

Renzo **Abanto** Bossio(\*)

# La **quiebra remota** frente a los **períodos de sospecha**: desincentivo a la inversión privada

«EL ANÁLISIS EFECTUADO NOS PERMITE APRECIAR CÓMO LA FALTA DE CONSISTENCIA EN LA REGULACIÓN DE PERÍODOS DE SOSPECHA, TANTO A NIVEL DE SU DURACIÓN COMO DE LOS CAUSALES QUE PERMITAN CUESTIONAR AQUELLAS TRANSFERENCIAS QUE SE VERIFICAN A SU INTERIOR, ES SUSCEPTIBLE DE DESALENTAR LA INVERSIÓN PRIVADA A TRAVÉS DE SPV».

## 1. Introducción

No cabe duda que de un tiempo a esta parte los esquemas de *project finance*<sup>(1)</sup> se han constituido en mecanismos idóneos para el financiamiento de proyectos en general. Ello debido a que el uso que estos esquemas hacen de vehículos de propósito especial (SPV, por sus siglas en inglés)<sup>(2)</sup> permite acotar el riesgo de los *sponsors* o promotores<sup>(3)</sup>, fomentando su participación.

Tal situación resulta particularmente relevante en países en vías de desarrollo como el nuestro, en los que los escasos recursos del Estado, y las deficiencias técnicas que este puede enfrentar, hacen necesaria la participación privada, en especial en lo que respecta a infraestructura y saneamiento, sectores en los que el requerimiento de capital resulta intensivo.

Adicionalmente a la posibilidad de limitar la responsabilidad de los *sponsors*, uno de los principales atractivos que poseen los esquemas

---

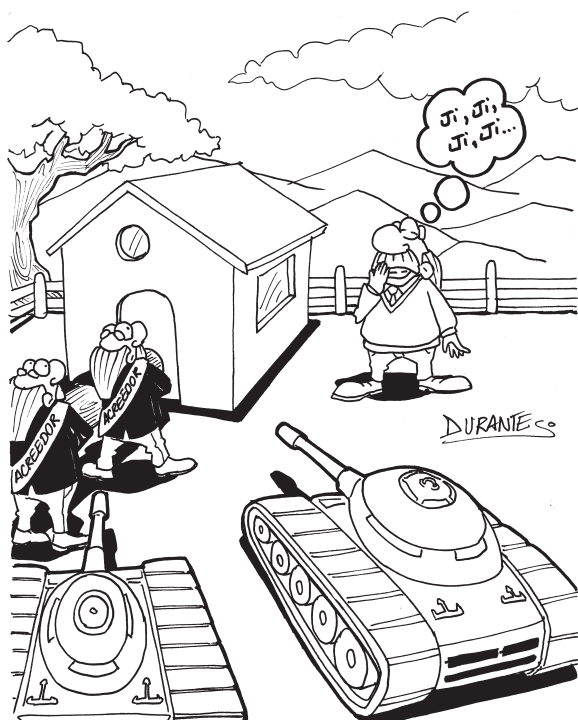
(\*) Abogado por la Pontificia Universidad Católica del Perú. Magíster en Finanzas y Derecho Corporativo por la Universidad ESAN. Las opiniones emitidas en el presente trabajo corresponden exclusivamente al autor.

(1) Los esquemas de *project finance* se diferencian del financiamiento corporativo o *corporate finance* en tanto que privilegian el financiamiento en función a los flujos esperados de un proyecto particular antes que el financiamiento en función a los activos de la empresa que desarrolla el proyecto en cuestión. En ese sentido, los esquemas de *project finance* son usualmente descritos como una serie de acuerdos contractuales destinados a hacer viable un proyecto, mediante la adecuada identificación y asignación de los riesgos que el proyecto conlleva.

(2) Los términos vehículo y SPV serán empleados indistintamente a lo largo del presente trabajo para referir a vehículos de propósito especial, entendiendo por estos a las instituciones que permiten la limitación de responsabilidad por parte de quienes participan en un esquema de *project finance*.

(3) Se consideran promotores o *sponsors* a los participantes que aportan recursos propios al proyecto. Si bien es usual incluir dentro de este rubro tanto a quienes aportan activos como a quienes aportan su experiencia en calidad de operadores del proyecto, para efectos del presente artículo el término *sponsors* referirá únicamente a los primeros.

## La quiebra remota frente a los períodos de sospecha: desincentivo a la inversión privada



antes referidos es el de *bankruptcy remoteness* o quiebra remota. Dicha característica otorga a quienes contratan con la SPV la certeza de que en caso de insolvencia de los *sponsors*, los activos aportados al vehículo no se verán afectados<sup>(4)</sup>.

No obstante lo dicho, no todo ordenamiento jurídico resulta compatible con el concepto de quiebra remota; motivo por el cual existe la posibilidad de que la regulación propia de cada país enerve los beneficios que dicha institución es susceptible de generar.

La situación antes descrita motiva el presente análisis, el cual parte de la definición del concepto de quiebra remota, a efectos de determinar la compatibilidad de dicha institución con el ordenamiento jurídico nacional, teniendo en consideración los diversos períodos de sospecha<sup>(5)</sup>

«COMO INDICÁSEMOS INICIALMENTE, LA QUIEBRA REMOTA LOGRA INCENTIVAR LA PARTICIPACIÓN PRIVADA EN AQUELLOS SECTORES EN LOS QUE LOS RECURSOS ESTATALES, TANTO MONETARIOS COMO TÉCNICOS, RESULTAN INSUFICIENTES».

establecidos por el legislador nacional. Ello en tanto que durante dichos períodos se relativiza el carácter definitivo de las transferencias<sup>(6)</sup> efectuadas.

