

EL DERECHO DE VOTO DE LOS ACREEDORES VINCULADOS AL DEUDOR INSOLVENTE: APROXIMACIÓN AL TEMA A PARTIR DE UN ANÁLISIS ECONÓMICO¹

Huáscar Ezcurra*

Dada la situación económica de nuestro país muchas empresas han caído en la insolvencia, insolvencia que en algunas ocasiones es temporal y no justifica la liquidación y extinción de las referidas empresas. En otras ocasiones, sin embargo, se trata de empresas que no generan ningún beneficio a la sociedad.

Ahora bien, quienes deben decidir ante la insolvencia de una empresa si la misma puede reestructurarse o debe liquidarse son los acreedores, pues ellos cuentan con los incentivos correctos para la toma de tal decisión. A ellos afectará el éxito o fracaso de un proceso de reestructuración.

Sin embargo, lo anterior no se cumple cuando estamos frente a los acreedores vinculados, es decir a acreedores que mantienen una relación especial con los accionistas.

En el presente artículo, el autor realiza un interesante análisis de la eficacia del Derecho de Voto en las juntas de acreedores, en las que se encuentran presentes acreedores vinculados, ya que éstos no cuentan con los mismos incentivos que los acreedores comunes.

I. INTRODUCCIÓN

El 31 diciembre de 1992 entró en vigencia La Ley de Reestructuración Empresarial (Decreto Ley 26116). Posteriormente, en setiembre de 1996, la Ley de Reestructuración Empresarial fue modificada y substituida por la vigente Ley de Reestructuración Patrimonial – Decreto Legislativo 845. La legislación referida significó un cambio radical en el modelo peruano de reestructuración empresarial: de un modelo que promovió una activa participación del Poder Judicial en los procesos de liquidación de activos como mejor solución a la insolvencia de empresas², se pasó a un modelo privado que trasladó a los acreedores la facultad y obligación de evaluar la viabilidad del negocio y decidir su destino entre la reorganización o la liquidación. El proceso se privatizó porque dejó de ser administrado y supervisado por el Poder Judicial, y porque se le confirió a los acreedores la posibilidad de decidir el destino de su deudor por mayoría, optando por la reestructuración o la liquidación, según lo que considerasen más conveniente a sus intereses. Al Instituto Nacional de Defensa de la Competencia y de la Protección de la Propiedad Intelectual (Indecopi) se le encomendó la tramitación y supervisión del proceso. Las decisiones dentro del proceso se reservaron exclusivamente para los acreedores por mayoría de votos³.

* Abogado.

¹ La versión original del presente artículo está escrita en el idioma inglés. La traducción correspondiente estuvo a cargo de Marifé Martinelli (alumna del último ciclo de la Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú) y Domingo Rivarola (abogado por la Pontificia Universidad Católica del Perú). Los traductores agradecen el apoyo del Señor Augusto Vargas (alumno del sexto ciclo de la Facultad de Derecho de la Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas) en la redacción y corrección de la versión final.

² Si bien la Ley Procesal de Quiebras, Decreto Ley 7566 -régimen vigente con anterioridad a la Ley de Reestructuración Empresarial- estableció la posibilidad de que los acreedores tomaran decisiones por mayoría, las altas mayorías establecidas para adoptar acuerdo, así como las atribuciones conferidas a la autoridad judicial, ocasionaron que, en la práctica, la liquidación de activos fuera generalmente la única respuesta ante la insolvencia.

³ Bajo la Ley de Reestructuración Empresarial se requería del voto de más del 70% de los acreedores reconocidos para tomar decisión sobre el destino del deudor. Con la Ley de Reestructuración Patrimonial, se requiere del voto favorable de más del 66,6% de los créditos reconocidos por el Indecopi para tomar decisión sobre el destino.

Haber otorgado a los acreedores la posibilidad de decidir por la reestructuración o la liquidación, sin interferencia alguna del deudor o del Indecopi, se justificó en la noción de que cuando una empresa ingresa a un proceso de insolvencia, los acreedores se convierten en sus nuevos “propietarios”, pues son ellos los que más tienen que ganar o que perder del buen o mal resultado del proceso. En ese sentido, son los acreedores (y no el deudor o el Indecopi) quienes cuentan con los incentivos adecuados para tomar decisiones correctas.

Siendo función del sistema de reestructuración peruano proteger adecuadamente el crédito⁴, pareció adecuado haberle trasladado a los acreedores –principales perjudicados con la crisis- la facultad de decidir el destino del negocio. Son finalmente ellos quienes por sus incentivos se encuentran en posibilidad de maximizar el valor del negocio y en esa medida tomar decisiones que determinen un mayor retorno para los acreedores.

Sin embargo, después de 1996, la práctica comenzó a distorsionar el proceso de toma de decisiones recién descrito. Los deudores insolventes tramitaban reconocimientos de créditos a favor de acreedores vinculados y, a partir del reconocimiento de tales acreencias, lograban controlar la mayoría de los acreedores y la decisión. A través de dicha estrategia, y “camuflados como acreedores” los deudores fueron capaces de decidir el destino de su propio negocio y decidir cómo y cuándo pagaban sus obligaciones. Los fines de la Ley de Reestructuración Patrimonial se desvirtuaron. La Ley ya no era más un instrumento seguro para la protección del crédito. Por el contrario, bajo la estrategia prevista, la Ley corría el riesgo de convertirse en un instrumento para que los deudores justificaran una decisión unilateral de no pagar, o de pagar mañana, tarde o nunca. Lo anterior, como es evidente, perjudicaba seriamente el mercado de créditos ¿Quién prestaría dinero en esas condiciones?

Con el objeto de solucionar el problema referido, en 1999 la Ley de Reestructuración Patrimonial fue modificada⁵. Se estableció la obligación del deudor de declarar ante el Indecopi al inicio del proceso, si mantenía o no obligaciones frente a acreedores vinculados. Se dispuso además que se verificara la existencia de acreedores vinculados con créditos de más del 66,6% de los créditos reconocidos, la junta de acree-

dores sería dividida en dos clases para efectos de la toma de las decisiones más importantes: la clase de los acreedores vinculados y la clase de los acreedores no vinculados. Efectuada tal división en clases, se requeriría obtener mayoría calificada de más del 66,6% de los créditos en ambas clases para aprobar el plan de reestructuración o el convenio de liquidación.

En la sección II del presente trabajo presentaremos un caso práctico en el que un deudor insolvente logró controlar la junta de acreedores a través de acreedores vinculados y, con su voto, logró postergar el pago de sus obligaciones financieras. El objetivo de esta sección será graficar las debilidades del marco legal sobre reestructuración, antes de las modificaciones introducidas en 1999.

La sección III la dedicaremos a explicar en detalle la reforma legal de 1999, en lo que respecta a la participación de los acreedores vinculados en la junta de acreedores. Presentaremos los principales argumentos que se dieron a favor de retirarle el derecho de voto a los acreedores vinculados, así como los argumentos que se dieron a favor de mantenerlos en la junta de acreedores con los mismos derechos de voz y voto que cualquier otro acreedor.

En la sección IV utilizaremos el análisis económico para demostrar que fue adecuada la opción de la Ley de Reestructuración Patrimonial de trasladar a los acreedores el derecho de decidir el destino del deudor insolvente así como la forma de pago de los créditos. Finalmente, en la V y última sección, utilizaremos el análisis económico para evaluar la reforma legal introducida en 1999.

El principal propósito de nuestro trabajo será mostrar cómo los incentivos de los acreedores vinculados se encuentran en conflicto con los incentivos de los acreedores no vinculados o “acreedores puros”, y cómo ese conflicto de intereses distorsiona la eficiencia del mecanismo de votación. Con el análisis económico como herramienta principal, ilustraremos que toda vez que exista un conflicto de intereses en la junta de acreedores de un deudor en insolvencia, el sistema de votación dejará de funcionar como un indicador de eficiencia y, en consecuencia, dejará de servir como garantía para maximizar el valor del negocio en insolvencia y, con ello, maximizar el retorno para los acreedores.

⁴ Ver Documento de Trabajo 0008-2000 “Perfeccionamiento del Sistema de Reestructuración Patrimonial: Diagnóstico de una Década”, publicado por el Indecopi en el Diario Oficial El Peruano el 22 de agosto de 2000.

⁵ La Ley de Reestructuración Patrimonial de 1996 fue modificada por la Ley 27146, Ley de Fortalecimiento del Sistema de Reestructuración Patrimonial.

II. EL PROBLEMA DE LOS ACREEDORES VINCULADOS CON MAYORÍA EN LA JUNTA DE ACREEDORES: UN CASO PRÁCTICO

2.1 Los hechos

A continuación presentamos un caso hipotético⁶ de acreedores vinculados que dominan las decisiones de la junta de acreedores y toman decisiones que favorecen los intereses del deudor insolvente en perjuicio de los acreedores⁷.

Asumamos que en el mes de diciembre de 1997 la empresa Y solicitó la insolvencia de la empresa X. El Indecopi declara la insolvencia el mes de marzo de 1998, y la junta de acreedores se instala el mes de setiembre de 1998. Luego de presentadas las solicitudes de reconocimiento de créditos frente al deudor insolvente, el Indecopi reconoce créditos por US\$ 24 000 000,00. De otro lado, asumamos que los activos de la empresa X han sido valuados en US\$ 12 000 000, 00, aproximadamente.

