

100
años

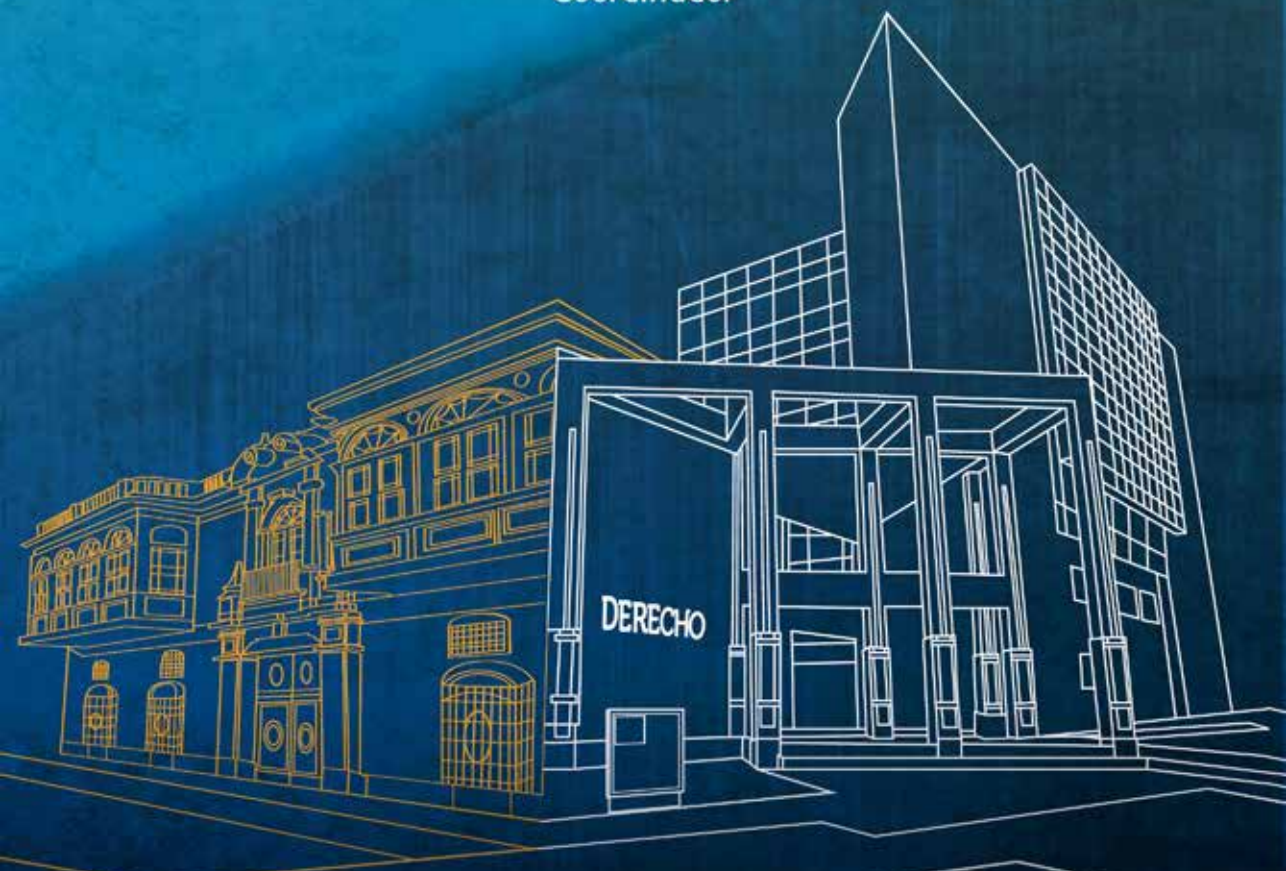


COLECCIÓN
CENTENARIO

DERECHO CONTRACTUAL FINANCIERO

ESTUDIOS EN HOMENAJE A LA FACULTAD DE DERECHO PUCP EN SU CENTENARIO

Sergio García Long
Coordinador



FACULTAD DE
DERECHO

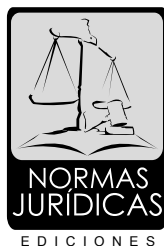


PUCP

DERECHO CONTRACTUAL FINANCIERO
ESTUDIOS EN HOMENAJE A LA FACULTAD DE DERECHO PUCP
EN SU CENTENARIO

**DERECHO CONTRACTUAL FINANCIERO
ESTUDIOS EN HOMENAJE A LA FACULTAD
DE DERECHO PUCP EN SU CENTENARIO**

Sergio García Long
Coordinador



Derecho contractual financiero
Estudios en homenaje a la Facultad de Derecho PUCP en su centenario
© Sergio García Long, coordinador, 2019

© Ediciones Normas Jurídicas SAC, 2019

Editado por: Ediciones Normas Jurídicas SAC
Jr. Rufino Torrico 899, interior 3. Cercado de Lima – Lima
Teléfono 334-9885
libreriajuridicarc@hotmail.com

Primera edición: junio de 2019

Tiraje: 600 ejemplares

Prohibida la reproducción de este libro por cualquier medio, total o parcialmente,
sin permiso expreso de los editores.

Hecho el Depósito Legal en la Biblioteca Nacional del Perú N°

ISBN:

Registro del Proyecto Editorial:

Impreso en Tarea Asociación Gráfica Educativa
Pasaje María Auxiliadora 156, Lima 5, Perú

*Financial markets essentially involve
the allocation of resources.
They can be thought
as the «brain»
of the entire economic system.*

Joseph E. Stiglitz

Índice

Prólogo	
<i>Freddy Escobar Rozas</i>	11
Introducción	
<i>Sergio García Long</i>	15
Financial Contracting	
<i>Oliver Hart</i>	21
La estructura contractual de los financiamientos bancarios	
<i>Sergio García Long</i>	55
Taking Finance Seriously: How Debt Financing Distorts Bidding Outcomes in Corporate Takeovers	
<i>Robert P. Bartlett III</i>	97
Financiamiento de proyectos mineros a través de transacciones de <i>metal streaming</i>	
<i>María Fernanda Gadea Rivera</i>	157
Breves apuntes sobre los FIBRA y FIRBI. El empleo de estos vehículos para combatir el déficit habitacional	
<i>Erick Lau</i>	177
La cláusula de aceleración o de vencimiento anticipado en la contratación contemporánea. Con especial énfasis en los negocios jurídicos financieros	
<i>Walter Vásquez Rebaza</i>	209
El valor de la confianza: introducción al uso de la tecnología <i>Blockchain</i> (<i>smart contracts, tokens</i>) en el mercado de valores peruano	
<i>Adolfo Morán</i>	299
Sobre los autores	343

PRÓLOGO

Los contratos cumplen diversas funciones valiosas tanto en términos individuales como sociales. Desde una perspectiva moral, los contratos permiten que las personas ejerciten su autonomía y, por tanto, desplieguen su capacidad de fijar aquellos objetivos que han de definir su existencia. Desde una perspectiva económica, los contratos permiten que las personas reasignen eficientemente recursos y riesgos.

Existen dos formas distintas, aunque complementarias, de estudiar el fenómeno contractual. La primera implica analizar cómo el legislador resuelve los diversos problemas que afectan a la contratación en sus diversas etapas: negociación, celebración y ejecución. La segunda implica analizar cómo los mercados resuelven los problemas en cuestión.

Si las respuestas que ofrece el legislador para resolver los problemas de la contratación fuesen siempre racionales, eficientes y completas, los mercados no tendrían la necesidad de generar sus propias respuestas a los problemas indicados. La realidad demuestra que las normas legales que regulan el fenómeno contractual no siempre son racionales, eficientes y completas. Por esta razón los mercados tienen que desarrollar sus propias normas contractuales. Estas normas, a diferencia de las legales, evolucionan constantemente, pues, como todo lo que ocurre en los mercados, necesitan adaptarse a los requerimientos cambiantes de las leyes de la oferta y de la demanda.