Si a esto se añade el hecho de que el tratamiento legislativo de tales períodos no resulta homogéneo, nos encontraremos ante un escenario incierto para la inversión, el cual podría desincentivar la participación privada en sectores en los que los recursos estatales resultan insuficientes.

Es así que el presente trabajo pretende poner en evidencia la necesidad de uniformizar la regulación de los diversos períodos de sospecha que recoge el ordenamiento nacional, ello con el objeto de lograr predictibilidad, y por ende un marco adecuado para la inversión privada.

Cabe señalar que no es objeto del presente análisis el abordar los requisitos constitutivos de las transferencias de activos

(4) Tal como se verá más adelante, la afirmación en cuestión puede verse relativizada en el caso en que los activos transferidos al vehículo se encuentren principalmente constituidos por los flujos futuros del *sponsor*, situación que resulta usual en procesos de titulización de activos.

(5) Plazos dentro de los cuales el ordenamiento nacional contempla la posibilidad de que las transferencias de activos efectuadas sean cuestionadas y posteriormente anuladas.

(6) Los términos transferencia y cesión, así como los que se derivan de estos, serán utilizados como sinónimos.

## Renzo Abanto Bossio

efectuadas a favor de un SPV, sino por el contrario, partiendo de un enfoque financiero, incidir en el sobre costo que la incertidumbre derivada de la posibilidad de su cuestionamiento puede generar.

### 2. Definición de quiebra remota

Se entiende generalmente que un vehículo goza del beneficio de quiebra remota cuando logra ser aislado del riesgo crediticio de su *sponsor*. En ese sentido, si un SPV adquiere el beneficio de quiebra remota, los activos que le han sido transferidos no responderán por las deudas del *sponsor* que los transfiere, ni siquiera aun en el supuesto de su insolvencia.

Consideramos oportuno indicar que a diferencia de la limitación de responsabilidad implícita al vehículo, la cual permite al *sponsor* cuantificar y limitar su grado de exposición, la quiebra remota beneficia a los terceros que contratan con dicho vehículo. Ello en tanto que les otorga la seguridad de que los activos generadores de flujo transferidos al SPV no regresaran al patrimonio del *sponsor* en el evento de su insolvencia, siendo dedicados exclusivamente al proyecto para el cual han sido destinados.

De este modo, la transferencia de activos efectuada a favor del vehículo no debería poder ser cuestionada ni por el transferente ni por sus acreedores, constituyéndose en una «transferencia sin recurso»<sup>(7)</sup>, concepto ampliamente desarrollado por la doctrina norteamericana bajo la figura del *true-sale* y que resulta por definición un elemento determinante en la configuración de la quiebra remota.

A la luz de la regulación norteamericana de insolvencia, cuando una transferencia de activos a favor de un SPV califica

como un *true-sale*, dichos activos no se consideran como parte del *bankruptcy estate* del transferente -masa concursal-, dando lugar al *non-consolidation* o ausencia de consolidación patrimonial entre el transferente y el adquirente, en caso de insolvencia del primero. En consecuencia, los activos objeto de transferencia no responden por las deudas del transferente, permaneciendo en el patrimonio del adquirente y beneficiando únicamente a quienes contratan con este<sup>(8)</sup>.

Como resulta previsible, la calificación de una transferencia como un *true-sale* posee tal relevancia que es usual el requerir la emisión de una opinión legal sobre el particular (*true-sale/transfer opinion* o *substantive non-consolidation opinion*) en forma previa a la realización de una operación.

Sin embargo, debemos señalar que una de las principales críticas que se observa doctrinalmente es el hecho de que el concepto de *true-sale* puede ser desconocido en las cortes norteamericanas en procesos de insolvencia a la luz del *Bankruptcy Code*, mediante la aplicación del concepto de *substantive consolidation*<sup>(9)</sup>.

La aplicación de la *substantive consolidation*, o consolidación de patrimonios, por las cortes en

(7) Para efectos del presente trabajo, el término transferencia sin recurso refiere a aquellas transferencias de activos efectuadas con carácter definitivo. Es decir aquellas que no revierten al patrimonio del transferente en el evento de cumplimiento de un plazo o condición.

(8) AYOTTE, Kenneth M. y Stav GAON. *Asset-Backed Securities: Costs and Benefits of «Bankruptcy Remoteness»*, 2007. Disponible en: <http://www.utexas.edu/law/news/colloquium/papers/ayottpaper.pdf>.

(9) Se entiende por *substantive consolidation* o consolidación de patrimonios a la medida adoptada por las cortes norteamericanas, en virtud de la cual los activos que integran el patrimonio de una subsidiaria pasan a ser considerados como parte del patrimonio de su matriz.

Al respecto es de señalar que si bien el *Bankruptcy Code* no permite en forma expresa la *substantive consolidation*, las cortes americanas han empleado las facultades que les han sido conferidas bajo la Sección 105 (a) del precitado código a efectos de consolidar el patrimonio de empresas vinculadas (matrices y subsidiarias), permitiendo de esta forma a los

## La quiebra remota frente a los períodos de sospecha: desincentivo a la inversión privada

procedimientos de insolvencia ha dado lugar a una redefinición prácticamente casuística del concepto de *true-sale*<sup>(10)</sup>, provocando el cuestionamiento de lo «absoluto» de dicho concepto.