Los créditos reconocidos por el Indecopi se encuentran distribuidos de la siguiente manera:

1. Créditos laborales	3.00%
2. Créditos financieros	25.00%
3. Créditos tributarios	1.00%
4. Empresa X1	50.00%
5. Empresa X2	21.00%

En el mes de noviembre de 1998, la junta de acreedores se reúne y, con el voto favorable del 71% de los créditos reconocidos, aprueba la reorganización de la empresa y el nombramiento de la misma administración. Luego, en el mes de diciembre de 1998 la junta de acreedores se reúne nuevamente y aprueba el plan de reestructuración propuesto por la administración elegida, con el voto favorable del 71% de los créditos reconocidos.

De la información presentada ante el Indecopi se desprende que las empresas X1 y X2 pertenecen al mismo grupo económico que la empresa insolvente X. Los dueños y directivos de la empresa X son a su vez dueños y directivos de X1 y X2. En consecuencia, acreedores relacionados con el deudor (X1 y X2) tienen el control del 71.00% de la junta de acreedores.

Fue el voto de los acreedores vinculados al deudor insolvente el que determinó que se aprobara la reestructuración de la empresa X y se aprobara el plan de reestructuración propuesto por la administración. Los acreedores laborales, financieros y tributarios, representantes del 29% de los créditos reconocidos, votaron en contra de la reestructuración del negocio y a favor de su liquidación, así como en contra de la aprobación del plan de reestructuración propuesto.

De la investigación realizada por el Indecopi sobre el origen de los créditos invocados, se determinó lo siguiente:

- Los créditos de X1 se originaron en una transferencia de propiedad de X1 a X. Pocos meses antes de la solicitud de insolvencia, X compró a X1 la planta que hasta la fecha le había alquilado para llevar a cabo sus operaciones. Bajo los términos del contrato de compraventa X se comprometió a pagar la deuda a X1 en un plazo de 10 años.
- Los créditos de X2 también se originaron en otra transferencia de propiedad, esta vez de X2 a favor de X. De la revisión del contrato de compraventa se verificó que unos meses antes de la solicitud de insolvencia, X adquirió una planta del propietario X2, acordándose que la deuda sería pagada en 8 años.
- Se determinó que los activos transferidos a X constituían garantía de las obligaciones que X mantenía a favor de las entidades financieras que obtuvieron el reconocimiento de sus créditos ante el Indecopi. En consecuencia, después de la transferencia de tales activos a X, y habiéndose declarado la insolvencia de X, los acreedores financieros vieron perjudicado el mérito de su garantía. No podían ejecutar la garantía pues –después de las transferencias de activos– la misma recaía sobre bienes de propiedad del deudor insolvente, propiedad que por mandato legal se encuentra protegida frente a todo proceso de ejecución.
- Considerando que los créditos de X1 y X2 estaban probados con la transferencia de propiedad debidamente registrada en los Registros Públicos de Lima, los créditos fueron reconocidos por el Indecopi.

⁶ El caso que presentamos toma elementos de varios casos reales, por lo que cualquier parecido con la realidad no es pura coincidencia.
⁷ Un agradecimiento muy especial a mis ex compañeros de trabajo y amigos Marita Egúsquiza, Eliana Lesem y Luis Alberto León, por haber dedicado parte de su tiempo para colaborar conmigo en la revisión de casos reales tramitados ante la Comisión de Reestructuración Patrimonial y la Sala de Defensa de la Competencia del Tribunal del Indecopi. La información que me proporcionaron así como sus inquietudes sobre el tema, han sido de gran ayuda en la elaboración del presente trabajo.

Por tanto, la junta de acreedores de X fue una junta en la que el deudor, a través de la participación de X1 y X2 (acreedores vinculados), fue capaz de controlar más del 70% de la decisión. Este control de más del 70% de la junta de acreedores permitió a X obtener su reorganización y aprobar el plan de reestructuración propuesto.

2.2 ¿Cuál fue la estrategia del deudor y los acreedores vinculados?

Antes de su declaración de insolvencia, X estaba enfrentando dificultades para asumir el pago de sus obligaciones financieras. X tenía una enorme deuda financiera que no podía pagar. Esta deuda estaba garantizada con las propiedades de X1 y X2. Considerando sus infructuosos intentos de renegociar la deuda financiera bajo términos más favorables, X sabía que, en cualquier momento, las propiedades de X1 y X2 serían ejecutadas por las entidades financieras.

Por otro lado, X tenía una deuda frente a la empresa Y. Las negociaciones con Y habían sido también infructuosas. X sabía (por amenazas expresas en ese sentido) que en cualquier momento Y presentaría un pedido de insolvencia en su contra.

En ese sentido, X tenía tres temas bastante claros. Por un lado, tenía claro que el inicio de un pedido de insolvencia en el Indecopi estaba muy cerca. De otro lado, también sabía que una vez iniciado el procedimiento de insolvencia, perdería el control de la empresa, el mismo que pasaría a manos de una junta de acreedores controlada por las entidades financieras. Finalmente, X sabía que en cualquier momento podía perder las propiedades de X1 y X2, si las entidades financieras decidían ejecutar sus garantías.

Teniendo en consideración dicho escenario, X vio como su mejor estrategia comenzar a darle forma a lo que más adelante sería una junta de acreedores "amigable". X comenzó a prepararse para la eventual circunstancia del inicio de un proceso de insolvencia ante el Indecopi. El objetivo sería conformar una junta de acreedores que le permitiera tomar acuerdos para mantener el negocio en marcha y renegociar su pesada carga financiera en términos favorables.

Para lograr lo anterior, X asumió obligaciones en favor de acreedores vinculados. Para ello compró las propiedades de X1 y X2, convirtiéndose X1 y X2 en acreedores con derecho a participar en una eventual futura junta de acreedores. Considerando el monto de las obligaciones asumidas por X a favor de X1 y X2, estas transferencias de propiedad otorgaron a X (a

través de X1 y X2) el control de más del 70% de la junta de acreedores.

Bajo dicha estrategia, X estuvo en posibilidad de, una vez iniciado el proceso de declaración de insolvencia, imponer a las entidades financieras un acuerdo para pagar sus acreencias en 15 años y con una tasa de interés de 5.5%. Asimismo, logró evitar la ejecución de las garantías constituidas sobre los bienes de X1 y X2, pues al ser estos bienes transferidos a X, se beneficiaron de la protección del patrimonio de X.

2.3. El impacto del caso en el mercado de créditos

El caso hipotético que hemos descrito en los puntos anteriores, nos muestra cómo la Ley de Reestructuración Patrimonial -antes de la reforma legal de 1999- podía ser mal utilizada por deudores inescrupulosos. Un instrumento legal que fue diseñado para proteger adecuadamente el crédito; en la práctica, podía ser utilizado justamente para lo contrario.

Las entidades financieras fueron las más afectadas con lo ocurrido. Después de la declaración de insolvencia de X, las entidades financieras no fueron capaces de ejecutar los bienes dados en garantía a su favor, pues tales bienes se encontraban protegidos por la declaración de insolvencia. Además, el plan de reestructuración que se aprobó en la junta de acreedores, determinó que las obligaciones financieras de X se pagarían en un plazo de 15 años y con una tasa anual de 5.5%.

Un procedimiento previsto para proteger el crédito en la eventualidad de la insolvencia, brindándole a los acreedores la posibilidad de decidir colectivamente el destino de su deudor y el pago de sus créditos (si intervención del deudor ni del Indecopi), en la práctica podía ser controlado y manipulado por el deudor. El deudor insolvente (a través de acreedores vinculados), se encontraba en capacidad de decidir unilateralmente cómo y cuándo cumplir con el pago de sus obligaciones.

Prácticas como las del caso expuesto ponían en riesgo el cumplimiento de los fines de la Ley de Reestructuración Patrimonial. Una ley que daba al deudor declarado insolvente la posibilidad de decidir unilateralmente cómo y cuándo pagaba, tendría un impacto negativo en el crédito ¿Quién estaría dispuesto a prestar dinero en un país en el que la legislación dispone o, en todo caso, permite que cuando el deudor enfrenta una crisis, el deudor decide cómo y cuándo paga? El impacto de tales prácticas sería sin duda un encarecimiento del crédito. Con ello, las posibilidades de acceder a capital para las empresas

se verían reducidas o, en todo caso, sustancialmente encarecidas.

III. ¿CÓMO TRATAR EL PROBLEMA DE LOS ACREEDORES VINCULADOS?

3.1 El debate

Después de un intenso debate sobre los derechos de los acreedores vinculados para participar con voz y voto en la junta de acreedores, la Ley de Reestructuración Patrimonial fue finalmente modificada en 1999.

Durante el debate previo a tales modificaciones, expertos en esta materia sostuvieron dos posiciones extremas: 1) mantener el sistema de votación vigente con derecho de voz y voto para los acreedores vinculados, brindándole mayores atribuciones al Indecopi para controlar cualquier abuso de la junta de acreedores; y, 2) eliminar el derecho de voto de los acreedores vinculados. La siguiente sección detallará los principales argumentos de cada una de estas posiciones.

(i) ¿Por qué mantener el derecho de voto de los acreedores vinculados?

Los argumentos a favor de mantener el derecho de voto de los acreedores vinculados giraron en torno a la idea general de la igualdad de derechos de todos los acreedores legítimos del deudor.

