Al brindar ayuda a los pobres, los abogados adquieren conciencia de estos problemas de mayor envergadura y estarán en una posición para sugerir cambios e impulsar iniciativas para combatir estos grandes desafíos.

DE BELAUNDE: Sin duda, la calidad de los servicios es una barrera adicional contra el acceso a la justicia. Lamentablemente, en nuestro país, la defensa de oficio representa graves problemas en cuanto a su funcionamiento, y sobre todo, deficiencias de recursos humanos, pues no sólo existen pocos defensores de oficio, sino que los pocos que hay –más allá de su encomiable esfuerzo– muchas veces carecen de una formación académica y profesional adecuada para atender cabalmente a quienes lo requieren.

De ahí la importancia de incursionar en el problema de la enseñanza del derecho, donde resulta alarmante la existencia de “regímenes transitorios” bajo los cuales pueden operar universidades y filiales universitarias por el lapso de tres a cinco años, las cuales no cuentan con la dirección de un abogado, funcionan en colegios, casas o locales comerciales y carecen de bibliotecas y material educativo. A este fenómeno se suma la educación a distancia o no presencial y la proliferación de centros de estudios irregulares. A propósito de las cifras obtenidas en la investigación de Pásara, resulta abrumador que

en los últimos veinte años el número de facultades de derecho haya crecido en 88%.

Por tales motivos, creo que asumir trabajo *pro bono* en un contexto como el nuestro implica una decisión importante que no debe ser tomada la ligera. Si bien lo que se pretende es realizar una convocatoria plural para concertar esfuerzos en este proyecto, queremos contar con los líderes de la profesión y aquellos jóvenes profesionales con potencial.

Por último, considero que también debemos estudiar de cerca las carencias legales que enfrentan las personas menos favorecidas de la sociedad, determinando su ubicación geográfica, la tipología de casos que requieren atención urgente, así como el número de abogados y el perfil especial que se necesita en cada caso.

ZAPIOLA: El trabajo *pro bono* no es un remedio mágico que pueda solucionar *per se* los distintos problemas que afectan a los servicios legales y al efectivo acceso a la justicia. Sin embargo, creo que es un aporte importante a la problemática que se plantea en la pregunta, en los siguientes aspectos:

- Teniendo en cuenta el carácter “filantrópico” que nuestros profesionales e instituciones le asignan al asesoramiento legal gratuito, la calidad de tal servicio pasa a un segundo plano. No se concibe que una persona sin recursos tenga derecho a un servicio legal de

calidad comparable al servicio legal pago (algo así como: “a caballo regalado no se le miran los dientes”). La filosofía *pro bono* adopta una visión radicalmente distinta: la asistencia legal gratuita a las personas carenciadas es una obligación ética del abogado para con su comunidad y esa obligación sólo puede considerarse cumplida si se actúa con el mismo estándar de calidad con que se realiza el trabajo rentado.

- El trabajo *pro bono* –orientado a cuestiones de interés público– permite que cada abogado se convierta en fiscal de las cuestiones institucionales y las políticas públicas –entre ellas, las que afectan al servicio de justicia–, accionando legalmente cuando observa que cualesquiera de los poderes del Estado incumple sus obligaciones constitucionales o se violan derechos esenciales de los ciudadanos.

Según la experiencia de nuestra comisión, existen numerosos recursos legales y judiciales que permiten al abogado corregir incumplimientos del Estado que afectan al interés público (hemos litigado exitosamente contra el Senado de la Nación y el Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires). Lo que ocurre es que habitualmente los abogados estamos totalmente absorbidos por casos particulares y no volcamos nuestra energía y capacidad profesional en la dirección antes comentada.

IN MEMORIAM

Queremos dedicarle la presente edición a quien fuese parte importante de nuestra institución, el doctor Luis Stucchi Díaz, fundador de la primera época de THEMIS-Revista de Derecho. Asimismo, a nuestro gran amigo, distinguido abogado y parte de nuestro comité consultivo, el doctor Manuel de la Puente y Lavalle.

Para ellos, nuestra mayor admiración, respeto y agradecimiento, porque es gracias a su esfuerzo que ahora nosotros podemos gozar de la suerte de contar no con una, sino decenas de publicaciones editadas por alumnos de Derecho a lo largo de nuestro país. Nuestro actual liderazgo no sería nada sin su iniciativa y dedicación. Por ello, THEMIS le estará eternamente agradecida.