Si bien la situación antes descrita no permitiría establecer lineamientos unívocos para determinar cuándo se verifica un *true-sale*, no podemos dejar de analizar aquellos establecidos por la Financial Accounting Standards Board<sup>(11)</sup> a través de su norma 140, relativa al registro de las transferencias de activos financieros y extinción de responsabilidad del transferente (en adelante, FAS 140).

Ello en tanto que, tal como se advierte de su marco conceptual, los parámetros objetivos contemplados por la norma en cuestión parten de un análisis casuístico, a efectos de guardar coherencia con las prácticas que se vendrían adoptando en mercados financieros, así como de la comprensión de las consecuencias económicas que se derivan de los acuerdos contractuales destinados al aislamiento del activo transferido.

Como se desprende de lo antes señalado, dichos parámetros recogen la experiencia verificada en el mercado norteamericano, incorporando en su análisis los mecanismos que se han venido adoptando a efectos de suplir las deficiencias que el accionar de las cortes ha generado respecto del concepto de *true-sale*. Es por esto que la FAS 140 se constituye en un referente obligatorio para el presente caso.

De acuerdo a lo señalado por la FAS 140, aquella transferencia de activos financieros<sup>(12)</sup> en las que el transferente cede el control sobre el activo en cuestión recibirá el tratamiento de una venta, es decir una transferencia sin recurso o *true-sale*.

En ese sentido, la norma contable, en su noveno párrafo, considera que la transferencia efectuada da lugar a la pérdida

acreedores ejercer acciones sobre dichos patrimonios de forma conjunta. MOYE, Kristen. *Bankruptcy Opinions in Securitized Real Estate Loan Transactions: Non-Consolidation and True Sale/Transfer Opinions*, 2004. En: [http://www.abanet.org/rppt/meetings\\_cle/spring2004/rp/Mindingpandq/moye.pdf](http://www.abanet.org/rppt/meetings_cle/spring2004/rp/Mindingpandq/moye.pdf).

(10) Las cortes norteamericanas, al analizar procesos de insolvencia, han establecido una serie de factores a efectos de determinar si una transferencia califica o no como un *true-sale* y si por ende da lugar al *non-consolidation*. Dentro de estos factores encontramos los siguientes:

- a) La transferencia del riesgo de pérdida del bien transferido.
- b) La ausencia de la posibilidad de ajustar el precio pagado por el bien una vez que este ha sido transferido.
- c) La intención de las partes de realizar una transferencia definitiva o sin recurso, la cual se desprende de su conducta, de las características de la operación y de la documentación que sirve de sustento a la misma.
- d) La transferencia de todos los beneficios inherentes a la propiedad del activo transferido.
- e) El grado de control del transferente sobre el activo con posterioridad a su transferencia.
- f) El tratamiento contable y tributario que se otorga a la transferencia bajo análisis.

Como se desprende de lo señalado, tales factores no permiten una definición *a priori* respecto de la calidad de *true-sale* de la transferencia bajo análisis, sino que por el contrario dotan de subjetividad a su calificación. *Ibid.*

(11) La Financial Accounting Standards Board es la entidad designada por la Securities Exchange Commission a efectos de establecer los principios contables generalmente aceptados que resultan de aplicación a las empresas públicas, entendiendo por estas a las empresas de accionariado difundido que participan en el mercado de valores.

(12) Resulta necesario indicar que la propia FAS 140 define activos financieros como efectivo, títulos representativos de participación, e incluso aquellos acuerdos que permitan al beneficiario recibir efectivo u otro instrumento financiero o intercambiar dichos instrumentos en términos favorables. De acuerdo a los USGAAP los criterios aplicables al registro y transferencia de activos depreciables se encuentran recogidos principalmente en los APB 6, 12 y 29, así como en las FAS 34 y 121, mientras que los correspondientes a los activos amortizables se encuentran contemplados en la APB 17, así como las FAS 2, 7 y 44.

Sin embargo, el análisis de los principios rectores que rigen la transferencia de activos en el marco de las normas contables distintas a la FAS 140 excede el objeto del presente trabajo.

## Renzo Abanto Bossio

del control sobre el activo transferido, cuando se verifican conjuntamente los siguientes supuestos:

- a) La cesión efectuada aísla al activo cedido tanto del cedente como de sus acreedores, incluso en caso de insolvencia.
- b) El cesionario adquiere la libre disposición sobre los bienes cedidos, sin que tal facultad se encuentre condicionada. Asimismo, el beneficio que la cesión genere al cedente no puede ser solo aparente.
- c) El cedente no mantiene control efectivo sobre el activo cedido a través de: (i) acuerdos contractuales que lo legitiman y obligan a recomprar o redimir el activo antes de su vencimiento; o, (ii) la capacidad de recuperar los activos cedidos, de manera unilateral<sup>(13)(14)</sup>.

Conforme se desprende de lo antes señalado, el enfoque de la FAS 140 parte del análisis de la pérdida de control, entendiendo por dicho término a la capacidad de disposición del adquirente sobre el activo, incidiendo asimismo en el aislamiento del activo cedido en caso de insolvencia del cedente<sup>(15)</sup>.

En ese sentido, se advierte que a efectos de que se configure un *true-sale*, y se obtenga por ende la quiebra remota del vehículo, el destinatario del activo transferido deberá poder disponer libremente de este, «con prescindencia de la

situación económica y financiera que experimente quien lo transfiera».

Siendo así, aun cuando jurídicamente una transferencia pueda ser considerada como definitiva, la existencia de un período en el cual esta pueda ser revertida afectará su condición de *true-sale*, y por ende la obtención del beneficio de quiebra remota.