La contratación financiera presenta un campo fértil para el estudio de las respuestas que los mercados ofrecen para resolver los problemas que afectan a la contratación. En efecto, toda transacción financiera implica la entrega

de recursos monetarios contra dos simples promesas: (i) la de restitución de esos recursos, y (ii) la de pago de una prima. Los riesgos que enfrentan las personas que financian son múltiples y complejos. En la etapa de negociación aquellas deben hacer frente al riesgo derivado de la asimetría informativa existente respecto de las condiciones económicas y financieras del deudor. En la etapa de ejecución aquellas deben hacer frente a diversos riesgos: el derivado de la asimetría informativa existente respecto de las decisiones económicas y financieras que adopte el deudor; el derivado del impacto que los cambios del mercado produzcan en los negocios del deudor; el derivado del impacto que los cambios legales produzca en los negocios del deudor; el derivado del sobreendeudamiento del deudor; etc. La ley contempla mecanismos que mitigan algunos de los riesgos indicados. Sin embargo, esos mecanismos suelen ser incompletos, ineficientes o altamente costosos. Las normas de error, engaño, fraude a los acreedores, buena fe o excesiva onerosidad, por citar algunos ejemplos, se basan en «reglas abiertas», esto es, en reglas que requieren ser desarrolladas por jueces o árbitros en base a un amplio margen de discrecionalidad. Ningún agente financiero puede considerar que los riesgos que enfrenta en el *iter* contractual se encuentran razonablemente cubiertos por las normas en cuestión.

Para superar estos obstáculos, el mercado financiero diseña sus propios mecanismos de mitigación de riesgos. Estos mecanismos son aplicables a todo el *iter* contractual: negociación, celebración y ejecución. El estudio de estos mecanismos permite entender cuáles son las brechas que presentan las normas legales con relación a las necesidades e intereses de las partes contratantes, cómo los agentes del mercado logran eliminar esas brechas y cómo las normas del mercado logran reducir de manera sustancial los costos de transacción.

En este libro el lector encontrará siete ensayos que detallan cómo funciona el mercado en su tarea de encontrar respuestas a los desafíos que presenta la contratación financiera. Estos ensayos abordan temas específicos aparentemente inconexos. El lector, sin embargo, descubrirá un razonamiento común detrás de los enfoques desarrollados en cada uno de estos ensayos, una filosofía transversal que alimenta a las soluciones financieras descritas en cada uno de esos trabajos.

Los autores de este libro ofrecen, pues, una valiosa contribución, ya que con sus ensayos nos permiten conocer cómo se estructuran las soluciones

Prólogo

contractuales a los requerimientos del mercado financiero y cómo el derecho contractual evoluciona en manos de quienes lo emplean.

Freddy Escobar Rozas

Profesor de Derecho de Contratos
Pontificia Universidad Católica del Perú
Máster en derecho por Harvard Law School

INTRODUCCIÓN

Hace más de un año, unos jóvenes académicos y profesores de la Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú se reunieron para sacar adelante dos obras colectivas: una sobre derecho de arbitraje y otra sobre derecho contractual financiero. El presente libro es el resultado final de una de ellas.

Este libro no es cualquier libro. Es uno que presenta al mercado a una nueva generación de abogados que creen en lo fructífero de complementar la práctica profesional con la investigación en Derecho.

La experiencia la adquirimos todos con el paso del tiempo. Al transcurso de un año, todos tendremos un año más de experticia profesional (seguramente unos de mayor valor). Sin embargo, al pasar este año no todos habrán leído la misma cantidad de libros, y no todos habrán hecho el mismo esfuerzo de investigar y proponer soluciones a problemas actuales. Incluso presentar soluciones a problemas que hemos podido anticipar en nuestro medio o que ya hayan ocurrido en otros países. Después de un año, todos tendremos un año de experiencia, pero no todos tendrán un año de experiencia académica.

En este libro escriben autores que tienen, en promedio, treinta años de edad. La intención es presentar un libro joven, escrito por una nueva generación. Así, es como se pretende seguir con una tradición que empezó hace años atrás por profesores de nuestra facultad.

En 1987 se publicó el libro *Temas de derecho contractual*, dirigido por Manuel de la Puente y Jorge Muñiz. En la presentación de aquel texto, ellos señalaron que: «La juventud tiene una visión especial del Derecho. Aun conociéndolo perfectamente, lo ve más recto, más limpio, más lógico, quizá porque con

su profunda capacidad de amor, lo ama también más». En dicho libro escribieron —en ese momento— jóvenes académicos y profesores como Hugo Forno, Edgardo Mercado Newman, Nelson Ramírez Jiménez, Ricardo Luque Gamero, Víctor Ramírez Vásquez, Humberto Jara Flores, Javier Castro Salinas y Lourdes Flores.

Posteriormente, en 1993 se publicó otro libro titulado *El derecho civil peruano. Perspectivas y problemas actuales*. En dicho libro, y a manera de prólogo, Jorge Avendaño dijo que «[...] en los últimos años ha aparecido una nueva generación de abogados especialistas en derecho civil, que estudian la materia desde distintas vertientes y que están llamados a reemplazar a la “vieja hornada” que redactó el Código de 1984. Esta nueva generación se ha incubado preferentemente en la Facultad de Derecho de la Universidad Católica y a ella pertenecen, entre otros, los autores de estos valiosos trabajos». En este libro escribieron los —en ese entonces— jóvenes Alfredo Bullard, Fernando Cantuarias, Felipe Cantuarias, Alejandro Falla, Hugo Morote, Luis Pizarro, Alberto Rebaza y Juan Rivadeneyra.

Este 2019, una nueva generación se hace presente con estudios jurídicos novedosos. El objetivo de esta publicación es seguir con la tradición que empezaron las ahora generaciones mayores de profesores de Derecho de la PUCP e incentivar a las que vienen a emprender el mismo proyecto.

Si hay algo que caracteriza a la Facultad de Derecho de la PUCP es el recambio generacional. O mejor aún, el autorecambio. Son los mismos profesores de derecho los que forman a los futuros profesores de derecho. Es esta relación entre maestro y discípulo lo que ha permitido y permite actualmente garantizar la calidad de los profesores de nuestra querida facultad a lo largo de los años.

La relación entre profesor-estudiante es distinta a la relación maestro-discípulo. Esta última relación tiene cuatro características que debemos recordar: la relación formativa, elegida, filial y afectiva.

El profesor es fungible respecto al estudiante y el estudiante respecto al profesor. El profesor y el estudiante son dos personas que tienen en común el interés por una materia en concreto, pero esto es probablemente lo único que les une. El profesor se presenta al salón para enseñar y el estudiante para aprender. Es un diálogo de un solo sentido. Si alguna vez se permite algún tipo de cuestionamiento por parte del alumno, esta se convierte en

una oportunidad perfecta para que el profesor reconfirme su superioridad en el conocimiento de la materia y defienda su postura. En este escenario no hay mutualidad.

Criticaba Thomas Bernhard que «[...] los profesores, al fin y al cabo, han sido siempre a fin de cuentas los obstaculizadores de la vida y de la existencia. En lugar de enseñar a los jóvenes la vida, de describirles la vida, de hacer de la vida para ellos una riqueza realmente inagotable por su propia naturaleza, la matan en ellos».

Al contrario, la relación maestro-discípulo no es fungible al tratarse de una relación formativa. El alumno elige al profesor y es con esta elección que el alumno se convierte en discípulo suyo; y, a su vez, transforma al profesor en maestro. El discípulo se pone a disposición de un profesor que admira académicamente para que éste ya no ejerza frente a él una labor de profesor sino de maestro. Como maestro, más que enseñar, debe mediar. Se convierte en un mediador del deseo que empuja a su discípulo a pensar por sí mismo.

Explicaba Georges Gusdorf que «el secreto del magisterio es que el maestro no existe [...]. No hay maestros, y los maestros menos auténticos son indudablemente aquellos que desde las alturas de una autoridad prestada presumen de maestros, intentando abusar de la confianza de los demás y engañándose sobre todo a sí mismos».