Debemos también dedicar esta publicación a la memoria de Richard Rorty, a quien tuvimos la oportunidad de realizarle una de las mejores y quizá la última entrevista que dio para América Latina, la cual fue publicada en nuestro número anterior. Resulta un gran orgullo para nosotros haberlo podido conocer antes de su fallecimiento. Para él, la promesa de seguir difundiendo las ideas del más grande pensador de la última década.

Finalmente, le hacemos llegar nuestras más sentidas condolencias a nuestro compañero Luis Aliaga por el sensible fallecimiento de su señora madre María Lily Blanco.

90 AÑOS DE LA PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ

THEMIS felicita a la Pontificia Universidad Católica del Perú por sus 90 años como líder en la enseñanza y promotora de la difusión cultural en el país. Durante más de 40 años, nuestra institución ha sido testigo del inmenso progreso y de los logros obtenidos por nuestra casa de estudios. Por ello, THEMIS le agradece a la PUCP por permitir a cientos de alumnos de la facultad de Derecho haber pasado por nuestra asociación, difundir la cultura jurídica y colaborar con la importante misión que la PUCP ha venido cumpliendo a cabalidad.

THEMIS-Revista de Derecho agradece de forma especial a los miembros que dedicaron gran parte de su vida universitaria al trabajo de nuestra institución. A todos ellos, que se retiran junto con la presente edición, les deseamos lo mejor de la vida.

Juan Manuel Pazos Aurich, Daniel Flores Consiglieri, Carmen María Accinelli Obando, Ernesto Soto Chávez, Giuseppe Gallucio Tonder, Vladimir Popov, José Christian Ramírez-Gastón Durán, Bruno Giusti Díaz, Francisca Benavides Roose, Fiorella Zúñiga Dede.