1. Igualdad de derechos entre los acreedores: Cuando un acreedor vinculado ha logrado demostrar ante el Indecopi un crédito legítimo contra el deudor, dicho crédito debe tener la misma voz y los mismos derechos de votación que cualquier otro crédito representado en la junta de acreedores. Cualquier tratamiento diferenciado a los acreedores vinculados, violaría el principio concursal de igualdad de trato entre todos los acreedores.
2. Incompleta representación en la junta de acreedores: si a los acreedores vinculados no se les permite participar en la junta de acreedores, la junta de acreedores tendrá una parcial e incompleta representación. En consecuencia, las decisiones de la junta de acreedores sobre reorganización o liquidación de los deudores no reflejará el mejor interés para la mayoría de los créditos reconocidos.
3. Desincentivo para que los acreedores vinculados realicen préstamos: si a los acreedores vinculados no se les permite participar y votar en la junta de acreedores, ellos no tendrán incentivos para capi-

talizar el negocio cuando las circunstancias lo ameriten. Este efecto desincentivador podría ocasionar un gran impacto especialmente en sociedades cerradas familiares, donde el negocio usualmente sobrevive por la cooperación de los acreedores vinculados.

4. Una autoridad con atribuciones para controlar conductas abusivas: el control de cualquier posible abuso de un acreedor vinculado en la junta de acreedores debería llevarse a cabo a través del incremento de las atribuciones del Indecopi para ejercer una supervisión más efectiva. La solución no es una limitación de los derechos de los acreedores vinculados (por las ya mencionadas desventajas). La solución es un efectivo control de los comportamientos abusivos en la junta de acreedores, a través de la supervisión de las decisiones de la junta que ejercería el Indecopi.

(ii) ¿Por qué eliminar el derecho de voto de los acreedores vinculados?

Los argumentos de quienes propugnaban la eliminación del derecho de voto de los acreedores vinculados giraron en torno a la idea del conflicto de intereses que se generaba dentro de la junta de acreedores si se permitía su participación con voz y voto, y de cómo tal conflicto de intereses afectaba la eficiencia de las decisiones de la junta de acreedores. A continuación detallamos los principales argumentos:

1. Los acreedores vinculados no tienen los incentivos adecuados para votar: resulta difícil distinguir el interés de un acreedor vinculado en recuperar su crédito, de los intereses del deudor en mantener su negocio. Generalmente, el acreedor vinculado preferirá mantener el negocio por medio de la reorganización sin tener en consideración su viabilidad económica. El interés de mantener la empresa superará el interés de recuperar el crédito. Con ello, se corre el riesgo de que la junta de acreedores deje de ser un ente colectivo a través del cual se decide mantener en el mercado los negocios viables y liquidar los negocios inviables. Por el conflicto de intereses referido, la eficiencia de las decisiones de la junta de acreedores se vería seriamente afectada.
2. Los acreedores vinculados pueden proteger sus créditos sin necesidad de acudir al Indecopi: cuando el acreedor vinculado decide extender crédito a un deudor que se encuentra en crisis, toma dicha decisión con información completa y adecuada sobre la real situación económica del

deudor. En consecuencia, el acreedor vinculado está en una situación favorable para analizar el riesgo de no pago de sus créditos. El acreedor vinculado no necesita de la Ley de Reestructuración Patrimonial para proteger su crédito frente al riesgo de no pago.

3. Los acreedores vinculados son más cercanos a los accionistas que a los acreedores en general: considerando los intereses y el carácter de los acreedores vinculados, se puede señalar que éstos son más cercanos a la calidad de accionistas que a la calidad de acreedores y que, por ello, no deben participar en la junta de acreedores. Como su calidad es más cercana a la calidad de accionistas de la empresa, se les debería pagar después de pagar al resto de los acreedores, si es que quedara un remanente.
4. Otorgar derechos de votación a los acreedores vinculados incentiva comportamientos fraudulentos: si el deudor puede participar en la junta de acreedores a través de los créditos de acreedores vinculados, ello generará la proliferación de casos como el caso hipotético presentado en nuestra sección II. Adicionalmente, promoverá litigios entre los acreedores para controlar la votación y el resultado de la junta de acreedores. Todo lo anterior tendría un efecto negativo muy importante en el mercado de créditos.

3.2 ¿Cuáles fueron los cambios introducidos en 1999?

Después de un intenso debate entre ambas posiciones, el Indecopi propuso al Congreso la modificación legal correspondiente. La posición de la propuesta de reforma legal del Indecopi podría caracterizarse como una posición intermedia, si se le compara con las dos posiciones anteriormente descritas. Tal propuesta de modificación fue finalmente aprobada y publicada como ley del Congreso en 1999.

La modificación introducida estableció que el deudor se encuentra obligado a revelar al Indecopi las obligaciones que mantiene frente a sus acreedores vinculados. Asimismo, los acreedores vinculados se encuentran obligados a identificarse como tales al momento de solicitar el reconocimiento de sus créditos ante el Indecopi, así como a revelar el origen de sus relaciones con el deudor. Estos requerimientos de informa-

ción se diseñaron con el objeto de que el Indecopi se encuentre en aptitud de identificar qué porcentaje de los créditos reconocidos es controlado por acreedores vinculados al deudor insolvente.

Las modificaciones establecieron que cuando el porcentaje de los acreedores vinculados fuera mayor al 66% de la junta de acreedores, el Indecopi procede a dividir la junta de acreedores en dos clases de acreedores: La clase de los acreedores vinculados y la clase de los acreedores no vinculados. En estos casos, (cuando los acreedores vinculados representen más del 66% de los créditos reconocidos), el plan de reestructuración, el convenio de liquidación, así como cualquier modificación de ambos, deberían ser aprobados por el voto favorable de más del 66% de los acreedores de cada clase⁸.

Nótese que el sistema de votación descrito no se aplica para la decisión de la primera junta de acreedores entre la reorganización o la liquidación. El esquema sólo se aplica para la votación sobre la forma de pago a través de la aprobación del plan de reestructuración o el convenio de liquidación.

La modificación creó un esquema en el cual, cuando el deudor fuera capaz de controlar la decisión de la junta de acreedores sobre la forma de pago a través de la votación de los acreedores vinculados y, por tanto, fuera capaz de abusar de dicho control aprobando un irracional plan de reestructuración o un irracional convenio de liquidación, el deudor tendría que obtener el voto favorable de más del 66% de los acreedores no vinculados⁹.

Otra modificación fue el incremento de los poderes de supervisión del Indecopi. Se facultó al Indecopi a declarar la ilegalidad de los acuerdos de la junta de acreedores que violaran el principio de igualdad entre los acreedores o representaran un abuso de la mayoría de los acreedores sobre los derechos de la minoría.

IV. ANÁLISIS ECONÓMICO DEL SISTEMA DE VOTACIÓN CONTENIDO EN LA LEY DE REESTRUCTURACIÓN PATRIMONIAL

La presente sección analizará el sistema de votación contenido en la Ley de Reestructuración Patrimonial desde una perspectiva económica. Utilizando el análisis económico como herramienta, justificaremos por

⁸ El voto será computado considerando el monto de los créditos de cada acreedor relativo al total del monto de los créditos reconocidos en cada clase.
⁹ Este esquema de votación es conocido como "la mayoría de la minoría", en el sentido que habrá una decisión válida en la junta de acreedores sólo si la mayoría de los acreedores no vinculados (que representan la minoría si consideramos a los acreedores vinculados) aprueban la forma de pago propuesta.

qué una vez ocurrida la insolvencia, se justifica que sean los acreedores por mayoría (y no el deudor o el Indecopi) los que tengan a su cargo el control de las decisiones que se toman dentro del marco del proceso.

4.1 El sistema de votación como mecanismo para determinar transacciones eficientes

Cuando una transacción se da entre dos individuos, asumiendo costos de transacción bajos e información completa, tales individuos son los que mejor pueden determinar qué es lo mejor a sus intereses. En ese sentido, si A y B llegan a un acuerdo, podemos asumir que tal acuerdo es bueno y eficiente para ambos. En estos casos el acuerdo al que arriban ambas partes servirá como una medida de aproximación a la eficiencia¹⁰.

En cambio, cuando una transacción se lleva a cabo entre dos empresas, el proceso de decisión de lo que es mejor para cada empresa es más complejo. Lo que es mejor para una empresa es una decisión que será tomada a través del sistema de votación, generalmente, en la junta de accionistas, socios o titulares de la empresa. El sistema de votación asume que la mayoría de los votos en la junta representa la mejor decisión para la empresa. Se entiende que la opinión de la mayoría expresa la elección óptima para el grupo de titulares de la empresa entendido como un todo¹¹. Dentro de las opciones subjetivas de lo que es mejor desde el punto de vista de cada individuo, la votación es aceptada como el mejor método para extraer el consenso de un grupo y determinar cuál es la mejor opción para tal grupo¹².

¿Por qué los accionistas o titulares de la empresa deciden, y por qué necesitamos el sistema de votación como una manera de determinar las preferencias de los titulares de la empresa? Ambas son preguntas relevantes para un análisis del sistema de votación establecido en la Ley de Reestructuración Patrimonial.

4.2 ¿Por qué los accionistas?

Los accionistas son los que usualmente toman decisiones en una empresa porque ellos son los que se encuentran directamente afectados por cualquier ganancia en el caso que su decisión resulte exitosa y, de

igual manera, son los primeros en perder si su decisión falla o fracasa. Su beneficio o su pérdida estará directamente relacionado con el monto de lo que mantienen invertido en la empresa. En consecuencia, considerando que ellos asumirán el lado positivo o el lado negativo de sus decisiones, los accionistas – y no los trabajadores o acreedores, por ejemplo- son los que tienen los incentivos adecuados para tomar decisiones que maximicen el valor de la empresa¹³.