El maestro no enseña, por eso ya no es profesor. Un maestro se convirtió en maestro porque para él ya culminó su labor de transmisión de ideas. Ahora debe guiar a los estudiantes —que ahora son discípulos— a encontrar su propio camino y sus propias ideas. «El discípulo solo existe, pues, para el maestro, que es mediador de existencias. Pero el mismo maestro no existe más que para el discípulo. Hay una vocación del maestro al magisterio del que únicamente el testimonio del discípulo puede aportarle la revelación. Es normal que el maestro esté inquieto y que dude de su certeza. Ningún ser humano es completamente digno de soportar la aplastante carga de la verdad [...]. Es necesario, para que salga de su reserva, que el discípulo le dirija su requerimiento», concluye Gusdorf.

Al ser la relación maestro-discípulo una formativa y elegida, se convierte en una relación filial y afectiva. El maestro es como un padre intelectual para el discípulo. El maestro educa y guía al discípulo como lo hace un padre con sus propios hijos. «En esta relación filial, la función educadora se nutre de las

funciones familiares del alimento (espiritual), el cuidado y la protección. El maestro asume y las eleva al terreno de la guía, la orientación de la existencia, la disciplina», explicaba Fernando Bárcena. La formación de una escuela entre maestros y discípulos es similar a la formación de una familia.

En 1942 el filósofo Guido Cologero le escribió una carta de condolencia a su maestro Giovanni Gentile, quien había perdido a su hijo. En dicha carta el discípulo le decía a su maestro: «Déjeme decirle, querido profesor, que habiendo sido encaminado por usted hacia mi vocación [...] de investigador y enseñante, y considerándome un poco vuestro hijo espiritual (tal vez de manera inmodesta, y pese a la diferencia de ideas que mantenemos hoy en diversos dominios), me ha parecido, al recibir la noticia, que se me anunciaba la muerte de mi hermano, yo, que no tengo hermanos».

Y es esta labor del maestro a su discípulo lo que hace surgir una relación de afecto entre ellos. Si se tratase de una relación entre profesor y estudiante, en donde cada uno es fungible y existe una comunicación de una sola vía, difícil sería pensar de un sentimiento de aprecio entre ellos. Seguramente habrá respeto, pero no aprecio. Pero cuando el profesor hace algo más en favor de su estudiante, y se convierten mutuamente en maestro y discípulo, surge una filiación y aprecio que solo puede explicarse por lo que uno hace, intelectualmente, en favor del otro. Esto es algo que dura para toda la vida y del cual el discípulo estará eternamente agradecido.

Tras recibir el Premio Nobel de Literatura en 1957, Albert Camus le escribió una carta a su maestro Louis Germain, en donde decía lo siguiente:

He esperado a que se apagase un poco el ruido que me ha rodeado todos estos días antes de hablarle de todo corazón. He recibido un honor demasiado grande, que no he buscado ni pedido. Pero cuando supe la noticia, pensé primero en mi madre y después en usted. Sin usted, la mano afectuosa que tendió al pobre niño que era yo, sin su enseñanza y ejemplo, no hubiese sucedido nada de esto. No es que dé demasiada importancia a un honor de este tipo. Pero ofrece por lo menos la oportunidad de decirle lo que usted ha sido y sigue siendo para mí, y le puedo asegurar que sus esfuerzos, su trabajo y el corazón generoso que usted puso continúan siempre vivos en uno de sus pequeños discípulos, que, a pesar de los años, no ha dejado de ser su alumno agradecido. Le mando un abrazo de todo corazón.

¿Cuál es el último capítulo del maestro? Su momento más glorioso es, paradójicamente, su momento más trágico. El maestro cumple su magisterio cuando el discípulo se desprende de él. El maestro le da alas al discípulo, pero el discípulo no puede ignorar tales alas y debe empezar a volar, y volar lejos, lo más lejos posible de su maestro. El discípulo que no se aleja de su maestro nunca dejó de ser discípulo. «Se paga mal a un maestro si se permanece siempre discípulo», decía Nietzsche.

Por ello es que el maestro no enseña, sino guía. No enseña porque no es su labor crear seres que piensen idénticamente a él. Guía porque quiere crear mentes libres y autónomas, que incluso piensen diferente o en contra de lo que cree el propio maestro. El maestro no puede atrapar al discípulo en su pensamiento como el discípulo no puede permanecer cómodamente atrapado en él.

Dice Fernando Bárcena que «pensar como el maestro no es todavía pensar [...]. De ahí que, junto a la amistad espiritual, al proceso de filiación y adopción mutua entre maestro y discípulo, el momento de la ruptura y del adiós —pues hay que aprender a despedirse— sea el mejor modo de celebrar una relación que unió, amando, a dos».

A diferencia del profesor que será recordado por sus escritos, el maestro dejará un legado en los seres vivientes que son sus discípulos. El maestro sobrevive en aquellos que han experimentado su guía. Este es su verdadero legado, pero, también, su principal carga. Los maestros son lo que sus discípulos llegan a ser. Un maestro que ha hecho bien su trabajo será recordado por el testimonio de sus discípulos, pero, sobre todo, por lo que hagan sus discípulos con los demás.

La Facultad de Derecho de la PUCP ha sido cuna de muchos maestros, y es muy grato apreciar cómo estos maestros han sido la cuna de muchos otros nuevos maestros también. Quien en algún momento fue estudiante, pasó a ser discípulo y luego se convirtió en profesor. Varios de ellos, a su vez, dejaron de ser profesores para ser maestros de nuevas generaciones. Es así, a través de esta autopoiesis, que la Facultad de Derecho crea profesores sobre la base de sus propios profesores. El legado de varios maestros son las nuevas generaciones que los recuerdan y son estas las que posteriormente serán las responsables de tomar la posta y liderar el futuro de nuestra querida facultad.

La generación que se hace presente a través de los artículos publicados en este libro rinde homenaje a sus maestros y, con ello, a los cien años de creación de profesores en la Facultad de Derecho de la PUCP. Este libro es una señal de compromiso intelectual por lo que hicieron nuestros maestros y por lo que harán las futuras generaciones.

Sergio García Long
Pontificia Universidad Católica del Perú

FINANCIAL CONTRACTING*

Oliver Hart

1. INTRODUCTION

Financial contracting might be described as the theory of what kinds of deals are made between financiers and those who need financing. Let me motivate the subject matter of this article with the following questions:

- Suppose an entrepreneur has an idea but no money and an investor has money but no idea. There are gains from trade, but will they be realized? If the idea (project) gets off the ground, how will it be financed?
- We see companies around the world with a wide variety of financial structures. Almost all companies have owners (i.e., shareholders or equity holders). Some have other claimants, e.g., creditors, preferred shareholders, etc. Why? Does this matter, for example, for corporate efficiency or investment behavior? What determines a company's debt-equity ratio, that is, the ratio of the market value of its debt to the market value of its equity¹?

Questions like these have been the focus of much of the very large corporate finance literature that has developed over the last forty years, and they have also been studied in the more recent financial contracting literature. My plan

* Artículo publicado originalmente en: *Journal of Economic Literature*, 39(4), 2001, pp. 1079-1100. Su publicación en el presente libro se hace con la autorización expresa del autor y la revista. La gestión estuvo a cargo de Sergio García Long.

¹ Post-war, the value of long-term debt of large U.S. corporations has been about half the value of equity. See Franklin Allen and Douglas Gale (2000).

is to summarize some of the older literature (section 2) and then move on to some more recent thinking (sections 3 and 4). Section 2 will be deliberately brief and will not do justice to the older literature. Fortunately, there are excellent surveys by Milton Harris and Artur Raviv (1991), Andrei Shleifer and Robert Vishny (1997), and Luigi Zingales (2000) that the reader can consult to supplement what I have to say. (The latter two papers also have insightful things to say about the financial contracting literature).