La afirmación efectuada cobra relevancia desde un enfoque financiero, toda vez que la incertidumbre resultante de la posibilidad de cuestionamiento tendrá un efecto adverso en el costo financiero de la operación<sup>(16)</sup>.

### 3. Project finance y la relevancia de la quiebra remota

Como indicásemos inicialmente, la quiebra remota logra incentivar la participación privada en aquellos sectores en los que los recursos estatales, tanto monetarios como técnicos, resultan insuficientes. Ello debido a que mientras el uso de un vehículo permite

(13) La excepción a este último supuesto es el *clean-up call* contemplado en los párrafos 50 a 54 de la FAS 140.

(14) Si bien en estricto los requisitos contemplados en el párrafo 9, literales b y c, de la FAS 140 permitirían sostener que las transferencias efectuadas en dominio fiduciario a patrimonios fideicometidos no implican la pérdida de control sobre el activo, la norma contable establece una serie de requisitos adicionales a ser satisfechos en tal supuesto. Así se advierte en particular de los párrafos 35 a 54, dentro de los que se enumeran las condiciones que un patrimonio fideicometido debe cumplir a efectos de ser considerado un *Qualifying SPE*, y por ende no encontrarse obligado a consolidar sus estados financieros con los del fideicomitente.

(15) Cabe indicar que dicho tratamiento difiere de aquel contemplado en la Norma Internacional de Contabilidad 39, referente al reconocimiento y valoración de instrumentos financieros y de aplicación en el Perú, para la cual la baja en cuentas de un activo financiero se verifica solo cuando opera una cesión sustancial de los riesgos y beneficios inherentes a este. En caso dicha cesión no se verifique en forma sustancial, se deberá analizar si esta implica o no la pérdida de control sobre el activo, y solo en caso no se pierda dicho control, entendiendo por este a la capacidad de disponer del activo en cuestión, la entidad deberá seguir reconociendo en su balance general tal activo.

(16) Debemos recordar que la evaluación de un proyecto en función a la metodología de flujos descontados implica la determinación de una tasa de descuento que refleje el costo de oportunidad del inversionista. En ese sentido, la incertidumbre que el cuestionamiento referido podría generar implicará una mayor asunción de riesgo por parte del inversionista, y por ende requerirá una mayor tasa de descuento a efectos de remunerar tal asunción. Como resulta evidente, esta situación podrá afectar seriamente la viabilidad del proyecto, al generar un sobre costo financiero.

## La quiebra remota frente a los períodos de sospecha: desincentivo a la inversión privada

a los inversionistas limitar su grado de exposición mediante el aporte que efectúen a este, el hecho que dicho vehículo goce del beneficio de quiebra remota reduce el riesgo crediticio al que los terceros que contratan con este podrían encontrarse expuestos.

La particularidad antes descrita resulta de especial relevancia en el caso de financiamiento a través de *project finance*, tal como a continuación se detalla.

Resulta pertinente recordar que una de las características inherentes al *project finance* es el financiamiento del proyecto en función a sus flujos esperados antes que a los activos que constituyen el patrimonio de los *sponsors*, lo cual usualmente se evidencia en el nivel de apalancamiento del vehículo.

Para esto, la estructura propuesta deberá ser capaz de aislar al proyecto a financiar del riesgo crediticio de los *sponsors*, debiendo asimismo otorgar la certeza de que los activos generadores de flujos que se aportan a la SPV permanecerán bajo su control durante el período en el que se espera que el proyecto genere flujos.

Siendo así, es evidente que mientras la SPV a constituir no obtenga en forma definitiva el beneficio de quiebra remota, la posible afectación de los activos productivos aportados al vehículo dará lugar a que los flujos esperados sean inciertos. Dicha situación afectará seriamente el costo del financiamiento y por ende la viabilidad del proyecto.

En ese sentido, la obtención de la quiebra remota de forma definitiva, es decir no solo el que se verifiquen los supuestos que permiten calificar a una transferencia como definitiva sino

asimismo el vencimiento de los plazos durante los cuales esta puede ser cuestionada, posee una mayor relevancia financiera que jurídica.

Sin perjuicio de lo antes señalado, consideramos necesario precisar que la utilidad de vehículos dotados del beneficio de quiebra remota no se restringe al financiamiento de proyectos de inversión vía *project finance*. Por el contrario, su uso resulta determinante en aquellos sectores económicos en los que el grado de exposición al riesgo crediticio de la matriz es elevado, así como en aquellos sectores de la actividad económica en los que se verifican contingencias de difícil cuantificación<sup>(17)(18)</sup>.

No obstante lo dicho, el intento del legislador de mitigar el riesgo que el uso indebido del beneficio de la quiebra remota puede generar<sup>(19)</sup>, ha dado lugar a un marco normativo inconsistente. Ello debido principalmente a la falta de homogeneidad con la que los diversos cuerpos normativos que conforman el marco jurídico nacional han regulado los períodos de sospecha; y, a la diversidad de causales existentes para solicitar la ineficacia de transferencias efectuadas en desmedro del acreedor.