Los incentivos de los acreedores y los trabajadores son completamente diferentes. A diferencia de los accionistas, ellos mantienen créditos determinados frente a la empresa, los mismos que deberán ser honrados en las fechas pactadas. A ellos se les deberá pagar según lo acordado, independientemente del éxito o fracaso de los proyectos que la empresa decida emprender. En consecuencia, ellos no cuentan con incentivos adecuados para tomar decisiones de negocio, pues ellos no se benefician o perjudican directamente del éxito o fracaso de los proyectos emprendidos.

Los accionistas reciben la mayoría de las ganancias marginales e incurrir en la mayoría de los costos marginales. En consecuencia, los accionistas tienen los incentivos adecuados para tomar decisiones eficientes que contribuyan a maximizar el valor del negocio¹⁴.

Para ilustrar los incentivos de los accionistas, consideremos el siguiente ejemplo:

Una empresa con activos valuados en 100 y una deuda de 75 (es decir, 25 de patrimonio) asume una oportunidad de negocios que tiene 50% de probabilidades de éxito y 50% de probabilidades de fracaso. Si la inversión es exitosa, la empresa ganará 15. Si por el contrario, la operación falla, la empresa pierde 10. Como se explica con la fórmula siguiente, esta oportunidad de negocio tendrá un valor neto presente positivo para la empresa igual a 2.5:

$$\text{VNP: } .5(15) + .5(-10) = 2.5$$

Si la inversión es exitosa el patrimonio de los accionistas incrementará su valor de 25 a 40 (25+15). Si fracasa, el patrimonio decrecerá de 25 a 15 (25-10). En consecuencia, considerando que los accionistas dis-

¹⁰ Ver, Posner, *Economic Analysis of the Law*, 13 (4th ed. Boston, 1992) at p. 99. Muris, *Cost of Completion or Diminution in Market Value: The Relevance of Subjective Value*, 12 *J.Leg.Stud.*379 (1983).

¹¹ Ver, Schemuel Nitzan & Uriel Procaccia, *Optimal Voting Procedures for Profit Maximizing Firms*, 51 *PUBLIC CHOICE* 191 (1986).

¹² Ver Zohar Goshen, *Breaking the Tyranny of The Majority in Conflict Interest Voting: An Economic and Comparative Analysis*. Ensayo aún no publicado.

¹³ Ver Frank Eastbrook & Daniel Fischel, *Voting in Corporate Law*, 25 *J.L. & Econ.* 395 (1983).

¹⁴ Ver Easterbrook & Fischel, nota 13.

frutarán de los beneficios de una decisión correcta o sufrirán las pérdidas que genere una decisión equivocada, son ellos los que cuentan con los mejores incentivos para tomar una decisión adecuada. En cambio, los acreedores serán indiferentes, sino contrarios, a la oportunidad de negocio descrita, a pesar de que la misma tiene un valor neto presente positivo para la empresa¹⁵.

4.3 ¿Por qué votación?

El mecanismo de votación constituye una manera eficiente para determinar si un grupo de accionistas considera una transacción conveniente o no para la empresa, toda vez que dicho mecanismo permite sumar las preferencias individuales y, a través de dicho proceso, obtener las preferencias del grupo entendido como un todo. El voto es en ese sentido la mejor aproximación al proceso de toma de una decisión eficiente, considerando que es un grupo, en lugar de un individuo, el que tiene a su cargo tomar una decisión¹⁶.

Lo que la mayoría considera mejor debería entenderse como la decisión óptima para los accionistas entendidos como grupo¹⁷. En ese sentido, si la mayoría de los accionistas vota a favor de una transacción, la transacción debería ser considerada eficiente, porque las ganancias de aquéllos que votaron a favor de la transacción excederán las pérdidas de aquellos que se opusieron. En consecuencia, se puede decir que la transacción es eficiente porque representa una ganancia neta para los accionistas considerados como un grupo. Desde este punto de vista, se afirma que cuando se implementa la decisión de la mayoría, el bienestar general ha incrementado a pesar de que una minoría resulte dañada¹⁸.

Asimismo, estadísticamente hablando, la decisión de la mayoría puede ser considerada como la “correcta”¹⁹, pues la decisión de la mayoría suele ser correcta y la decisión de la minoría suele ser equivocada. A pesar de la creencia de la minoría de que su decisión es la “correcta”, la reconocerán como equivocada estadísticamente hablando, pues saben que usualmente la decisión de la minoría es incorrecta²⁰. Por

tanto, se puede afirmar que desde un punto de vista *ex ante*, el preferir el punto de vista de la mayoría resulta en beneficio de la minoría²¹.

Debe observarse que la posibilidad de acumular preferencias a través del sistema de votación y determinar que ahí hay una ganancia neta, sólo podrá darse si los intereses de las partes con derechos de voto son intereses homogéneos y, por tanto, susceptibles de ser acumulados. La posibilidad de acumular preferencias a través del sistema de votación se ve perjudicada por la existencia de intereses heterogéneos en el seno de la junta, pues los intereses heterogéneos no podrán ser acumulados. Asimismo, la existencia de intereses en conflicto en el seno de la junta, también dificultará que el sistema de votación siga funcionando como un indicador de transacciones eficientes.

4.4 ¿Quién debería votar si la empresa deviene en insolvencia?

Cuando una empresa deviene en insolvencia, los incentivos del deudor y acreedores cambian sustancialmente. Ocurrida la insolvencia, los acreedores reemplazan a los accionistas como propietarios residuales de la empresa. Como ocurría con los accionistas de una empresa solvente, los acreedores de la empresa insolvente se verán afectados por las ganancias de una decisión adecuada, así como por las pérdidas de una decisión equivocada. En consecuencia, ocurrida la insolvencia, son los acreedores los que cuentan con los incentivos apropiados para tomar decisiones que maximicen el valor del negocio. En contraposición a ello, los accionistas de una empresa insolvente (que en las circunstancias de la insolvencia no cobrarán nada, pues sus activos sólo alcanzan para pagar a sus acreedores) podrían beneficiarse de las ganancias de una decisión correcta y, sin embargo, no tener nada que perder si la decisión es equivocada²², pues ya lo perdieron todo con anterioridad. El costo de sus decisiones incorrectas recaerá exclusivamente en sus acreedores.

Considerando que la meta de la Ley de Reestructuración Patrimonial es proteger el crédito y con ello reducir los costos de acceso al capital para las

¹⁵ Ver, Scott Norberg, Debtor Incentives, Agency Costs, and Voting Theory in Chapter 11, 46 KAN.L.REV.507 (1998).

¹⁶ Ver, Lucian A. Bebchuck, The Sole Owner Standard for Takeover Policy, 17 J. LEG.STUD.197 (1988)

¹⁷ Ver, Nitzan & Paroush, Optimal Decision Rules in Uncertain Dichotomous Choice Situations, 23 INTERNATIONAL ECON. REV.289 (1982).

¹⁸ Ver, RONALD J. GILSON & BERNARD S. BLACK, THE LAW AND FINANCE OF CORPORATE ACQUISITIONS, 643 (2nd ed. Found Press 1995).

¹⁹ Ver, Ronald J. Gilson & Reinier H. Kraakman, The Mechanisms of Market Efficiency, 70 VA.L.REV. 549 (1984).

²⁰ Ver, Goshen, nota 12.

²¹ Ver, Taylor, Proof of a Theory of Majority Rule, 14 BEHAVIORAL SCIENCE 228 (1969).

²² Ver Steven L. Schwarcz, Rethinking a Corporation's Obligations to Creditors, 17 CARDOZO L.REV. 647, 667 (1996).

en el supuesto de liquidación). En consecuencia, los acreedores preferirían obtener 50/100 bajo una liquidación (sin tomar el proyecto), que asumir el riesgo de obtener 25/100 bajo una reestructuración que fracase.

Adicionalmente, si los accionistas tuviesen la posibilidad de decidir cuándo y cómo pagar a través de la aprobación del plan de reestructuración correspondiente, tenderían a aprobar un plan de reestructuración que atrase el pago de la deuda y, con ello, reduzca su valor, con el único objeto de incrementar su propia utilidad. En otras palabras, si el hipotético proyecto prospera, los accionistas tratarían de aprobar la forma de pago de su deuda de 100 que haga decrecer el valor de dicha deuda, para obtener un mayor remanente de utilidad que ellos tratarían de aprovechar.

De lo anterior, podemos desprender que cuando la empresa es insolvente los intereses de los accionistas y los intereses de los acreedores divergen. Si ante una insolvencia otorgamos la decisión a los accionistas, ellos tendrán los incentivos para tomar proyectos riesgosos (con ningún valor positivo para la empresa) dado que si el proyecto fracasa, ellos no sentirán la pérdida. Los acreedores serán los únicos que soportarán dicha pérdida.

En consecuencia, si la Ley de Reestructuración Patrimonial persigue proteger el crédito y con ello reducir el costo de acceso al capital para las empresas, debe tenerse en cuenta que los accionistas no cuentan con los incentivos adecuados para maximizar el valor del negocio y el retorno para los acreedores.

(ii) ¿Deberían votar los acreedores cuando la empresa deviene en insolvencia?