2. ESTABLISHED VIEWS OF FINANCIAL STRUCTURE

The modern corporate finance literature starts with the famous Modigliani and Miller (MM) theorem (Franco Modigliani and Merton Miller 1958). This striking irrelevance result can be paraphrased as follows:

Modigliani-Miller (MM): In an ideal world, where there are no taxes, or incentive or information problems, the way a project or firm is financed doesn't matter.

A simple (too simple) way to understand this result is the following. A project can be represented by a stream of uncertain, future cash flows or (net) revenues. Each future revenue is equivalent to some amount of cash today; the exact amount is obtained by applying a suitable discount factor (if the future revenue is uncertain, we might apply a higher discount factor). Now add all the cash equivalents together to obtain the total value of the project: its present value, V , say.

Suppose the project costs an initial amount C . Then the project is worth undertaking if and only if $V > C$, that is, if and only if it contributes positive net value. Now we get to MM². The financiers of the project—who put up the C —have to get their C back. They can get it back in a variety of ways: they could be given a share s of future revenues, where $sV = C$. Or they could get some debt (riskless or risky) that has a present value equal to C . But, however they get it back, they must get C , and simple arithmetic tells us that the entrepreneur who sets up the project will get the remainder $V - C$.

² Actually the result that the project should be undertaken if and only if $V > C$ can also be thought of as being part of MM.

That is, from the entrepreneur's point of view (and from the financiers') the method of financing doesn't matter³.

Merton Miller (who, sadly, died recently) used to illustrate MM with one of Yogi Berra's famous (mis-)sayings: «You better cut the pizza in four pieces because I'm not hungry enough to eat six»⁴. Apart from the crumbs, this seems to sum up the proposition pretty well.

MM, although an enormously important benchmark, does not seem to describe the world very well. To give one example of a problem, if MM were empirically accurate, we might expect firms to use no debt or large amounts of debt, or firms' debt-equity ratios to be pretty much random. However, Raghuram Rajan and Zingales (1995) find that similar, systematic factors determine the debt-equity ratio of firms in different countries. In fact, I think that it would be fair to say that, since its conception, MM has not been seen as a very good description of reality; thus, much of the research agenda in corporate finance over the last forty years has been concerned with trying to find «what's missing in MM».

Researchers have focused on two principal missing ingredients: taxes and incentive problems (or asymmetric information). In both cases the idea is that, because of some «imperfections», V is not fixed and financial structure can affect its magnitude.

2.1. Taxes

The simplest tax story is the following. In many countries, the tax authorities favor debt relative to equity: in particular, interest payments to creditors are shielded from the corporate income tax while dividends to shareholders are not. As a result, it is efficient for a firm to pay out most of its profits in the form of interest: this reduces its tax bill and thus increases the total amount available for shareholders and creditors taken together (of course, this increase in firm value is at the expense of society since the treasury receives less tax revenue).

This simple tax story is too simple: it suggests that we should see much higher debt-equity ratios than we actually do. For this reason, it has been elaborated

³ This informal justification of MM can easily be made rigorous for the case where the entrepreneur and investors are risk neutral. If the parties are risk averse, however, a more subtle, «home-made leverage» argument is required. See Joseph Stiglitz (1974).

⁴ See Berra (nd).

on in various ways⁵. But extensions of the theory, however ingenious, do not seem to be adequate to explain the data: for example, Rajan and Zingales (1995) find that, while taxes influence debt-equity ratios, other factors are important too.

In fact, in the last few years the literature has focused on a different departure from MM: incentives.

2.2. Incentive (Agency) Problems

The most famous incentive paper in the corporate finance literature is Michael Jensen and William Meckling (1976). Jensen and Meckling argue that the value of the firm or project V is not fixed, as MM assume: rather it depends on the actions of management, specifically their consumption of «non-pecuniary benefits» (perks). Perks refer to things like fancy offices, private jets, the easy life, etc. These benefits are attractive to management but are of no interest to shareholders, in fact they reduce firm value. Moreover, it is reasonable to assume that they are inefficient in the sense that one dollar of perks reduces firm value by more than a dollar⁶.

Jensen and Meckling use these ideas to develop a trade-off between debt and equity finance. Consider a manager (or entrepreneur) who initially owns 100 percent of a firm. This manager will choose not to consume perks since each dollar of perks costs more than a dollar in market value (and as owner he bears the full cost). Now suppose the manager needs to raise capital to expand the firm. One way to do this is to issue equity to outside investors. However, this will dilute the manager's stake: he will now own less than 100 percent of the firm. As a result, he will consume perks, since the cost of these is borne at least partially by others. As noted, this is inefficient since total value (firm value plus the value of perks) will fall.

Alternatively, suppose the manager borrows to raise capital. At least for small levels of debt, this does not dilute the manager's stake. The reason is that the debt must be paid back for sure (it is riskless), which means that, in a

⁵ See, e.g., Miller (1977).

⁶ This assumption makes sense since managers can typically consume perks only in quite narrow ways; that is, if unconstrained, they might prefer to spend an extra dollar on their children's education rather than a fancy office, but the former would look suspicious whereas the latter can be defended (to shareholders and society).

marginal sense, the manager still owns 100 percent of the firm (his payoff is $V - D$, where D is the value of the debt). As a result, he bears the full cost of perks and will not take them.

So far it looks as if borrowing is an efficient way to raise capital. However, Jensen and Meckling argue that borrowing becomes costly when debt levels are large. The debt then becomes risky, since there is a chance that it won't be repaid. At this point, the manager will have an incentive to gamble with the firm's assets, e.g., to engage in excessively risky investments. The reason is that if an excessively risky project succeeds, the firm's profits are high and the beneficiary is the firm's owner; that is, the manager himself (recall that he has 100 percent of the equity); whereas if the project fails, the firm's profits are low and the losers are the firm's creditors since the firm is bankrupt.

According to Jensen and Meckling, the optimal debt-equity ratio or capital structure for the firm is determined at the point where the marginal benefit of keeping the manager from taking perks is offset by the marginal cost of causing risky behavior.

The effects that Jensen and Meckling emphasize are clearly important. However, their analysis has a theoretical short-coming. The incentive problem that Jensen and Meckling focus on is what economists call an agency problem, i.e., a (potential) conflict of interest between an agent who takes an action (in this case, the manager choosing the level of perks) and a principal who bears the consequences of that action (other shareholders or creditors). There is a large economics literature on agency problems, but the main finding from that literature is that the best way to deal with them is to put the agent on an optimal incentive scheme.

An illustration may be helpful. Suppose you (the principal) hire me (the agent) to sell silverware; my job is to drive around the suburbs, knock on people's doors, and try to interest them in knives and forks. You may be worried that I will sit in my car listening to rap music and not selling your product. One solution is to pay me a fixed amount per set of silverware I sell (a piece-rate) rather than a fixed wage per hour (or you might use a combination of the two).

Applying this logic to the present context leads to the conclusion that the manager's salary should be geared to firm performance, that is, the manager should be put on an incentive scheme, $I = f(V)$, where V is firm market value.

But this can be done independently of the firm's financial structure, that is, independently of whether the manager is a shareholder (in the silverware example, I did not have to become a shareholder of the silverware firm to work hard). Moreover, given an optimal incentive scheme, the manager's preference for borrowing rather than issuing shares disappears⁷.

In other words, a question unanswered by Jensen and Meckling's analysis is: why use financial structure rather than an incentive scheme to solve what is really just a standard agency problem?

Before we move on, it is worth mentioning another strand of the agency literature that focuses on private information possessed by managers rather than managerial actions (this part of the literature corresponds to the adverse selection version of the moral hazard problem studied by Jensen and Meckling). A leading example of this literature is Stewart Myers and Nicholas Majluf (1984). Like Jensen and Meckling, Myers and Majluf consider a manager who needs capital to expand the firm. Myers and Majluf ignore perks, but suppose that the manager has better information about the profitability of the existing firm, i.e., assets in place, than investors. In particular, imagine that the manager knows that these are worth a lot, whereas investors do not. Then, if the manager acts on behalf of current shareholders (e.g., because he holds equity in the firm himself), he will not want to raise capital by issuing new shares. The reason is that the new shares will be sold at a discount relative to their true value, which dilutes the value of the current shareholders' stake.