A efectos de evidenciar la incertidumbre que la situación antes descrita es susceptible de

- 
- (17) En Norteamérica, el uso de vehículos dotados de quiebra remota es común en sectores diversos como servicios públicos, banca e incluso en la industria tabacalera, donde la existencia de pasivos de difícil cuantificación hace necesario el aislar a las empresas que integran un grupo económico de aquellas que se encuentran expuestas a dichas contingencias. ÁVILA-NORES, Matías. *Ring-Fencing and other Bankruptcy-Remote Techniques*, 2002.
- (18) Se debe tener en consideración que el esquema de responsabilidad extracontractual norteamericano incorpora el concepto de daño punitivo a la indemnización que las cortes son capaces de otorgar, motivo por el cual dicha indemnización podría superar en exceso a aquella que se otorgaría en el caso nacional. Sin embargo, la situación antes descrita no implica que el uso de vehículos se encuentre restringido a realidades distintas a la nuestra.
- (19) Como resulta evidente, el uso de un vehículo dotado del beneficio de quiebra remota se constituye en un mecanismo idóneo para la descapitalización del deudor frente a sus acreedores.

Renzo **Abanto** Bossio

generar respecto de la obtención del beneficio de la quiebra remota, procederemos a analizar los principales vehículos que el ordenamiento nacional permite constituir, así como los diversos períodos de sospecha que les resultan aplicables.

#### 4. Constitución de vehículos en el marco de la legislación nacional

Como se desprende del análisis efectuado, la relevancia de la quiebra remota, a la luz de los esquemas de *project finance*, radica en la certidumbre que otorga respecto de la situación de los activos generadores de flujos transferidos a la SPV, inclusive en el supuesto de insolvencia de quien los transfiere.

Establecida tal premisa, corresponde determinar cuales son las instituciones contempladas por el ordenamiento jurídico nacional que permiten la constitución de vehículos que no solo limiten el grado de exposición patrimonial del *sponsor*, sino que asimismo aislen los activos transferidos del riesgo crediticio del *sponsor*.

Dentro de las alternativas que el ordenamiento jurídico nacional contempla para la constitución de vehículos, resultan relevantes para el presente análisis las «sociedades de capital en sus diversas modalidades»<sup>(20)</sup>, reguladas por la Ley General de Sociedades, y los «patrimonios fideicometidos» contemplados por la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros. Cabe señalar que en el caso de los patrimonios fideicometidos empleados en el marco de procesos de titulización resultará necesario el remitirnos a la Ley del Mercado de Valores y sus normas complementarias.

Los vehículos constituidos en virtud de los dispositivos precitados permiten la limitación de responsabilidad por parte de los *sponsors*<sup>(21)</sup>, en tanto que resultan entidades jurídica y

económicamente distintas a sus accionistas o socios -en el caso de sociedades anónimas y sociedades comerciales de responsabilidad limitada- o de los fideicomitentes -en el caso de patrimonios fideicometidos.

En el extremo referente a la obtención del beneficio de quiebra remota por parte de dichos vehículos, debemos indicar que el ordenamiento nacional no contempla un concepto similar al de *true-sale*, al no establecer un listado taxativo de requisitos previos que deban ser satisfechos a efectos de que la transferencia en cuestión sea considerada una transferencia definitiva.

En ese sentido, si bien toda transferencia de activos debería poder ser considerada como una transferencia con carácter definitivo, salvo pacto expreso en contrario, el ordenamiento nacional recoge una serie de supuestos que permiten su posterior cuestionamiento, desvirtuando así el concepto de transferencia sin recurso antes referido, y por ende el de quiebra remota, con las consecuencias en el costo de financiamiento ya adelantadas.

Entre tales supuestos encontramos a los períodos de sospecha, los cuales no obstante haber sido establecidos para tutelar el derecho de crédito de los acreedores, poseen un tratamiento tan disímil que no aportan certeza respecto de la oportunidad en la que un vehículo obtiene la quiebra remota de manera definitiva.

(20) Para efectos del presente trabajo, el término sociedades de capital refiere exclusivamente a las sociedades anónimas, incluyendo dentro de estas a las sociedades anónimas tanto abiertas como cerradas, así como a las sociedades comerciales de responsabilidad limitada. Se excluye del término a las sociedades civiles de responsabilidad limitada debido a que aun cuando permiten el beneficio de la limitación de responsabilidad, su tipo de actividad no se encuentra directamente vinculada a aquellos proyectos que son usualmente financiados a través del *project finance*.

(21) Esto se advierte del artículo 31 de la Ley General de Sociedades y 241 de la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros, y en especial del artículo 301 de la Ley del Mercado de Valores.

## La quiebra remota frente a los períodos de sospecha: desincentivo a la inversión privada

A continuación analizaremos los períodos de sospecha que, a nuestro entender, resultan de mayor relevancia para efectos del presente trabajo.

### 4.1. Acción pauliana

Tal como se desprende del artículo 195 y siguientes del Código Civil, la acción pauliana se encuentra destinada a lograr la ineficacia de aquellas transferencias de activos que impliquen la descapitalización de quien los transfiere en desmedro de sus acreedores.

Teniendo en consideración el plazo prescriptivo que contempla la norma<sup>(22)</sup>, resulta posible cuestionar las transferencias efectuadas hasta dos años antes de la interposición de la demanda respectiva. En el extremo referente a los actos cuya ineficacia puede ser solicitada, nos encontramos por un lado ante: (i) los actos gratuitos del deudor, siempre y cuando estos perjudiquen el cobro del crédito<sup>(23)</sup>; y, (ii) los actos a título oneroso, incluyendo dentro de estos el otorgamiento de garantías, siempre y cuando se acredite el conocimiento, real o potencial, por parte del tercero, respecto del perjuicio al crédito<sup>(24)</sup>.