Cuando una empresa deviene en insolvencia, podemos asumir que en la mayoría de los casos los acreedores sufrirán el lado negativo ante una mala decisión y disfrutarán del lado positivo ante una buena decisión. La probabilidad de los acreedores de obtener un pago más alto incrementará si el valor de la empresa es maximizado a través de decisiones correctas. Y, contrariamente, la probabilidad de que los acreedores obtengan un pago alto decrecerá si se toman decisiones incorrectas. En otras palabras, los incentivos de los acreedores reflejados en el sistema de votación (agregando las preferencias de todos los acreedores), tenderán a un resultado que implique reestructurar aquellas empresas que demuestren viabilidad económica o a liquidar aquellas empresas que se presenten como no viables. Los acreedores se inclinarán por la reestructuración solamente cuando el valor del negocio

en marcha resulte mayor que el valor del negocio en una eventual liquidación de activos.

Asumamos otro caso hipotético para ilustrar cómo los acreedores tienen incentivos adecuados para tomar decisiones que maximicen el valor del negocio:

Imaginémonos una empresa con activos valorados en 90 y una deuda total de 120. Asumamos también una oportunidad de negocio que tiene el 50% de probabilidades de obtener un resultado de 15, y el 50% de probabilidades de concretarse en una pérdida de 5. El Valor Neto Presente del proyecto es el siguiente:

$$\text{VNP: } .5(15) + .5(-5) = 5$$

Dado que este proyecto incrementará el valor de la empresa, podemos asumir que los acreedores estarán dispuestos a asumir el riesgo. Los acreedores tienen los correctos incentivos para maximizar el valor de la empresa. Ellos saben que si el proyecto prospera incrementarán el valor de los activos de 90 a 105 (90 + 15) y, de esta manera, recibirán 105/120. También saben que si el proyecto fracasa el valor de los activos decrecerá de 90 a 85 (90-5) y, por tanto, obtendrán 85/120. Considerando que el valor neto presente del proyecto maximiza el valor de la empresa y considerando que los acreedores percibirán el lado positivo o el lado negativo de su decisión, ellos tomarán el proyecto.

Por el contrario, los accionistas, como ya lo explicamos, no tendrán los incentivos para tomar esta oportunidad porque no les dará beneficio alguno a sus intereses. Los accionistas saben que, incluso en el caso de concretarse exitosamente el proyecto, todo el valor adicional de 90 a 105 irá a pagar la deuda de 120, y no habrá un remanente para ellos.

(iii) ¿Es el sistema de votación viable para acumular las preferencias de los acreedores?

Podría argumentarse que los intereses de los acreedores así como sus incentivos no son enteramente homogéneos y, por tanto, no pueden ser agregados a través del sistema de votación. El sustento de este argumento podría ser organizarse de la siguiente manera:

1. Los acreedores que cuenten con garantías a su favor preferirán una rápida liquidación antes que una reorganización, pues bajo una liquidación de activos obtendrían su dinero rápidamente. Por tanto, aquellos acreedores que cuenten con garantías tratarán de bloquear la reorganización y

promover la liquidación, sin importarles que la continuación de la empresa incrementaría el valor de la empresa.

2. Los acreedores sin garantías constituidas a su favor casi siempre preferirán la reorganización, puesto que bajo la reorganización algo bueno puede pasar. En cambio, bajo una liquidación, si los activos del deudor no tienen valor, es muy probable que no obtengan nada.
3. Los acreedores que mantienen negocios con la empresa, preferirán la reorganización porque ante una reorganización obtendrán el beneficio de continuar sus negocios con la empresa, beneficio éste que no obtendrían si los activos son liquidados. A ellos les interesa recuperar su acreencia, pero también les interesa el valor potencial de hacer negocios con la empresa en el futuro. En consecuencia, serán propensos a preferir la reorganización, sin importar la viabilidad de la empresa.
4. Los acreedores financieros ya prestaron el dinero, por lo que sólo les preocupa recuperar las acreencias presentes. Sin embargo, sus incentivos podrían cambiar según lo explicado en 1 y 2, dependiendo de si el crédito es un crédito garantizado o no.

Considerando tal diversidad de intereses entre los distintos tipos de acreedores, podría argumentarse que la eficiencia del sistema de votación como sistema adecuado para tomar decisiones que maximicen el valor del negocio, se vería sustancialmente afectada.

Nuestra opinión sin embargo, es que tales objeciones no tienen mérito real. Cuando evaluamos si las preferencias de las partes son homogéneas y, por tanto, susceptibles de ser agregadas a través del sistema de votación, debemos asumir un cierto nivel de generalidad en el proceso de identificar tales preferencias.

Si, por el contrario, al evaluar la homogeneidad de las preferencias, buscamos los detalles específicos del interés de cada individuo, siempre será cierto que los intereses de las partes son heterogéneos. Tal nivel de

análisis de las preferencias individuales nos llevará a concluir lo obvio: que no hay ser humano que sea igual al otro y, por tanto, no hay ser humano con intereses homogéneos a los del otro.

Por ejemplo, entre los accionistas, podríamos también identificar intereses heterogéneos si tomáramos la decisión de hacer un análisis más detallado de sus preferencias. A través de tal ejercicio, podríamos diferenciar entre los intereses de los accionistas de control, de los intereses de la minoría de los accionistas, o de los intereses de los accionistas que también son directores, con los intereses de los accionistas que no tienen ninguna posición en la administración de la empresa. Lo anterior, podría llevarnos a concluir que el sistema de votación en manos de la junta de accionistas no puede funcionar en empresas solventes, pues los intereses de los accionistas son heterogéneos y en consecuencia no acumulables a través del sistema de votación. Sin embargo, sabemos que el sistema de votación en manos de los accionistas funciona y funciona asumiendo un cierto nivel de generalidad en la identificación de los intereses de los accionistas.

Consecuentemente, creemos que el mecanismo de votación puede trabajar también con los acreedores, si – como en el caso de los accionistas – asumimos un cierto nivel de generalidad. Los acreedores comparten un interés homogéneo: el interés de recobrar su crédito. Por esta razón, consideramos que sus preferencias pueden ser agregadas a través del sistema de votación.

Cuando la mayoría de los acreedores vota por la reestructuración en la junta de acreedores, podemos asumir que la mayoría de los acreedores afectados por la insolvencia del deudor consideran que vale la pena la reestructuración para el propósito de recuperar sus créditos. Algunos acreedores podrán estar en desacuerdo con tal decisión, o quizás incluso la minoría de los acreedores que no votó a favor del acuerdo resultará perjudicada con tal decisión. Sin embargo, la mayoría de los acreedores entendida como un todo estará mejor. Por tanto, el sistema de votación sirve como un mecanismo que a través de la acumulación de las preferencias de los acreedores, determina lo que resulta mejor para los acreedores considerados como grupo²⁴.

²⁴ Asumimos que los acreedores son partes racionales interesadas en maximizar beneficios. Para el propósito de incrementar el pago de sus créditos, naturalmente, los acreedores tendrán los correctos incentivos para: reunir la información necesaria del deudor, tomar la decisión en el momento correcto y controlar constantemente el resultado de sus decisiones. Por tal motivo, si más del 66% de los créditos presentes están satisfechos con los resultados, podemos asumir con certeza que los intereses de los acreedores (considerados como un todo) están bien protegidos.

²⁵ RONALD I. GILSON & BLACK, *THE LAW AND FINANCE OF CORPORATE ACQUISITIONS*, 643 (2nd ed. Foundl. Press. 1995).

El resultado del sistema de votación en la junta de acreedores siempre representará una ganancia neta en el sentido de que si hay más acreedores a favor de una transacción que acreedores que se opongan, la ganancia de aquellos que favorecen la medida excederá la pérdida de los que se oponen²⁵. En consecuencia, el crédito estará mejor protegido si la mayoría de los créditos (más del 66%) representados en la junta de acreedores está capacitada para decidir su propio destino, sin interferencia alguna de los accionistas o del Indecopi.

Desde un punto de vista *ex ante*, podría afirmarse que las decisiones de la junta de acreedores, adoptadas por mayoría, siempre determinarán lo que es mejor para los intereses de los acreedores entendidos como un todo. Por tal motivo, el mecanismo de votación en manos de los acreedores afectados por la insolvencia resultara el más eficiente mecanismo para el logro de las metas de la Ley de Reestructuración, maximizando el valor de la empresa y protegiendo el crédito.

En resumen, los acreedores tienen los incentivos correctos para tomar decisiones cuando la empresa enfrenta una situación de insolvencia. Asumirán el lado positivo o el lado negativo de sus decisiones, lo que llevará a que sus decisiones maximicen el valor del negocio y el retorno para los acreedores. Por tanto, si la función de la Ley de Reestructuración Patrimonial es proteger el crédito y con ello reducir los costos de acceso al capital para las empresas, los acreedores son las partes del proceso mejor capacitadas para tomar la decisión del destino del negocio en crisis. El interés de los acreedores en recuperar sus créditos es un interés homogéneo que puede ser agregado a través del sistema de votación. El sistema de votación en manos de la junta de acreedores resultará un mecanismo eficiente para determinar cuál es la mejor decisión para la mayoría de los acreedores afectados. La decisión de la mayoría de la junta de acreedores tenderá a representar una ganancia neta para los acreedores y, en consecuencia, será el mecanismo adecuado para identificar lo que es mejor para los acreedores entendidos como un grupo.

Por tal motivo, consideramos que el esquema de votación contenido en la Ley de Reestructuración Patrimonial es adecuado y consistente con la función de la Ley de proteger el crédito y reducir los costos de acceso al capital para las empresas.