Instead the manager will raise capital by issuing (riskless) debt. Riskless debt will not sell at a discount. The firm will simply pay the market interest rate on it. Hence no dilution will take place. Thus Myers and Majluf provide another reason why MM fails: if managers have superior information, they will want to sell new securities whose return is insensitive to this information (riskless debt being the most insensitive security of all).

⁷ This point is elaborated on in Philip Dybvig and Jaime Zender (1991). Paying the manager according to total market value V has the drawback that the manager may have an incentive to invest in unprofitable projects in order to raise V . This problem can be overcome by deducting the capital raised from V before assessing the manager's salary, i.e., paying the manager according to value net of investment cost.

Myers-Majluf are surely right that private information is an important determinant of financial structure, and the effect that they identify appears to be empirically significant. However, their analysis suffers from the same theoretical weakness as Jensen-Meckling. Financial structure matters only because managers are (implicitly) on a particular kind of incentive scheme. Specifically, Myers and Majluf assume that managers act on behalf of current shareholders, e.g., because they hold equity themselves. But things don't have to be this way. Suppose managers were paid a fraction of the firm's total market value V . Then managers wouldn't worry about selling new shares at a discount, since any loss in current shareholder value is offset by a gain in new shareholder value and managers are paid on the basis of the sum of the two. With this incentive scheme, managers are happy to expand by issuing new equity, and financial structure no longer matters⁸.

3. FINANCIAL CONTRACTING LITERATURE: DECISION AND CONTROL RIGHTS

We have seen that incentive (agency) problems alone do not yield a very satisfactory theory of financial structure. The recent financial contracting literature (developed in the last fifteen years or so) adds a new ingredient to the stew: decision (control) rights⁹.

This literature takes as its starting point the idea that the relationship between an entrepreneur (or manager) and investors is dynamic rather than static. As the relationship develops over time, eventualities arise that could not easily

⁸ There is in fact a strict advantage to putting managers on an incentive scheme that rewards them according to total shareholder value, rather than current shareholder value. As Myers and Majluf show, the latter scheme may cause managers to turn down some profitable new projects, because the dilution effect on current shareholder value will be so great that they prefer not to invest. This inefficiency is avoided if managers are rewarded according to total shareholder value. John Persons (1994) argues that an incentive scheme where managers are paid a fraction of the firm's total market value is not «renegotiation-proof»: the board of directors (acting on behalf of current shareholders) will always revise it. However, Persons does not explain why the board acts on behalf of current shareholders or why the board is given the power to revise the managerial incentive scheme.

⁹ This recent literature should be contrasted with an earlier literature based on costly state verification; see Robert Townsend (1978) and Gale and Martin Hellwig (1985). In this earlier literature, an optimal contract between an entrepreneur and investor was analyzed under the assumption that a firm's profitability is private information, but that this information can be made public at a cost. This earlier literature did not stress contractual incompleteness (as defined below) or focus on the role of decision (control) rights.

have been foreseen or planned for in an initial deal or contract between the parties. For example, how many people in 1980 could have anticipated the fall of the Soviet Union or the rise of the internet in the 1990s? In an ideal world, a contract between a computer manufacturer (IBM, say) and a software producer (Microsoft), written in 1980, would have included a contingency about what would happen if the internet took off, or for that matter, would have had a clause guarding against Microsoft becoming the dominant supplier of operating systems. In practice, writing such a contingent contract would have been impossible: the future was simply too unclear.

Economists (and lawyers) use the term «incomplete» to refer to a contract that does not lay out all the future contingencies. A key question that arises with respect to an incomplete contract is: how are future decisions taken? That is, given that an incomplete contract is silent about future eventualities, and given that important decisions must be taken in response to these eventualities, how will this be done? What decision-making process will be used?

It might be helpful to give some examples. Consider a firm that has a long-term supplier. Advances in technology might make it sensible for the firm instead to buy its inputs on the internet. Who makes the decision to switch?

Or take a biotech firm that is engaged in trying to find a cure for diabetes. The firm has been pursuing a particular direction, but new research suggests that a different approach might be better. Who decides whether the firm should change strategy?

Other examples concern whether a firm should undertake a new investment, whether the firm's CEO should be replaced, or whether the firm should be closed down.

The financial contracting literature takes the view that, although the contracting parties cannot specify what decisions should be made as a function of (impossible) hard-to-anticipate-and-describe future contingencies, they can choose a decision-making process in advance. And one way they do this is through their choice of financial structure. Take equity. One feature of most equity is that it comes with votes. That is, equity-holders collectively have the right to choose the board of directors, which in turn has the (legal or formal) right to make key decisions in the firm; specifically, the kinds of decisions described above.

In contrast, take debt. Creditors do not have the right to choose the board of directors or to take decisions in the firm directly. However, they have other rights. If a creditor is not repaid, she can seize or foreclose on the firm's assets or push the firm into bankruptcy. Moreover, if the firm enters bankruptcy, then creditors often acquire some of the powers of owners.

A rough summary is that shareholders have decision rights as long as the firm is solvent, while creditors acquire decision rights in default states.

It is worth emphasizing the difference between this perspective and that described in section 2. According to MM, the firm's cash flows are fixed and equity and debt are characterized by the nature of their claims on these cash flows: debt has a fixed claim while equity gets the residual. In Jensen and Meckling, the same is true except that now the allocation of cash flow claims can affect firm value through managerial incentives. In neither case do votes or decision rights matter. In contrast, in the financial contracting literature, decision rights or votes are key, even though, of course, as we shall see, cash flow rights matter a lot too.

It is also worth noting that there is an important distinction between the kinds of decisions we are talking about here and the managerial actions we discussed in the context of Jensen-Meckling. Managerial actions, e.g., the level of perks or effort, are usually assumed to be non-transferable (or hard to transfer): only the manager can choose them. In contrast, decision rights are (more easily) transferable: e.g., the decision about whether to replace the CEO, say, can be taken by one party (shareholders) or by another party (creditors). Hence, a key design question is: how should decision rights be allocated in the initial contract/deal between the parties? To this we now turn.

3.1. The Allocation of Decisions Rights

The financial contracting literature has tended to focus on small entrepreneurial firms —rather than a publicly traded company or corporation— and we will do this too for the moment. To make things very simple, consider a single entrepreneur, a single investor, and a single project. The question is: how should the right to make future decisions be allocated between the entrepreneur and the investor? Who should have the right to replace the CEO or terminate the project?

In order to answer this question, we obviously need a theory of why the allocation of decision-making authority matters. Various possibilities have been advanced. One approach is based on the idea that decision rights are important for influencing asset—or relationship—specific investments. Suppose individual i is considering whether to invest resources in learning about how to make the project more profitable. If he controls the project, and has a good idea, he can implement this idea without interference from anyone else. This gives him a strong incentive to have an idea. On the other hand, if someone else controls the project, i will have to get permission from this other person and may have to share the fruits of his idea with them; this will dilute his incentives.

The above approach has been used in the theory of the firm¹⁰ but has been employed less in the financial contracting literature. Instead, in this latter literature, researchers have focused on how the allocation of control rights affects the trade-off between cash flows and private benefits once the relationship is underway.

The best-known paper adopting this approach is Philippe Aghion and Patrick Bolton (1992)¹¹. Aghion and Bolton assume that the project yields cash flows in the amount of $\$V$ and private benefits in the amount of $\$B$. Private benefits are similar to the non-pecuniary benefits discussed in Jensen-Meckling; although private benefits may represent things like psychic value, we suppose that they have a cash equivalent, i.e., they can be measured in dollars. The investor is interested only in cash flows, while the entrepreneur is interested in both cash flows and private benefits. These different interests create a potential conflict between the entrepreneur and investor.