Asociación Civil THEMIS

Luis Abramovich Ackerman • Carmen María Accinelli Obando • Luis Enrique Adrianzén Trint • Ursula Afán Castillo • Edgar Aguirre Ramos • César Antonio Alcorta Suero • Jimena Aliaga Gamarra • Juan Carlos Alvarado Ortiz • José Daniel Amado Vargas • Marisa Amado Vargas • Kathy Ames Valdivieso • Bruno Amiel Rodríguez-Carpi • Andrés Avelino Aramburu Piaggio • Carlos Arata Delgado • Agnes Arbaiza Mejía • César Arbe Saldaña • Luis Arbulú Alva • Gabriela Arbulú León-Prado • Fernando Arias-Stella Casillo • Arturo Arróspide Villarán • Carolina Awuapara Penalillo • Álvaro Ayllón Bondy • Cecilia Azerrad Urrutia • Inés Baca De la Piedra • Fabiola Baquerizo Micheline • Jorge Gonzalo Barrionuevo Alba • Ana Cristina Barrionuevo Luna • Manuel Barrios Arbulú • Sebastián Basombrío Dughi • Ariana Bassino Balta • Jack Batievsky Spack • Andrés Bayly Letts • Carmen Luisa Bedoya • Francisca Benavides Roose • Ximena Benavides Reverditto • Ursula Ben-Hammou Novoa • Licy Benzaquén Gonzalo • Fernando Berckemeyer Olaechea • Gonzalo Bernal Neunmann • Maria Cecilia Blume Cillóniz • Iván Blume Moore • Gonzalo Bonifaz Tweddle • Lorena Borgo Hannach • Beatriz Boza Dibós • Guillermo Bracamonte Hinostroza • Elizabeth Briones Gómez • Patricia Brocos Duda • Alfredo Bullard Gonzales • Daniel Cabrera Morgan • Franco Marco Caccia Arana • Augusto Cáceres Vega • Fernando Cáceres Freyre • Franklin Cáceres Freyre • Héctor Calero Ramirez • Analía Calmell Del Solar Del Río • Javier Calmell Del Solar Monasi • Cecilia Cánepa Olaechea • Fernando Cantuarias Salaverry • Christian Armando Carvajal Valenzuela • Diego Carrión Alvarez-Calderón • Carlos Casabone Stoehtzel • Renzo Castagnino Abásolo • Fernando Castañeda Melgar • Alejandra Castañeda Andrade • José Ignacio Castro Otero • Augusto Francisco Cauti Barrantes • Mariana Cazorla Quiñones • Jackeline Chappuis Cardich • Vanesa Chávarry Meza • Liz Chirinos Cuadros • Javier Chocano Portillo • Ursula Collimboy Sayan • Lorena Cook Llosa • Marcel Cordero Cabrera • Nicolás Cornejo Gerner • Rita Cornejo Lanao • Carlos Cornejo Vargas • Juan Carlos Crisanto Vargas • Pablo Cueto Saco • Vera Czichowsky Hinterseer • Jorge Dajes Fleishman • Joanna Dawson Pendavis • Luis De Bernardis Llosa • Javier De Belaunde De Cárdenas • Federico De Cárdenas Romero • Fernando De la Flor Koechlin • Javier De la Vega Gomez • Milagros De Pomar Saettone • Eduardo De Rivero Santana • Fernando Del Mastro Puccio • Álvaro Del Valle Roeder • Miguel Denegri Portela • Margarita Díaz Picasso • Nathalie Díaz Silva • Gisella Domecq Garcés • Paul Duclós Parodi • Augusto Durand Palacios • Jaime Escribens Olaechea • Juan Antonio Egúez Toledo • Inés Elías Dupuy • Ricardo Elías Puelles • Walter Esquivel Valera • Enrique Felices Saavedra • Enrique Ferrand Rubini • Arturo Ferrari Carrasco • Cristina Ferraro Delgado • Verónica Ferrero Díaz • Pamela Ferro Cornejo • Daniel Flores Consiglieri • Rodrigo Flores Benavides • Laura Francia Acuña • José Enrique Frías Amat y León • Patricia Gallegos Quesquén • Giuseppe Gallucio Tonder • Edgardo Gamarra Bellido • Carlos Garatea Yori • Domingo García Belaúnde • Juan García-Montufar Sarmiento • José Luis Gargurevich Valdez • Bruno Giusti Díaz • Andrés Gómez de la Torre Barrera • Enrique Gómez Ossio • Corina Gonzales Barrón • Daniel Gonzales La Rosa • Gianina Gotuzzo Oliva • José Bernardo Goyburu Vassallo • Carlos Granda Bullón • Melissa Guevara Paredes • Nydia Guevara Villavicencio • Mauricio Gústín De Olarte • Juan Carlos Gutiérrez Azabache • Carlos Hamman García-Belaunde • José Juan Haro Seijas • Allan Hennings Mariani • Mariella del Carmen Hernández Valencia • Fernando Hesse Alfageme • Zoila Horna Zegarra • Mario Huapaya Nava • Eduardo Hurtado Arrieta • Fernando Hurtado de Mendoza • Ursula Indacochea Prevost • Patricia Inga Falcón • Gianfranco Iparraguirre Romero • Rosario Isasi Morales • José Alfredo Jiménez García • Baldo Kresalja Rosello • Rúzika