V. ¿DEBERÍAN VOTAR LOS ACREEDORES VINCULADOS AL DEUDOR INSOLVENTE?: ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA REFORMA DE 1999

El mecanismo de votación como instrumento efectivo para acumular las preferencias del grupo, supone que los votos de cada uno de los miembros del grupo se sustentan en una honesta apreciación de su mejor interés como miembro del grupo ("voto sincero")²⁶. En cambio, cuando los votantes votan estratégicamente ("voto estratégico"), tomando en cuenta cómo otros miembros del grupo se comportarán o votando de acuerdo a su auto-evaluación del valor de la transacción -es decir, separadamente del grupo ("conflicto de intereses en la votación")-, el sistema de votación deja de funcionar como un indicador de transacciones eficientes²⁷.

El caso hipotético descrito en la sección II del presente artículo mostró como el deudor, a través de un grupo de acreedores vinculados, fue capaz de controlar la decisión de la junta de acreedores. La pregunta que a continuación presentamos como tema de análisis, es si la participación de los acreedores vinculados en la junta de acreedores perjudica el sistema de votación como un mecanismo eficiente para tomar decisiones que maximicen el valor del negocio y protejan el crédito.

5.1 Los incentivos de los acreedores vinculados

Cuando un acreedor es a su vez el único o principal accionista de una empresa, podemos asumir que los intereses e incentivos de estos acreedores vinculados difieren de los intereses de los otros acreedores no vinculados. Sin embargo, la asunción previa no es completamente cierta.

En un aspecto, los intereses del acreedor vinculado son muy similares a los intereses de los accionistas o del deudor. Sus intereses son similares en el sentido que el acreedor vinculado (por su carácter de dueño del negocio) tenderá a preferir la reestructuración la mayoría de las veces sin tener en consideración la real viabilidad de la empresa y, así mismo, tenderá a preferir demorar el pago de las obligaciones del deudor con el objeto de reducir su valor y, con ello, incrementar sus utilidades como dueño. En este aspecto entonces, debe observarse que los acreedores vinculados participan en la junta de acreedores, de acuerdo a su autoevaluación del valor de la transacción (como utilidad), y separadamente del grupo

²⁶ Ver, Amartya Sen, Behaviour and The Concept of Preference, RATIONAL CHOICE 60 (J.Elster ed. 1986).

²⁷ Ver, Zohar Goshen, Controlling Strategic Voting: Property Rule or Liability Rule?, 70 SOUTH.CALIF.L.R. 101 (1997).

(como acreedores). En ese sentido, los intereses de los acreedores vinculados son diferentes y opuestos a los intereses de los acreedores no vinculados. Se configura una situación de “conflicto de intereses” que podría terminar afectando la eficiencia del sistema de votación.

Sin embargo, no debe dejar de tenerse en cuenta que los intereses de los acreedores vinculados tienen otro aspecto que los hace similares a los intereses de los demás acreedores. Los intereses de los acreedores vinculados y los de los acreedores no vinculados se asemejan en el sentido de que ambos grupos de acreedores tienen un crédito en juego que quieren recuperar.

Con el propósito de realizar un análisis más preciso sobre el efecto de los incentivos de los acreedores vinculados en el mecanismo de votación desarrollado a través de la junta de acreedores, organizaremos nuestro examen en dos etapas. En primer lugar analizaremos el impacto de la participación de los acreedores vinculados en la decisión sobre el destino de la empresa, cuando los acreedores deben optar entre el ingreso del negocio a un proceso de reestructuración o el ingreso a un proceso de liquidación de activos. Luego, estudiaremos el efecto que la participación de los acreedores vinculados tiene en la decisión de la forma de pago a través de la aprobación del plan de reestructuración o el convenio de liquidación²⁸.

5.2 La decisión de reestructuración

Cuando los acreedores vinculados participan en la junta de acreedores y deben decidir entre la reestructuración del negocio o la liquidación de sus activos, podríamos esperar que –debido a que mantienen créditos frente al negocio insolvente- tendrán los mismos incentivos que los acreedores no vinculados, en el sentido que tratarán de decidir por aquello que resulte más conveniente para el propósito de recobrar su crédito. En ese sentido, podría decirse que los acreedores vinculados –por su interés en recuperar sus créditos- votarán por aquella opción que les permita maximizar el valor del negocio y el retorno para sus acreencias. Por ello, el cumplimiento de los fines de la Ley de Reestructuración Patrimonial no se verá afectado por la participación de los acreedores vinculados en la decisión sobre el destino del deudor insolvente.

Utilicemos un caso hipotético para aclarar el argumento anterior. Asumamos el caso de una junta de acreedores que se encuentra controlada por acreedores vinculados que deben decidir entre la reestructuración bajo un determinado proyecto o la liquidación. El valor de la empresa es 200 y su deuda de 500. El proyecto de reestructuración tiene un costo de 100. Tiene .9 de probabilidades de prosperar con un resultado de 200 y .1 probabilidades de fracasar con un retorno de 80. En consecuencia, el Valor Neto Presente del Proyecto es:

$$VNP = .9(200) + .1(80) - 100 = 88$$

Si resulta exitoso, el proyecto incrementará el valor de la empresa de 200 a 300 (200 + 100), y los acreedores estarán mejor que si estuvieran en liquidación (ellos obtendrán 300/500 en lugar de 200/500 bajo una liquidación). Por el contrario, para los accionistas el proyecto no vale nada. Lo anterior, teniendo en cuenta que los accionistas saben que ellos –aun si el proyecto es exitoso- no obtendrán nada, pues todo se agotará en el pago de la deuda de 500.

Sin embargo, teniendo en consideración que en nuestro caso hipotético los acreedores vinculados mantienen acreencias en juego frente al deudor y, por ello, tienen algo que perder o ganar por el resultado de su decisión de tomar o no el proyecto, ellos (a diferencia de los accionistas no acreedores), tienen los incentivos adecuados para escoger el proyecto que maximice el valor de la empresa y con ello su retorno como acreedores.

Exploremos a continuación otro caso hipotético en el que la junta de acreedores tiene que decidir entre un proyecto de reestructuración bueno y otro malo.

Para simplicidad, usaremos nuestro último ejemplo como el Proyecto 1 (el proyecto bueno). El valor de la firma es 200 y su deuda es de 500. El proyecto tiene un costo de 100. Tiene .9 probabilidades de ser un éxito con un resultado de 200 y .1 probabilidades de fallar con un retorno de 80. Por tanto, el Valor Neto Presente es:

$$VNP (P1) = .9(200) + .1(80) - 100 = 88$$

El Proyecto 2 (el proyecto malo) tiene un costo de 200. Tiene .2 de probabilidades de un retorno de 600 y .8

²⁸ Recordemos que de acuerdo a la Ley de Reestructuración Patrimonial, la decisión de reestructuración o liquidación es una decisión de dos etapas: primero, la junta de acreedores decide entre la reestructuración o la liquidación, sin aprobar alguna forma específica de pago y, después, se decide sobre la forma de pago que contendrá el plan de reestructuración o el convenio de liquidación.

de probabilidades de un retorno de 50. Entonces, el valor esperado del Proyecto 2 es:

$$\text{VNP (P2)} = .2(600) + .8(50) - 200 = -40$$

Toda vez que los acreedores vinculados están interesados en recuperar su crédito, escogerán el proyecto bueno. Ellos saben que con el proyecto bueno recobrarán algo más por su crédito. En cambio, los accionistas preferirán el proyecto malo, porque es el único proyecto que les da una posibilidad de obtener algo después del pago de toda la deuda: si el proyecto malo prospera, el valor de los activos incrementará de 200 a 600; 500 serán usados para pagar la deuda y quedarán 100 para los accionistas.

En conclusión, nuestros dos casos hipotéticos demuestran que los acreedores vinculados –debido a que tienen algo que arriesgar como acreedores- no se comportan como accionistas eligiendo el proyecto malo. Por el contrario, se comportan como acreedores y, en consecuencia, su participación en la decisión de la junta de acreedores no perjudicará la eficiencia del resultado. Por tal motivo, podría argumentarse que la participación e incluso el control del acreedor vinculado en la primera junta de acreedores que decidirá entre la reorganización o la liquidación, no distorsiona el sistema de votación como indicador de transacciones eficientes.

Sin embargo, esta primera aproximación al problema de los incentivos de los acreedores vinculados no es completa, pues omite considerar que los acreedores vinculados siempre tienen algo más que un crédito en riesgo.

Es cierto que los acreedores vinculados están interesados en recuperar sus créditos y por ello deberían comportarse como “acreedores puros”. Sin embargo, la realidad es más compleja. Los acreedores vinculados también están interesados en recuperar su inversión y mantener sus utilidades. Adicionalmente, los acreedores vinculados tienen otros intereses, tales como, por ejemplo: 1) Interés en mantener la empresa porque la misma es su única fuente de empleo; 2) Interés en mantener la empresa porque su liquidación afectaría negativamente su reputación como administradores en el mercado; 3) Interés en mantener la empresa porque la misma representa la reputación e imagen del grupo ante la sociedad; etc.

En ese sentido, para ser completo, nuestro análisis deberá determinar si estos otros intereses de los acreedores vinculados –distintos a su interés en recuperar sus créditos- pueden distorsionar el proceso de votación como indicador de transacciones eficientes.

Para realizar tal análisis, evaluemos los siguientes tres escenarios: 1) una empresa cuyo valor en funcionamiento es mayor que su valor en liquidación; 2) la elección entre un buen proyecto de reorganización *versus* un mal proyecto de reorganización; y, 3) una empresa cuyo valor en funcionamiento es menor que su valor en liquidación.