Since private benefits (like decision rights) are very important in what follows, it may help to illustrate them in the current context. Consider an entrepreneur who has developed an idea for a project. The entrepreneur is likely to get some personal satisfaction from working on the project, or from the project succeeding, that is over and above any cash flows received. Also, if the project succeeds, the entrepreneur's reputation is enhanced and he will do better in future deals. Personal satisfaction and reputational enhancement are both

¹⁰ See Sanford Grossman and Hart (1986), Hart and John Moore (1990), and Hart (1995).

¹¹ For related work, see Bolton and David Scharfstein (1990), Douglas W. Diamond (1991), Hart and Moore (1994) and Hart and Moore (1998).

examples of private benefits since they are enjoyed by the entrepreneur but not the investor.

Some private benefits are less innocuous. Someone who controls a project can decide who will work on the project; the controller may choose to appoint relatives or friends to key positions even though they are incompetent («patronage»). The controller may also be able to divert money from the project, e.g., he can set up other firms that he has an ownership interest in, and choose the terms of trade between the project and these firms to suck cash out of the project. Patronage and diversion are also examples of private benefits.

As noted, the existence of private benefits introduces a potential conflict of interest between the entrepreneur and the investor. How is this conflict resolved? The answer is that this depends to a large extent on who has the right to make decisions once the relationship is underway.

To understand this, consider a simple case where the entrepreneur is allocated a fraction θ of the project cash flows and the investor receives the remaining $(1 - \theta)$. Suppose that the project is set up at date 0 and all decisions are taken and benefits earned at date 1. The date 1 objective functions of the entrepreneur and investor are then as follows:

$$\begin{aligned} \text{Entrepreneur: } & \text{Max } B + \theta V, \\ \text{Investor: } & \text{Max } (1 - \theta)V \equiv \text{Max } V. \end{aligned}$$

It is also useful to write down the objective of a planner who is concerned with social (or Pareto) efficiency. In a first-best world where lump sum distributions are possible the planner would maximize the *sum* of the entrepreneur and investor's payoffs (since both are measured in money), i.e., social surplus, $B + V$.

$$\text{Social Planner: } \text{Max } B + V.$$

It is clear that these three objective functions are generally distinct. This suggests that it will indeed matter whether the entrepreneur or the investor makes ex post decisions (the planner is a mere construct and so will not have decision-making authority!).

For example, suppose the only decision to be made concerns whether the project should be terminated or continued (at date 1). Assume that E's private benefit from continuation is \$100, but that \$200 in resources can be saved if the project is terminated now rather than later. Also assume $\theta = 1$.

From a social surplus or efficiency perspective, the project should be terminated (the \$200 loss exceeds the \$100 private benefit and social surplus is represented by the sum of these). This outcome will be achieved if the investor makes the decision since she puts no weight on private benefits, but not if the entrepreneur does (given his stake of 10 percent, he gains only \$20 from avoiding losses, but loses his full private benefit of \$100).

On the other hand, suppose that the losses from continuation are \$80 rather than \$200. Now it is efficient to continue the project, and this time efficiency will be achieved if the entrepreneur has decision-making authority, but not if the investor does (since the investor is concerned only with loss avoidance)¹².

Consider the issue of contract design at date 0. The parties have two instruments at their disposal: the allocation of cash flow rights, represented by θ , and the allocation of control rights (for simplicity, we have assumed that the parties share cash flows in a linear manner, but nothing significant depends on this; the investor could hold convertible, preferred stock, for example). For simplicity assume that the entrepreneur makes a take-it-or-leave-it offer to the investor at the contract-signing stage. Suppose also that both parties are risk neutral. Then the entrepreneur will choose the contract

¹² We have not considered renegotiation. Suppose the losses from continuation are \$200. We saw that if the entrepreneur has control at date 1, he will keep the firm going even though this is inefficient. However, one thing the investor could do is to offer the entrepreneur a payment in re-turn for closing the firm down. The entrepreneur requires at least \$80 to make this worthwhile and the investor is prepared to offer up to \$180, so presumably something in this range will be agreed upon. Similarly, if the losses from continuation are \$80, and the investor has control, the entrepreneur—if he has the money—could pay the investor an amount between \$72 and \$92 to persuade her not to close the firm down. In fact, in a world of perfect renegotiation, the famous Coase theorem tells us that the allocation of decision rights doesn't affect the date 1 outcome at all: the parties will always arrive at the efficient outcome through bargaining. However, in the present context, there is an important impediment to renegotiation: the fact that the entrepreneur is wealth-constrained (presumably this is why the entrepreneur approached the investor in the first place. If he was not wealth-constrained, he could have financed the project himself). Thus, while it may be relatively easy for the investor to bribe the entrepreneur to make a concession when the entrepreneur has control, it is harder for the entrepreneur to bribe the investor to make a concession when the investor has control. In fact we have implicitly assumed that the entrepreneur has no wealth, so that the only item of value he can offer to give up is his fraction θ of V ; this may not be enough to achieve efficiency. Note that he can't give up B directly because B is a nontransferable private benefit. Since renegotiation complicates the basic story, without changing the fundamental message that the allocation of control matters, I will ignore it in what follows.

to maximize his expected payoff subject to the investor breaking even, i.e., recovering her investment cost C (on average).

A simplification can be made. Since the investor's gross expected return is fixed at C , an optimal contract will also maximize the *sum* of the entrepreneur and investor's payoffs, i.e., (expected) social surplus, $B + V$, subject to the investor breaking even. It follows that, given two contracts, both of which have the investor breaking even, the one that generates greater expected social surplus is superior.

It is useful to consider two polar contracts. At one extreme, suppose the entrepreneur has all the cash flow rights ($\theta = 1$) and all the decision rights. Then the entrepreneur's objective function and the social planner's coincide, which means that an efficient outcome is guaranteed. Unfortunately, the investor gets none of her money back! Thus, this contract is not feasible.

At the other extreme, suppose that the investor has all the cash flow rights ($\theta = 0$) and all the decision-making rights. This contract maximizes the investor's payoff and so the investor will more than break even—or at least—if she doesn't, the project can never go ahead at all. Unfortunately, this contract may lead to the destruction of significant private benefits since the investor puts all the weight on cash flows. Note that this contract has a simple interpretation: the entrepreneur is a paid employee—he has no formal authority and gets a flat wage (actually zero!).

The question is, where between these two extremes does the optimal contract lie?

There is one case where there is a simple answer. Suppose that, *whatever* decision is taken at date 1, the project yields a cash flow that is at least C (discounted back to date 0). Then the investor can be given riskless debt with value C and the entrepreneur can be allocated all the equity, i.e., he is the residual income claimant and has all the decision rights. This contract is feasible because the investor breaks even and optimal because there is no inefficiency: the entrepreneur maximizes $B + V$ ¹³.

¹³ Note the importance of the condition that the project yields at least C whatever decision is taken. For riskless debt to be optimal, it is not enough to suppose that the project can always generate C ex post if some decision is taken; such a decision might involve project termination, say, and the destruction of significant private benefits. In this case, it may be better to allocate decision rights on an event-contingent basis, as described below.

Unfortunately, in a world of uncertainty, it is unlikely that the project cash flows will be large enough to support riskless debt of value C given any decision. In order to understand what is optimal then, imagine that the parties can anticipate—and contract on—certain events at date 1 (they are verifiable)¹⁴. An example of an event might be a situation where the firm has low earnings and its product is not selling; in another event the opposite may be true the firm has high earnings and its product is selling.

The advantage of allocating cash flow and control rights to one party or the other will typically differ across these events. For example, in one event it may be the case that a ruthless strategy of value (cash flow) maximization leads to an approximately efficient outcome because private benefits aren't very important. Recall the example where closing the firm down saved $\$L$ and wasted a private benefit of $\$100$. If $L = 200$, then indeed value maximization generates an efficient outcome.

On the other hand, in other events, private benefits may be relatively more important, and value maximization may cause a significant loss of social surplus. This would be the case in the same example if $L = 80$.