Consideramos pertinente señalar que si bien se ha establecido asimismo un marco de protección para los terceros sub adquirentes a título oneroso y de buena fe, tal situación no enerva el hecho de que mediante la acción pauliana se afecte la quiebra remota de un vehículo. Ello en tanto que la protección reconocida a favor de los terceros sub adquirentes resultará eficaz solo cuando haya identidad entre el activo transferido por el deudor al tercero y aquel transferido a su vez a favor del tercero sub adquirente. Sin embargo, si el activo transferido al tercero sub adquirente es un activo financiero cuyo respaldo es el activo originalmente cedido, o es un activo derivado que tiene como subyacente al activo cuya transferencia se pretende cuestionar, tal protección resultará inexistente.

Como se advierte de lo dicho, aquellos inversionistas (terceros sub adquirentes) que adquieran los activos financieros emitidos por un vehículo (tercero adquirente) respaldados por los activos aportados por su *sponsor* (deudor) podrán verse perjudicados si el acreedor de dicho *sponsor* opte por ejercitar una acción pauliana, en caso se configure un supuesto habilitante para tal accionar. Ello en tanto que si bien los activos financieros que adquirieron difieren de los activos aportados, el hecho de que estos les sirvan de respaldo puede afectar seriamente su capacidad de cobro en caso el propio vehículo no pueda afrontar tal acreencia.

Del mismo modo, resulta pertinente recordar que de acuerdo a lo dispuesto por el artículo IX del Código Civil, las disposiciones de dicho cuerpo normativo resultan de aplicación supletoria a las relaciones jurídicas reguladas por otras leyes, siempre que no sean incompatibles con su naturaleza. En consecuencia, aun a pesar de la existencia de la limitación antes referida, en la práctica puede resultar complicado determinar cuando la aplicación de una norma supletoria da lugar a la desnaturalización del supuesto de hecho regulado por la norma especial, situación que es susceptible de generar mayor incertidumbre respecto de la aplicación de la acción pauliana.

### 4.2. Período de sospecha según la Ley General del Sistema Concursal

De acuerdo a lo dispuesto por el artículo 19 de la Ley General del Sistema Concursal, resulta

(22) Artículo 2001, numeral 4, del Código Civil peruano.

(23) Tal como se advierte del propio cuerpo normativo, el perjuicio podrá verificarse tanto en la imposibilidad de pago como en la dificultad del cobro.

(24) El legislador establece ciertas sutilezas dependiendo de si el crédito es anterior o posterior al acto de disminución patrimonial. En el primer caso, se deberá acreditar que el tercero podía razonablemente conocer el perjuicio que el acto en cuestión podría generar en el crédito, mientras que en el segundo supuesto se requiere demostrar que la intención con la que se celebra el acto de disminución patrimonial es la de perjudicar al futuro acreedor.



## Renzo Abanto Bossio

posible solicitar la ineficacia, y por ende la inoponibilidad frente a los acreedores del concurso, de los gravámenes, transferencias, contratos y demás actos jurídicos, ya sean a título gratuito u oneroso, «que no se refieran al desarrollo normal de la actividad del deudor».

Para tales efectos, dichos actos deberán generar un perjuicio en el patrimonio del deudor, debiendo asimismo haber sido realizados o celebrados dentro del año anterior a la fecha en la que el deudor presenta su solicitud de acogimiento a algún procedimiento concursal, o es notificado de la resolución de emplazamiento o del inicio de la disolución y liquidación.

Asimismo, la norma precitada extiende el supuesto antes referido a aquellos actos celebrados con posterioridad a las fechas señaladas en el párrafo precedente hasta el momento en que la Junta nombre o ratifique a la administración del deudor o se apruebe y suscriba el respectivo convenio de liquidación. Para tales efectos, la norma en cuestión contempla un listado taxativo de eventos cuestionables<sup>(25)</sup>, el cual excede a los supuestos contemplados en el numeral 19.1. de dicho dispositivo.

Así, la norma concursal abre un abanico de posibilidades para cuestionar transferencias efectuadas a favor de vehículos, y todas ellas desde el enfoque de la atipicidad de la operación materia de cuestionamiento.

### 4.3. Invalidez de transferencia fiduciaria

Conforme lo dispone el artículo 245 de la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros, la acción para anular la transmisión del dominio fiduciario, cuando esta se realiza en fraude de acreedores caduca a los seis meses de publicado en el Diario Oficial El Peruano, por tres días consecutivos, un aviso que dé cuenta de la enajenación. En todo caso, esa caducidad opera a los dos meses de la fecha en que el acreedor haya sido notificado personalmente de la constitución del fideicomiso.

Como se advierte de la norma en cuestión, el período de sospecha fluctúa entre dos y seis meses, siendo viable el cuestionamiento de la transferencia siempre que se acredite que esta se ha efectuado «de manera fraudulenta» en desmedro del acreedor.

Sin embargo, el hecho de que la norma en cuestión no contemple parámetros objetivos que permitan calificar a una transferencia como fraudulenta, no otorga predictibilidad,

(25) Artículo 19.

(...)