- 1) **Valor de la empresa en marcha > valor de la empresa en liquidación:** si el caso es uno en el que el valor de la empresa en marcha o en reestructuración es mayor que el valor de la empresa en liquidación (esto es, si los acreedores no vinculados están mejor en una reestructuración), la eficiencia del proceso de votación no se verá afectada. Esto se debe a que los acreedores vinculados siempre preferirán la reestructuración como el mejor resultado no sólo para proteger sus créditos, sino también (y quizás principalmente) como la mejor forma de proteger su inversión como accionistas, su empleo y su reputación. En otras palabras, cuando el valor de la empresa en funcionamiento es mayor que el valor de la empresa en liquidación, los intereses individuales y comunes de los acreedores vinculados y los acreedores no vinculados, son siempre bien servidos bajo una misma solución: la reestructuración. En este escenario no se presenta un conflicto de intereses que afecte la eficiencia del sistema de votación.
- 2) **La elección entre dos proyectos de reestructuración:** si la junta de acreedores tiene que optar entre un buen y un mal proyecto de reestructuración, los intereses de los acreedores vinculados y de los acreedores no vinculados serán mejor servidos bajo el buen proyecto y, por tanto, ambas clases de acreedores votarán consistentemente. Recordemos nuestros ejemplos anteriores, en los que el Valor Neto Presente del Proyecto Bueno es $= .9(200) + .1(80) - 100 = 88$; y el Valor Neto Presente del Proyecto Malo es $= .2(600) + .8(50) - 200 = -40$. Los acreedores vinculados (al igual que los no vinculados) preferirán el buen proyecto con el valor neto presente de 88, porque este proyecto – con menor exposición a riesgo- les ofrece la posibilidad de recobrar su crédito, mantener su inversión y utilidad como accionistas, mantener sus empleos y salvar su reputación.
- 3) **Valor de la empresa en marcha < que el valor de la empresa en liquidación:** cuando el valor de la empresa en marcha o reestructuración es menor que el valor de la empresa en liquidación, es claro que los acreedores no vinculados estarían mejor si la junta de acreedores aprueba la liquidación, sin

perjuicio de que el punto de vista de los acreedores vinculados pueda ser diferente. Asumamos nuevamente que el valor de la empresa es 200 y que la deuda es de 500. El valor de la empresa bajo una eventual liquidación de activos sería de 200 y los acreedores obtendrían 200/500 en este escenario. Asumamos también que la única opción para reorganizar es tomando el proyecto malo citado en el ejemplo anterior. En consecuencia, la reestructuración tendría un costo de 200, .2 probabilidades de generar un retorno de 600 y .8 probabilidades de generar un retorno de 50. Así tenemos que el valor esperado de la reestructuración sería de $VNP (P2) = .2(600) + .8(50) - 200 = -40$.

Ante este nuevo caso hipotético, es claro que la mayoría de los acreedores no vinculados estarían mejor protegidos a través de una liquidación de activos. En otras palabras, el crédito como un todo estaría mejor protegido bajo una liquidación que bajo una reestructuración. Debido a que los acreedores no vinculados sólo se preocupan por la recuperación de su crédito, se inclinarán a preferir una liquidación que les da 200/500 con certeza, que un proyecto de reestructuración que les da un valor neto negativo.

Contrariamente, los acreedores vinculados preferirán la reestructuración antes que la liquidación. Esto se debe a que los acreedores vinculados se preocupan por su crédito, pero también por su inversión y utilidad como accionistas, su empleo, su reputación como administradores y su reputación ante la sociedad; etc. Dependiendo de la magnitud de los créditos que los acreedores vinculados tengan involucrados, la mayoría de las veces éstos darán mayor valor a su inversión y utilidad como accionistas, su empleo y su reputación, que a sus créditos contra la empresa²⁹. En consecuencia, consideramos que cuando la decisión de los acreedores es entre la reestructuración o la liquidación del negocio, los acreedores vinculados casi siempre preferirán la reestructuración en lugar que la liquidación, sin importar que la liquidación hubiera quizás brindado un mayor valor para los acreedores.

Esta distorsión en el sistema de votación tendría el efecto de favorecer los intereses de los acreedores vinculados sobre los legítimos intereses de los acreedores no vinculados en recuperar su crédito. La con-

secuencia de tal distorsión podría ser que el sistema de reestructuración ya no sirva a su función de proteger el crédito y reducir los costos de acceso al capital para las empresas, sino que, contrariamente a lo previsto, termine protegiendo al propio deudor insolvente.

¿Ha sido adecuada la reforma de 1999? Como mencionamos anteriormente, la Ley de Reestructuración Patrimonial, modificada en 1999, no establece ninguna limitación a la participación de los acreedores vinculados en la junta de acreedores de instalación que tiene a su cargo pronunciarse sobre la reestructuración o la liquidación del negocio. En ese sentido, los acreedores vinculados que sean reconocidos por el Indecopi estarán capacitados para participar con voz y voto en la junta de acreedores que decidirá el destino del deudor, incluso en una situación en la que ellos tengan el completo control de la decisión.

Considerando los resultados de nuestro análisis previo, consideramos un error no haber limitado la participación de los acreedores vinculados en la junta de acreedores que decidirá el destino del deudor entre la reestructuración o la liquidación. No haber efectuado tal limitación, genera el riesgo de que cuando los acreedores vinculados controlen la decisión de la junta de acreedores, éstos opten por reestructurar negocios, cuya liquidación quizás hubiera brindado mayor valor a los acreedores no vinculados.

Es cierto que posteriormente la junta de acreedores necesitará encontrarse de nuevo para aprobar la forma de pago de los créditos a través del plan de reestructuración o el convenio de liquidación correspondiente y que, en consecuencia, cualquier decisión equivocada o ineficiente tomada inicialmente, podrá ser corregida posteriormente si se limita apropiadamente la participación de los acreedores vinculados. Sin embargo, consideramos que haber permitido a los acreedores vinculados decidir entre la reestructuración o la liquidación al inicio del proceso, y permitir que, muy probablemente, se tome una decisión que no maximiza el valor de negocio que posteriormente quizás deba ser dejada sin efecto y modificada por una nueva junta de acreedores, incrementará substancialmente los costos del proceso de toma de decisiones. El resultado será un más largo y costoso procedimiento de toma de decisiones. En otras palabras, un procedimiento que tenderá a favorecer al deudor a expensas del pago a sus acreedores.

²⁹ Esta afirmación no será cierta cuando el crédito sea de un monto tal que exceda en valor, el valor que el acreedor vinculado asigne a su inversión y utilidad como accionista, a su empleo y a su reputación. Si este fuera el caso, el acreedor vinculado tenderá a comportarse como un "acreedor puro" o acreedor no vinculado pues su principal interés será el interés en proteger su crédito.

Bajo tales circunstancias no estará claro si el sistema de reestructuración establecido es idóneo para proteger el crédito. Más casos como nuestro caso hipotético de la sección II podrán presentarse. El resultado será que pocos estarán dispuestos a prestar y quienes presten prestarán más caro. Los grandes perjudicados finalmente serán las empresas, pues se enfrentarán a mayores dificultades para acceder a un crédito de costos razonables y ello, en el largo plazo, tendrá un impacto negativo también en los niveles de inversión y empleo.

5.3 La decisión sobre la forma de pago

¿Cómo los incentivos de los acreedores vinculados pueden afectar el resultado de la decisión de la junta de acreedores sobre la forma de pago? Este es el tema de la presente sección.

La participación de los acreedores vinculados puede tener un efecto negativo más peligroso en el resultado cuando la junta de acreedores tiene a su cargo pronunciarse sobre la forma de pago de los créditos, aprobando el plan de reestructuración o el convenio de liquidación, según sea el caso. Cuando se decide la forma de pago a través de la aprobación del plan de reestructuración, los acreedores vinculados tienen incentivos para posponer el pago de las obligaciones del deudor y, con ello, disminuir el valor de los créditos de los otros acreedores. El problema del conflicto de intereses en la decisión sobre la forma de pago es más grave que el problema de conflicto de intereses que se presenta en la decisión sobre el destino en la junta de acreedores. Esto se debe a que el problema de conflicto de intereses entre acreedores vinculados y acreedores no vinculados en la decisión de la forma de pago, se presenta inclusive en aquellos casos en que el valor de la empresa en funcionamiento resulta mayor que el valor de la empresa en liquidación³⁰.

A fin de aclarar lo anterior, utilicemos un caso hipotético. Asumamos que el valor de la empresa es 200 y la deuda es de 500. El proyecto tiene un costo de 100. Tiene .9 de probabilidades de ser un éxito con un resultado de 200 y .1 de probabilidades de fallar con un retorno de 80. En consecuencia, el Valor Neto Presente del Proyecto es:

$$\text{VNP} = .9(200) + .1(80) - 100 = 88$$

Como explicamos anteriormente, los acreedores vinculados tomarán el proyecto y obtendrán un resultado

de 100 (200-100) si el proyecto prospera. Este resultado será consistente con los intereses de los acreedores no vinculados considerando que el valor de la empresa en funcionamiento es mayor que el valor de la empresa en liquidación.