Aghion and Bolton show that the investor should have control—and cash flow rights—in the first kind of event, and the entrepreneur should have control—and also possibly cash flow rights—in the second kind of event. The reason is that giving the investor control and cash flow rights in the first kind of event generates an approximately efficient (social surplus maximizing) outcome and makes it easier to satisfy the investor's break-even constraint; while giving the entrepreneur control in the second kind of event prevents inefficiency and hence is desirable as long as it is consistent with satisfying the investor's break-even constraint (giving the entrepreneur cash flow rights in the second kind of event may be useful to bring the entrepreneur's objective function in line with the social objective function).

A very rough summary of the Aghion-Bolton model is thus the following. If we rank events from those where ruthless value maximization is least inefficient to those where it is most inefficient, then the investor should have control in the first set and the entrepreneur in the second set, where the cut-off is chosen so that the investor breaks even.

¹⁴ An event is a subset of the set of all possible states of the world (i.e., all possible contingencies).

How good a job does the Aghion-Bolton model do in explaining the features of real-world financial contracts? An interesting recent paper by Steven N. Kaplan and Per Stromberg (2001) argues that a good place to look is the venture capital sector (see also Paul Gompers 1997)¹⁵. Venture capitalists are private providers of equity capital for young growth-oriented firms (high-tech start-ups). Although venture capitalists often represent several large rich individuals or institutions, they correspond quite well to the single investor of the Aghion-Bolton model. Similarly, the founder or founders of a start-up company can be represented without too much of a stretch by a single entrepreneur. The distinguishing feature of venture capital deals is that the major participants have a close relationship and are few in number.

Kaplan-Stromberg study 213 venture capital (VC) investments in 119 portfolio companies (firms) by fourteen VC partnerships. Most of these firms are in the information technology and software sectors, with a smaller number being in telecommunications. Kaplan-Stromberg's main findings (from our point of view) are the following:

- VC financings allow the parties to allocate separately cash flow rights, voting rights, board rights, liquidation rights, and other control rights.
- Cash flow rights, voting rights, control rights, and future financings are frequently contingent on observable measures of financial and nonfinancial performance. For instance, the VCs may obtain voting control or board control from the entrepreneur if the firm's EBIT —earnings before interest and taxes— falls below a prespecified level or if the firm's net worth falls below a threshold. Also, the entrepreneur may obtain more cash flow rights if the firm receives approval of a product by the Food and Drug Administration (FDA) or is granted a patent.
- If the firm performs poorly, the VCs obtain full control. As firm performance improves, the entrepreneur retains/obtains more control rights. If the firm performs very well, the VCs retain their cash flow rights, but relinquish most of their control and liquidation rights. The entrepreneur's cash flow rights also increase with firm performance.

¹⁵ For related work on biotechnology alliances, see Joshua Lerner and Robert Merges (1998).

- VCs have less control in late rounds of financing (i.e., when the project is close to completion).

At a broad level, these findings fit very well with the Aghion-Bolton model. First, as that model emphasizes, cash flow rights and control (decision) rights are independent instruments, and indeed they are used independently: someone may be allocated significant cash flow rights without significant control rights and vice versa (to put it another way, there can be a substantial deviation from one share-one vote). Second, as the Aghion-Bolton model predicts, to the extent that different events can be identified, the allocation of cash flow rights and control rights will depend on these; here the events correspond to performance as measured by such things as earnings, net worth, or product functionality (FDA or patent approval). Third, the fact that VCs have fewer control rights in late financings can be understood as follows. In late financings, a firm requires less cash relative to future profitability, i.e., the investment cost C is, in effect, lower. As we have seen, this makes it more likely that the project cash flows can support something like riskless debt, in which case an efficient outcome can be achieved by giving all the control rights and residual income rights to the entrepreneur. Under these conditions there is no gain—and there can be a considerable loss—from allocating control rights to the investor.

Interestingly, there is one striking finding of the Kaplan-Stromberg study that, although consistent with the Aghion-Bolton model, does not necessarily follow from it. This is that control rights and cash flow rights shift to the VC if the firm does poorly (number 3 in the above list). This makes perfect sense if we can identify poor performance with an event where ruthless value maximization leads to an approximately efficient outcome, e.g., because private benefits aren't very important relative to cash flows¹⁶. And indeed, this is quite plausible, in the sense that in bad events it may be efficient that the project be terminated or the entrepreneur removed as CEO, and this is exactly what a ruthless value maximizer would do.

However, things do not have to be this way. It could be that ruthless value maximization leads to an efficient out-come in good events. For example, imagine that, if a start-up is very successful, the founding entrepreneur is no

¹⁶ For a set of conditions guaranteeing this, see Hart and Moore (1998).

longer the best person to run it, e.g., because his creativity gets in the way of the professional approach to management that is now desirable. If the losses from keeping the entrepreneur on are high enough, then it is efficient to replace him. However, the entrepreneur may resist replacement given his private benefit. Under these conditions, the only way to obtain an efficient outcome is to put control in the hands of the VC.

In other words, this is a case where the VC should have control if the firm performs *well*, since it is in good events that cash flows are important relative to private benefits.

As noted, Kaplan-Stromberg do not find this effect in the data, but the question is why? Possibly the answer is that the Aghion-Bolton model ignores an important variable: effort. That is, in reality, private benefits B and cash flows V are a function of ex ante effort as well as ex post decisions. An entrepreneur may have little incentive to work hard to ensure that a good event occurs, i.e., V is high, if his reward is to be replaced by a ruthless investor¹⁷. In other words, ex ante effort considerations may explain why, empirically, control shifts to the investor in bad rather than good events.

4. COSTLY INTERVENTION AND THE DIVERSITY OF OUTSIDE CLAIMS

In section 3, we discussed how control should be divided between an insider (the entrepreneur) and an outsider (the investor). However, in many large companies in countries like the United States, the United Kingdom, or Japan, insiders, as represented by the board of directors or management, do not have (voting) control in any state of the world. Rather control rests with dispersed outside investors. Moreover, those outsiders hold diverse claims: some are shareholders and others are creditors.

In this section we discuss what may be responsible for the diversity of outside claims. We will argue that diversity can be understood as part of an optimal mechanism when intervention by an outside investor is costly (that is, the investor has to expend time or resources to exercise control). Before we get into the details of the analysis, it is worth emphasizing that neither the agency approach of section 2 nor the control rights model of section 3 bears directly

¹⁷ The entrepreneur may also have an incentive to manipulate the accounts ex post, to make a good event look like a bad one, if he is likely to be replaced in a good event (e.g., he could throw away money).

on this question. The agency approach, as we have already argued, is really a theory of optimal incentive schemes rather than capital structure; while the control rights model helps to explain the optimal allocation of control between insiders and outsiders, but not why, given a particular level of control by insiders (in this case, zero), outsiders hold heterogeneous claims, i.e., some are shareholders while others are creditors.

In fact, one's first thought would be that diversity is bad since it creates conflicts of interest between different investors. Moreover, it is not clear why management should be affected by diversity: why does it matter to them that in good states of the world shareholders have control, while in bad states creditors have control (given that management never has control)?

One approach to the diversity issue is based on the existence of collective action problems. Imagine a large company that has many (relatively small) shareholders. Then each shareholder faces the following well-known free-rider problem: if the shareholder does something to improve the quality of management, then the benefits will be enjoyed by all shareholders. Unless the shareholder is altruistic, she will ignore this beneficial impact on other shareholders and so will underinvest in the activity of monitoring or improving management. For example, an individual shareholder will not devote time and resources to persuading other shareholders to vote to replace an incompetent board of directors. As a result, the management of a company with many shareholders will be under little pressure to perform well (the threat of a hostile takeover bid can overcome the shareholder passivity problem to some extent, but, for all sorts of reasons, is unlikely to eliminate it).

In contrast, individual creditors can in principle obtain the full benefits of their actions for themselves and thus do not face the same kind of free-rider problem (at least outside bankruptcy). Suppose a creditor's debt is not repaid. Then she can seize some of the firm's assets if her debt is secured; while if her debt is unsecured she can obtain a judgment against the firm and have a sheriff sell off some of the firm's assets. She does not require other creditors to act. In fact, it is better for her if they do not, since there are then more assets to seize!