19.3. Podrán ser declarados ineficaces y, en consecuencia, inoponibles frente a los acreedores, los actos jurídicos celebrados entre la fecha que presentó su solicitud para acogerse a alguno de los procedimientos concursales, fue notificado de la resolución de emplazamiento o fue notificado del inicio de la disolución y liquidación hasta el momento en que la Junta nombre o ratifique a la administración del deudor o se apruebe y suscriba el respectivo Convenio de Liquidación, según sea el caso, que se detallan a continuación:

- a) Todo pago anticipado por obligaciones no vencidas, cualquiera sea la forma en que se realice.
- b) Todo pago por obligaciones vencidas que no se realice de acuerdo a la forma pactada o establecida en el contrato o en el título respectivo.
- c) Los actos y contratos a título oneroso, realizados o celebrados por el insolvente que no se refieran al desarrollo normal de su actividad.
- d) Las compensaciones efectuadas entre obligaciones recíprocas entre el deudor y sus acreedores.
- e) Los gravámenes constituidos y las transferencias realizadas por el insolvente con cargo a bienes de su propiedad, sea a título oneroso o a título gratuito.
- f) Las garantías constituidas sobre bienes del deudor, dentro del plazo referido, para asegurar el pago de obligaciones contraídas con fecha anterior a este.
- g) Las ejecuciones judiciales o extrajudiciales de su patrimonio, desde la difusión del concurso.
- h) Las fusiones, absorciones o escisiones que impliquen un detrimento patrimonial.

## La quiebra remota frente a los períodos de sospecha: desincentivo a la inversión privada

por lo menos no en el extremo referente a la posibilidad de su anulación.

Consideramos asimismo pertinente mencionar que el esquema de plazos establecido por el legislador resulta razonable en el caso de transferencias de dominio fiduciario sobre bienes existentes, mas no así en el caso de bienes futuros.

Tomemos, por ejemplo, el caso de un fideicomiso constituido en el marco de un proceso de titulización, en el cual los activos a ser transferidos por el originador serán sus flujos futuros. La aplicación literal del artículo 245 permitiría sostener que al no verificarse una enajenación efectiva de los activos, bastaría con comunicar al acreedor la constitución del fideicomiso para que empezase a computarse el plazo de caducidad establecido por la norma en cuestión, aun cuando durante dicho período no resultase posible determinar con certeza la magnitud o relevancia de los activos que se transfieren.

Entendemos que tal situación sería susceptible de generar indefensión en el acreedor, en tanto que restringiría su posibilidad de cuestionar la «transferencia» a un período en el cual no posee información real respecto de si esta es capaz de generarle o no un perjuicio.

### 4.4. Invalidez de transferencia fiduciaria en procesos de titulización

Resulta pertinente indicar que de conformidad con lo dispuesto por la Ley del Mercado de Valores, con prescindencia del tipo de patrimonio de propósito exclusivo que se emplee, la forma en que los activos se incorporan al patrimonio es regulada por las normas aplicables a la transferencia regular del activo en cuestión<sup>(26)</sup>. En ese sentido, la normativa aplicable a los procesos de titulización no pretende regular el procedimiento de transferencia de activos, remitiéndose en dicho extremo a normas generales.

Siendo así, la norma antes referida no establece un nuevo período de sospecha, o causales adicionales para su aplicación. Sin embargo, el dispositivo en cuestión incorpora un factor adicional a ser considerado especialmente en el caso de ofertas públicas de valores titulizados.

De conformidad con lo dispuesto en el artículo 298 de la Ley del Mercado de Valores, no podrá declararse la nulidad, anulación o ineficacia por fraude del acto por el cual una persona constituye un patrimonio de propósito exclusivo y se obliga a transferir activos a este, siempre y cuando tal declaración pueda generar un perjuicio para quienes hubieran suscrito o adquirido valores por oferta pública, o a través de oferta privada obrando de buena fe<sup>(27)</sup>.

Asimismo, el artículo 299 de la norma precitada establece como criterio para la determinación del perjuicio la imposibilidad o dificultad en el pago de los valores, o en todo caso el descenso en la clasificación de riesgo otorgada.

Aun cuando este mecanismo de protección resulta mucho más objetivo en su tratamiento, y por ende predecible, que el establecido a favor de los terceros sub adquirentes en el caso de la acción pauliana, la existencia de períodos de sospecha respecto de los activos transferidos al patrimonio aun podría resultar perjudicial para los tenedores de valores. Ello debido a que si bien por mandato legal la obligación del originador de transferir activos a un

(26) Así se desprende del artículo 296 de la Ley del Mercado de Valores, el cual establece en forma expresa que la transferencia de activos a los patrimonios de propósito exclusivo o a sociedades tituladoras, se efectúa a través de los actos jurídicos que corresponda de acuerdo a su naturaleza.

(27) Conforme la precisión efectuada por el artículo 7 del Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos, el mecanismo de protección antes referido solo resultará aplicable cuando los valores hayan sido colocados o transferidos a título oneroso a los inversionistas.

## Renzo **Abanto** Bossio

patrimonio de propósito exclusivo no podrá ser cuestionada cuando genere un perjuicio a los tenedores de valores, esto no lo exime de responsabilidad en caso se acredite la existencia de fraude en perjuicio del crédito de un acreedor.

Así por ejemplo, si el originador compromete sus flujos futuros con un acreedor y posteriormente se obliga a aportar estos a un patrimonio de propósito exclusivo a efectos de que dicho vehículo emita valores con cargos a tales activos, no resultará posible para el acreedor cuestionar tal accionar. Sin embargo, esto no implica que como resultado de la situación descrita el originador asuma una contingencia que afecte su desempeño, y por ende su capacidad de cumplir con las obligaciones asumidas en el marco del proceso de titulización.

Como se advierte de lo dicho, a pesar del marco de protección establecido a favor de los titulares de los valores titulizados, la situación antes descrita podría afectar seriamente el derecho de crédito de estos.