De cualquier modo, y sin importar que el proyecto es la mejor decisión también para los acreedores no vinculados, el problema del conflicto de intereses se presentará otra vez cuando los acreedores tengan que pronunciarse sobre cómo distribuir los 100 obtenidos y aprobar el plan de reestructuración correspondiente. A este respecto, los acreedores vinculados se inclinarán a beneficiar su crédito y su inversión como accionistas, perjudicando el pago de los otros acreedores. Es en la decisión de la forma de pago donde los acreedores vinculados tenderán a preferir sus intereses individuales por sobre el interés del grupo de acreedores, dañándose de esa forma la eficiencia del sistema de votación como mecanismo que capacita a los acreedores para proteger su crédito.

¿Pero este peligro sólo está presente cuando los acreedores vinculados tienen el poder de controlar el resultado de la votación, o se presenta inclusive cuando los acreedores vinculados tienen una mínima participación en la junta de acreedores?

Con el objeto de intentar una respuesta a estas preguntas, conviene distinguir dos situaciones: 1) la situación en la cual los acreedores vinculados no tienen control sobre la decisión (porque son una minoría); y, 2) la situación en la cual tienen el control (porque son mayoría o porque pueden bloquear la decisión de la mayoría). Asumamos que el resultado de 100 mencionado anteriormente representa el resultado final de la empresa si el proyecto prospera. En consecuencia, esos 100 anuales de la empresa serán utilizados para pagar una deuda de 500.

1) Los acreedores vinculados sin control: si de una deuda de 500, 10% es deuda de los acreedores vinculados y 90% de los "acreedores puros" o acreedores no vinculados, es claro que los acreedores vinculados no tienen control sobre la decisión de la junta de acreedores. Bajo tales circunstancias, podemos asumir que cuando se apruebe el plan de reestructuración correspondiente, el resultado obtenido de 100 será distribuido en forma equitativa entre los acreedores reconocidos o, por lo menos, será distribuido de tal forma que se beneficie a la mayoría de los

³⁰ Recordemos que en la sección previa demostramos que el problema de conflicto de intereses entre los acreedores vinculados y los "acreedores puros" o acreedores no vinculados, sólo se presenta cuando el valor de la empresa en funcionamiento es menor que el valor de la empresa en liquidación.

acreedores (pero sin ninguna consideración de los intereses individuales de los acreedores vinculados).

Luego, el plan de reestructuración que finalmente se apruebe establecerá una forma de pago que represente una ganancia neta para los intereses de los acreedores entendidos como un grupo. Puede que algunos de los acreedores pierdan o se sientan insatisfechos con la decisión adoptada por la mayoría. Sin embargo, los acreedores considerados como un todo estarán mejor. Por tal motivo, cuando los acreedores vinculados no tienen el control de la decisión de la junta de acreedores, su participación en la junta no perjudicará la eficiencia del resultado. En otras palabras, el resultado del sistema de votación tenderá a maximizar el valor del negocio y, con ello, representará el mejor resultado posible para proteger adecuadamente el crédito. En consecuencia, el sistema de votación funcionará en forma consistente con las funciones de la Ley de Reestructuración Patrimonial.

2) Los acreedores vinculados en control: asumamos una situación en la que de los 500 de deuda, los acreedores vinculados representan más del 70% de los acreedores y los "acreedores puros" o acreedores no vinculados representan el 30% restante. Cuando los acreedores vinculados tienen el control de la decisión de la forma de pago y son capaces de aprobar por sí solos el plan de reestructuración correspondiente, su interés individual (distinto al interés de grupo de los acreedores) surgirá y se inclinará por favorecer una forma de pago que perjudicará a los "acreedores puros" o no vinculados a efectos de procurar un beneficio para los intereses individuales de los acreedores vinculados. Habrá una situación de conflicto de interés que dañará la eficacia del sistema de votación. El sistema de votación ya no reflejará una ganancia neta para los acreedores entendidos como un todo, puesto que un interés individual en beneficiar a los acreedores vinculados, se habrá puesto sobre la mesa y habrá logrado controlar la decisión.

En ese sentido, la participación de los acreedores vinculados en la junta de acreedores constituye una amenaza a la eficiencia del sistema de votación cuando ellos tengan el control de la decisión de la forma de pago. El crédito será sin duda más costoso si quienes prestan dinero saben que –bajo una insolvencia– el deudor, ejerciendo el control a través de los acreedores vinculados, será capaz de posponer el pago de sus obligaciones. Un sistema de reestructuración patrimonial en el que el deudor, a través del control de los acreedores vinculados, está habilitado para decidir cuándo y cómo pagar, perjudicará el

crédito y tendrá el efecto de incrementar el costo de acceso al capital para las empresas.

¿Ha sido adecuada la reforma de 1999 en este aspecto? Considerando el resultado de nuestro análisis previo, somos de la opinión que la modificación de 1999 ha sido adecuada. La Ley de Reestructuración Patrimonial, modificada en 1999, establece que la participación de los acreedores vinculados en la junta de acreedores que se pronuncia sobre la forma de pago de los créditos será limitada, solamente, cuando los créditos de los acreedores vinculados representen más del 66% de la Junta de Acreedores. En tales casos, y sólo para el propósito de la aprobación del plan de reestructuración o del convenio de liquidación, la junta de acreedores será dividida en dos clases: La clase de los acreedores vinculados y la clase de los acreedores no vinculados. Para una decisión válida sobre el plan o convenio propuestos, se requerirá del voto favorable de más del 66% de los créditos reconocidos en cada una de las clases.

La modificación de 1999 ha sido satisfactoria en el sentido que limita la participación de los acreedores vinculados solamente cuando es estrictamente necesario: cuando los acreedores vinculados tienen el control y cuando van a decidir la forma de pago.

V. CONCLUSIONES

El diseño del sistema de votación contenido en la Ley de Reestructuración Patrimonial, por el cual declara la insolvencia, se traslada a los acreedores por mayoría la decisión sobre el destino del deudor, es acertado y consistente con los fines de la Ley. El análisis económico ha demostrado que los acreedores, dados sus incentivos, se encuentran en mejor posición que el deudor o que el Indecopi, para tomar decisiones que maximicen el valor del negocio. En ese sentido, otorgar la posibilidad de decidir sobre el destino del deudor insolvente a sus acreedores (y no al deudor o al Indecopi), genera una garantía de que el valor del negocio en insolvencia será maximizado y, con ello, de que también será maximizado el retorno para los acreedores. Funcionando bajo un esquema que atribuye el derecho de voto exclusivamente a los acreedores, el sistema de reestructuración patrimonial será un instrumento efectivo para proteger el crédito y reducir los costos de acceso al capital.

Lo anterior se verificará en la práctica en tanto que los acreedores que participen en la junta sean acreedores con intereses homogéneos y, por lo tanto, acumulables. Sólo en esa medida el resultado de la votación que se lleve a cabo en la junta de acreedores representará

una ganancia neta para los acreedores entendidos como un grupo.

Sin embargo, como explicamos a través del caso hipotético descrito en la sección II, el sistema de votación establecido podrá verse distorsionado y dejar de servir para los fines de la ley, si es que en la votación participan acreedores que, además de encontrarse interesados en recuperar sus créditos, tienen intereses individuales que los acercan más al deudor que a los acreedores. Tal es el caso de los acreedores vinculados al deudor. Cuando acreedores vinculados al deudor participan y controlan las decisiones de la junta de acreedores -como se demostró en la sección V- el mecanismo de votación dejará de funcionar como un indicador de decisiones eficientes, pues los intereses individuales de los acreedores vinculados son distintos a los intereses de los acreedores no vinculados y, por lo tanto, sus preferencias no son acumulables a través del sistema de votación.

Como hemos demostrado en la sección V del presente trabajo, las modificaciones introducidas a la Ley de Reestructuración Patrimonial en 1999 para enfrentar el problema de los acreedores vinculados participando en las decisiones de la junta de acreedores, ha sido parcialmente adecuada. En nuestra opinión, la reforma omitió limitar la participación de los acreedores vinculados en la junta de acreedores en que se decide

el destino del deudor. Limitar su participación en tales casos, a través del sistema de voto por clases, hubiera brindado mayor seguridad al proceso como instrumento idóneo para proteger el crédito. Sin embargo, la limitación de la participación de los acreedores vinculados en la junta de acreedores que se pronuncia sobre el plan de reestructuración o el convenio de liquidación, sí ha sido adecuada y precisa. El sistema de voto por clases establecido, aplicable solamente a los casos en los que los acreedores vinculados tengan más del 66% de los créditos reconocidos, es un mecanismo efectivo para permitir que la decisión de la junta de acreedores, finalmente, refleje lo que resulte más conveniente para los intereses de los acreedores entendidos como un grupo.

Es de resaltar que la solución adoptada (conocida como “la regla de la mayoría de la minoría”³¹) es adecuada en el sentido que deja en las partes afectadas (los acreedores no vinculados) la posibilidad de decidir el mejor resultado para sus intereses. Los acreedores no vinculados, aun cuando sean minoría respecto del total de créditos reconocidos, serán los que finalmente aprueben la forma de pago que más satisfaga sus intereses. Los acreedores vinculados, aunque en control, no podrán imponer su decisión sobre los acreedores no vinculados, a menos que la mayoría de los acreedores no vinculados se encuentre de acuerdo³².

³¹ Ver, David Skeel, *The Nature and Effect of Corporate Voting* en Chapter 11 Reorganization, 78 VA.L.REV.461 (1992)

³² Esta regla establece una “regla de propiedad” en el sentido que previene la ocurrencia de la transacción en cuestión a menos que la minoría consienta en ella. Ver, Zohar Goshen, *Breaking the Tyranny of Majority in Corporate Conflict of Interest Voting: An Economic and Comparative Analysis*. Ensayo pendiente de publicación.