Kresalja Santos • Antonio Kujlevan Pagador • Diego La Rosa Gonzáles del Riego • Sheila La Serna Jordán • Juan Miguel Labarthe Ferreyros • Felix Labrín Mendoza • Rafael Lanfranco Gallofré • Fernando Lanfranco Garrido-Lecca • Anthony Laub Benavides • Elsa Marina Lazarte • Denise Ledgard Antunez de Mayolo • Nicolás Lerner Von Mallinckrodt • Eliana Gisella Lesem • Julián Li Díaz • Alejandro Lira Peschiera • Isabel Lira Miró Quezada • Beatriz Llanos Cabanillas • Mónica Llosa Gastañeta • Gustavo López-Ameri Cáceres • Julia Loret de Mola Cáceres • Lucia Luna Negrón • Rosa Isabel Luna Victoria Jammers • Robero Mac Lean Martins • Alejandro Manayalle Chirinos • Mercedes Martínez Meza • Juan José Martínez Ortiz • Úrsula Martínez García • Verónica Maseda Beaumont • Paola Massa Belaunde • Giorgio Massari Figali • Juan Carlos Mejía Cornejo • Martín Mejorada Chauca • Jorge Melo Vega • Patricia Mendoza Franco • Guillermo Miranda Benavides • Mirella Miranda Nique • Fernando Molina Rey de Castro • Rosa María Montero Musso • Oscar Montezuma Panez • Elva Morán Rodríguez • Vasco Mujica Roggero • Italo Muñoz Bazan • Milagros Muñoz Bazan • Jaime Mur Campoverde • Mariana Negri Mendiola • Manuel Noya Sarmiento • Raúl Ñato Zevallos • Cecilia O'Neill De la Fuente • Lucía Olavarria Salinas • Pilar Olavide Galdós • Antonio Olórtegui Marky • Bernardo Ortega Malatesta • Gonzalo Ortiz de Zevallos Olaechea • Andrés Osterling Letts • Giselle Pacheco Guillén • Valentín Paniagua Jara • Susana Paniagua Jara • Fernando Pardo Segovia • Cesar Augusto Parodi • Mario Pasco Lizarraga • Enrique Pasquel Rodríguez • Carlos Alberto Patrón Salinas • Juan Manuel Pazos Aurich • José Pedraza Newton • Fernando Peña Neves • Diego Pérez Terry • Luz María Pérez-Garland Gamio • Mariela Pérez-Costa Piscoya • Alejandro Peschiera Bonifaz • Renato Piazzón Falcone • Noé Fernando Nicolás Piérola Castro • Antonio Pinilla Cisneros • Pilar Pizarro Bustamante • Alfredo Polo Gálvez • Vladimir Popov • Andrea Portaro Pancorvo • Jose Miguel Porto Urrutia • Diego Portocarrero Koechlin • Patricia Pow-Sang Tejada • Rafael Prado Bringas • Luis Guillermo Puelles Olivera • Rafael Puiggros Aramburú • Maria Teresa Quiñones Alayza • Carmen Luz Quiróz Romero • Pedro Ramírez Pequeño • Roxana Ramírez Ráez • Christian Ramirez-Gastón Durán • Alberto Rebaza Torres • Aldo Reggiardo Denegri • Cristina Rey Montes • Claudia Cristina Reyes Juscamaita • Viviana Ritchie Martínez • André Robilliard Escobal • Marco Patricio Rodríguez Terry • Victor Rodríguez Macedo • Miguel Angel Ronceros Neciosup • Juan José Ruda Santolaria • Angela Ruiz de Somocurcio Cornejo • Silvia Ruiz Sandoval • Rosario Saco Oliva • Rafael Salazar Gamarra • Michelle Salcedo Teullet • Liliana Salomé Resurrección • Christian Schroeder Romero • Michel Seiner Pellny • Karen Sheppard Castillo • Hugo Hernando Sifuentes Domenack • Cynthia Siles Estabridis • Juliana Silva Cabrera • Gerardo Solís Vissher • Sara Sotelo Aguilar • Eduardo José Sotelo Castañeda • Ernesto Soto Chavéz • Gilda Spallarosa Lecca • Brenda Sparrow Alcázar • Patrick Stennig Lavalley • Luis Stucchi Díaz • Oscar Súmar Albújar • Rossana Pilar Taquia Gutierrez • Luciana Tataje Villalobos • Martín Tayro Cuba • Jaime Thorne León • María del Pilar Torres • Josefina Townsend Seoane • Augusto Townsend Klinge • Jorge Trelles Castro-Mendivil • Oscar Trelles De Belaunde • Gladis Triveño Chan Jan • Mariella Nathalia Trujillo Würtella • Manuel Ugarte Maggiolo • Rafael Urbina Fletcher • Jessica Valdivia Amayo • Eduardo Valdizán Sala • Cristina Van Zuiden Pancorvo • Luis Ernesto Vargas Loaysa • Nelly Vásquez Jiménez • Delia Vásquez Llerena • Robinson Vásquez Montes • Miguel Vega Alvear • Fernando Vega Sánchez • Inés Vega Franco • Jorge Vega Velasco • Claudia Velarde Arnaez • Jorge Velarde Arnaez • Luis Miguel Velarde Saffer • Verónica Vergaray Béjar • Inti Vidal Felip • Diego Villanueva Contardo • María Teresa Vizcarra Alarcón • Percy Wilman Arriarán • Verónica Zavala Lombardi • Ximena Zavala Lombardi • Gonzalo Alonso Zegarrra Mulanovich • Juan Carlos Zegarrra Vilchez • Carlos Zelada Acuña • Fiorella Zúñiga Dede

COMISIÓN DE CONTENIDO

La comisión de Contenido a cargo de la presente edición de **THEMIS-Revista de Derecho** estuvo conformada por: Mario Drago Alfaro (Director), Maria José Higuera Chicot, Miguel Morachimo Rodríguez, Juan Manuel Pazos Aurich, Ernesto Soto Chávez y Bruno Zanoló Maggiolo.