En ese sentido, resulta posible identificar supuestos en los que la sola existencia de períodos de sospecha puede desvirtuar los mecanismos de protección específicos establecidos por el legislador.

Tal como se desprende de lo expuesto, se observa que lo disímil de la regulación de los períodos de sospecha no permite determinar con certeza la oportunidad en la que se obtiene la quiebra remota de manera definitiva, situación que es susceptible de incrementar el riesgo que el inversionista que contrata con un vehículo esté dispuesto a asumir, y por ende el costo del financiamiento del proyecto.

### **5. Aplicabilidad del concepto de quiebra remota en el marco de la legislación nacional**

Tal como se advierte de lo hasta aquí expuesto, son diversas las instituciones jurídicas que de una u otra forman permitirían a un SPV adquirir el beneficio de quiebra remota. Sin embargo, lo disímil del tratamiento de los períodos de sospecha ya analizados puede desincentivar la participación privada, en especial en aquellos sectores económicos en los cuales los recursos del Estado resultan insuficientes, al exponer al inversionista a un riesgo mayor al esperado; o, de difícil cuantificación.

En primer lugar, no existen plazos uniformes para determinar el período durante el cual resulta posible cuestionar la transferencia efectuada a favor de la SPV, por lo que no existe certeza respecto de la oportunidad a partir de la cual el vehículo adquiere la quiebra remota de manera definitiva.

En segundo lugar, no solo el plazo de los períodos de sospecha varía de una institución a otra, sino también el enfoque con el que dichos períodos son abordados. Así, en función a las normas aplicables, se establecen como parámetros de análisis (i) la atipicidad de la operación, de conformidad con la norma concursal; (ii) el potencial conocimiento del perjuicio a causar al acreedor, de acuerdo al Código Civil; y, (iii) lo fraudulento de las transferencias que se efectúan en detrimento del derecho de crédito del acreedor, en el caso de patrimonios fideicometidos.

Como se advierte de ello, no existiría consistencia entre los diversos criterios bajo los que podría analizarse la procedencia del cuestionamiento de transferencias efectuadas al interior de los períodos de sospecha.

En tercer lugar, y como consecuencia de la inconsistencia relativa a los criterios antes referidos, existe una diversidad de operaciones que podrán ser objeto de cuestionamiento. Así, dependiendo de la norma aplicable, podrán cuestionarse no solo las transferencias de propiedad, ya sean a título oneroso o gratuito, sino igualmente la constitución de garantías e incluso los supuestos de reorganización societaria.

En ese orden de ideas, la forma en que los diversos cuerpos normativos regulan los supuestos habilitantes para el cuestionamiento

## La quiebra remota frente a los períodos de sospecha: desincentivo a la inversión privada

de transferencias, no permite identificar *a priori* y de forma unívoca la oportunidad en la que un vehículo goza de quiebra remota de forma definitiva. Si a esto se le suma la subjetividad con la que el poder judicial puede abordar tales temas, nos encontraremos ante un escenario incierto y por ende poco favorable para la participación privada.

### 6. Reflexiones

El análisis efectuado nos permite apreciar cómo la falta de consistencia en la regulación de períodos de sospecha, tanto a nivel de su duración como de los causales que permitan cuestionar aquellas transferencias que se verifican a su interior, es susceptible de desalentar la inversión privada a través de SPV.

Ello debido a que lo asistemático de su tratamiento genera un escenario incierto respecto del momento en que una SPV puede gozar o no del beneficio de quiebra remota en forma definitiva. Por ende, en tanto no se verifique un tratamiento uniforme de los períodos de sospecha y las causales que permitan cuestionar transferencias de activos, no resultará posible acotar el riesgo legal vinculado a la constitución del vehículo, y por ende no se verificarán las condiciones de predicibilidad y certeza que incentiven la participación privada.

Consideramos pertinente recalcar que el presente artículo no ha tenido por objeto el

cuestionar las diversas causales que permiten el cuestionamiento de transferencias de activos, ni mucho menos proponer un mecanismo para definir un plazo «justo» al cual se sometan los períodos de sospecha. La finalidad del presente análisis es evidenciar la relevancia que el concepto de quiebra remota implica en el *project finance*, desde un enfoque financiero antes que jurídico, y cómo esta puede verse desvirtuada cuando no se da un tratamiento uniforme respecto de los temas antes referidos.

Resulta pertinente culminar estas líneas con una pequeña reflexión, la viabilidad o «bancabilidad» de un proyecto de inversión, especialmente de aquellos estructurados sobre la base del *project finance*, descansa en su capacidad de generar flujos sostenibles en el tiempo. Para tales efectos, mientras menos predecible sea el escenario en el cual se efectúa la inversión, mayor será el riesgo a asumir y por ende más costoso el financiamiento del proyecto.

Siendo así, no cabe duda que en tanto no se cuente con un mínimo de certeza respecto de la situación jurídica y financiera del vehículo que se pretenda emplear para llevar a cabo un proyecto, y en particular si este cuenta o no con el atributo de quiebra remota de manera definitiva, la reducción del costo de financiamiento no será posible, pudiendo hacerse inviable el proyecto en sí.

Mientras más incierto sea el escenario, menos incentivos habrá para la participación privada. Así, teniendo en consideración lo escaso de los recursos estatales para afrontar las necesidades básicas de la población, resulta evidente que sin el aporte del sector privado no será posible satisfacer tales necesidades. Por ello, los esfuerzos del legislador deberían reorientarse hacia generar un marco normativo no «cosméticamente» promotor, sino coherente y, por decir lo menos, predecible.