AGRADECIMIENTOS

THEMIS-Revista de Derecho agradece a todas las personas e instituciones que de una u otra manera colaboraron con nosotros, y sin cuyo apoyo no hubiera sido posible la publicación del presente número, en particular a:

Jean Paul Chabaneix, Alberto Rebaza Torres, Luis Pizarro Araguren, Luis E. Vargas Loayza, Narghis Torres Pérez, Paul Castritius Mendoza, Alex Córdova Arce, José Antonio Payet Puccio, Jorge Lazo Navarro, Ismael Noya de la Piedra, Juan Carlos de los Heros Echecopar, Rafael Corzo de la Colina, Mauricio Balbi Bustamante, Diego Peschiera Mifflin, Rafael Llosa Barrios, Salvador Sánchez-Terán Sánchez-Arjona, Eva Ferrada Lavall, Fernando Zunzunegui, Sergio Rodríguez Azuero, Anthony Ogus, Pierino Stucchi López Rasgada, François Vallaëys, Richard Epstein, César García Novoa, Robert Briner, William W. Fisher III, Lawrence Lessig, Shoschana Zusman Tinman, Todd Crider, Paula Samper Salazar, Javier de Belaunde L. de R., Juan Pablo Olmedo Bustos, Martín Zapiola Guerrico, José Delmar, Enrique Felices, Enrique Gherzi, Beatriz Boza, Carlos Patrón, Eduardo Quintanilla, Domingo Rivarola, Luis Miguel Velarde, Gonzalo de las Casas, Eduardo Vega, Juan Luis Hernández, Agnes Arbaiza, Eduardo Sotelo, Andrés Valle, Elizabeth Salmón, Fernando Cantuarias, Inés Vega, Oscar Súmar, Roger Rubio Guerrero, Jimena Aliaga, Isabel Lira, Oscar Montezuma, Juan Espinoza Espinoza, Jorge Toyama, Eduardo Vega, Víctor Madrid, Ricardo Elías, Andrés Pesaque, Manuela Fernández.

Universidad del Pacífico, Cámara de Comercio, Maestría de Derecho Procesal, Destilerías Unidas, Bco.Continental, Notaría Ortiz de Zavallos, Rebaza Alcazar y De las Casas, Duany & Kresalja, Rodrigo Elías y Medrano, Barrera Moller, Tramarsa, Estudio Muñiz, Ramírez, Pérez-Taiman y Luna Victoria, Estudio Miranda & Amado, Centro de Resolución de Conflictos de la PUCP, Banco de Crédito del Perú, Borea Abogados, Gherzi Abogados, Systems, Support & Services, Maestría de Desarrollo Ambiental, Rubio, Leguía, Normand & Asociados, Mayo FBC, Forsyth & Arbe, Navarro, Ferrero & Pazos, Notaría Murguía, Croci & Silva Abogados, Torres & Gayol Abogados, Notaría Rosaía Mejía R., IDEA PUCP, Barrios Fuentes Gallo Abogados, Dirección de Imagen Institucional de la PUCP, AFP Horizonte, PQ Arquitectos, Facultad de Derecho de la PUPC, Valor Presente SAC, Ingemedios, Linares Abogados, Revista de Derecho PUCP, Trial, Lowe, Estudio Roger Yon, AFP Integra.

FE DE ERRATAS - THEMIS 53

Nuestra edición 53 se publicó con un error en el nombre de uno de sus más importante autores: Jacobo Dopico. Mediante la presente fe de erratas, esperamos subsanar, en la medida de lo posible, el desliz cometido al colocar una tilde en su apellido, por lo que le pedimos las disculpas del caso.

PARTICIPACIÓN EN THĒMIS-REVISTA DE DERECHO

Todos los interesados en colaborar con **THĒMIS-Revista de Derecho** mediante sugerencias, comentarios o la publicación de artículos, pueden acercarse a nuestra oficina en el Segundo Piso de la Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú o enviarnos un correo electrónico a: **editor@revistathemis.com**

THĒMIS-Revista de Derecho agradece todo envío sin comprometerse a su publicación.