So creditors impose discipline on management in a way that shareholders do not. Specifically, whereas a manager who faces a large number of small

shareholders is unlikely to be penalized significantly if he fails to deliver high profit or pay out large dividends, a manager who faces a large number of small creditors knows that he must repay his debts or he will be in trouble: his assets will be seized or he will be forced into bankruptcy (which is assumed to be unpleasant for him). However, there is a trade-off: too much discipline can be bad. While some debt is good in order to force management to reduce slack, too much debt is bad because it can lead to the bankruptcy and liquidation of good companies, and can prevent management from financing profitable new projects. Various papers have explored this trade-off and have used it to derive the optimal debt-equity ratio for a company¹⁸.

The view that financial diversity occurs because of collective action problems is not entirely satisfactory for two reasons. First, the existence of these collective action problems is assumed, not derived: in particular, it is supposed that shareholders face these problems while creditors don't. However, things don't have to be this way. One could imagine a company that sets itself up so that each shareholder has the right to liquidate a fraction of the company's assets unilaterally; in fact, we see just such an arrangement with open-end mutual funds. Equally, one could imagine that creditors are required to act by a majority vote to seize assets or push a firm into bankruptcy. If most companies choose not to operate this way, we need to explain this; we shouldn't just take it as given.

Second, most collective action models of the trade-off between debt and equity assume that shareholders are completely passive. However, this view is hard to square with the fact that companies routinely pay out cash to shareholders in the form of dividends and share repurchases. If managers face no pressure from shareholders, one would expect them to retain all their earnings: wouldn't they always be able to find something better to do with a dollar than to pay it out to shareholders?

There is a third problem with most collective action models of debt that is also worth mentioning. In these models it is typically the case that debt matters only if a firm is close to bankruptcy. The reason is that, if not, then the firm can pay off its current debts by borrowing against future income, i.e., current debt levels do not constrain management. However, the idea

¹⁸ Representative contributions are Grossman and Hart (1982), Jensen (1986), Myers (1977), Rene Stulz (1990), and Hart and Moore (1995).

that debt matters only if a firm is in extreme financial distress does not seem very plausible.

In recent years, Erik Berglof and Ernst-Ludwig von Thadden (1994) and Mathias Dewatripont and Jean Tirole (1994) have explored an alternative approach to diversity that proceeds more from first principles. The basic idea behind these papers is that diversity is good not because of the existence of collective action problems, but rather because diversity changes incentives. In particular, suppose that a company has a single investor (or group of homogeneous investors); say, a shareholder with 100 percent control rights. This shareholder has the right and the ability to intervene at any time; but assume, in contrast to what has gone before, that intervention is costly. Then this investor may choose not to act because the costs of intervention exceed the benefits. In contrast, if the company has several investors with heterogeneous claims, it is likely that for at least one investor the benefits of intervention exceed the costs. If this investor also has the ability to intervene, management will be under pressure. The conclusion is that heterogeneous claimants can put more pressure on management than homogeneous claimants when intervention is costly.

It will be useful to present a very simple model—in the form of a numerical example—that illustrates this approach. The model is based on (preliminary) joint work with Moore and draws on the ideas of Jeffrey Zwiebel (1996), as well as those of Berglof and von Thadden (1994) and Dewatripont and Tirole (1994).

Let me begin with a verbal description of the model. Consider a firm that has some current earnings, and is also expected to be profitable in the future. The manager or board of directors of the firm will have to decide how much of the current earnings to pay out to investors. It is plausible that the manager has his own (selfish) reasons for not paying out as much as the shareholders would like, e.g., he might want to engage in empire-building activities or protect against a possible future calamity by buttressing the firm's financial position (the model below focuses on protection against future calamities rather than empire-building)¹⁹.

¹⁹ Retaining some cash to protect against future calamities may be at least partly in the interest of shareholders, of course. However, to the extent that the manager obtains a private benefit from continuation, he may retain excessive cash. The model focuses on this excessive element of cash

Suppose initially that the firm has no debt, i.e., all investors are shareholders. Assume also that these shareholders have control rights, do not face collective action problems, and so could intervene to force the manager to disgorge some of the «free cash flow». However, intervention is costly, e.g., it requires the expenditure of time or resources. Then the manager will pay out just enough cash d ; say to stop the shareholders from intervening, i.e., such that the intervention cost equals the inefficiency generated by reinvesting earnings rather than paying them out.

Now assume instead that the firm owes some money to short-term creditors that exceeds d , call the amount p . Suppose that creditors do not have any powers that shareholders do not, i.e., their cost of intervention is just the same. The manager could announce that he will pay the creditors less than what he owes them, say d . However, creditors are unlikely to accept this: they will choose to intervene. Why? The reason is that if they agree to accept d rather than p , then the residual amount $p - d$ will at best be postponed and possibly even canceled (this is the nature of a debt claim). In either case, if we allow for discounting and uncertainty, creditors won't get much of the residual. In contrast, if they intervene now, they may be able to get all of their p (assuming that the firm's cash flow plus asset value exceeds p). To this end, they will even be prepared to destroy value, e.g., liquidate productive assets or cut off funds for good investment projects. The point is that creditors do not care about the firm's future profitability given that the beneficiaries of future profitability are shareholders rather than them.

To put it very simply, shareholders are soft because they are the residual income claimants while creditors are tough because they are not.

Now to the details of the model (or example). The model is a slightly more complicated version of the Aghion-Bolton model of section 3, with the one important difference being that intervention is costly. There are four dates. At date 0 the firm is set up at cost C . This amount must be raised from outside investors since the manager has no funds of his own. At date 1 earnings of y_1 are realized. The firm's manager (or board of directors) then has a choice about how much of y_1 to pay out and how much to retain (retentions are

retention. Excessive cash retention was a prominent feature of Kirk Kerkorian's battle against the Chrysler board in the 1990s; for another example, see the discussion of Japanese companies in the *Financial Times* of October 17, 2000 (Takeover Specialist Tries a Different Tactic, p. 10).

the rule that maximizes present value at date 2: the firm is worth saving only if it costs less to save than it is worth (90).

Moving backwards in time, we see that this outcome can be achieved as long as the firm pays out all its earnings at date 1. The point is that, at date 2, the manager can borrow up to 90 against date 3 earnings; and this will ensure that he can survive liquidity shock k if and only if $k < 90$.

In other words, from the point of view of investors, it is best to leave *no* slack in the firm at date 2. Under these conditions, the firm's (present) value at date 0 is given by:

$$V_{IO} = 50 + 1/200 \int_0^{90} (90 - k)dk = 70.25.$$

(IO stands for investor optimum). The first term represents the date 1 earnings that are paid out, while the second term represents the expected going concern value from date 1 onwards: note that the firm borrows k at date 2 whenever $k < 90$, and pays $90 - k$ out as a dividend to investors at date 3.

Observe that $V_{IO} > 56$, so that, if the manager can commit to the investor optimum, the firm will be set up at date 0 (there is enough value to compensate the investors).

4.2. Manager Optimum

Once the firm has been set up, the manager has a quite different goal from that of the investors: he wants the firm to survive to date 3. This means that he wants to retain as much earnings at date 1 as possible. Suppose he retains i . Then he can add this to the 90 he can borrow against date 3 earnings and survive any liquidity shock k such that $k < i + 90$. Obviously the manager wants i to be as big as possible, i.e., $i = 50$. That is, if the manager is unconstrained (e.g., he has full control), *he'll never pay out anything at date 1*.

Given a zero pay-out, the firm will survive if and only if $k < 140$ and, in this case, investors will receive $140 - k$ as a dividend. Thus the firm's (present) value at date 0 will be:

$$V_{MO} = 1/200 \int_0^{140} (140 - k)dk = 49.^{20}$$

(MO stands for manager optimum). Note that $V_{MO} < 56$, i.e., the manager optimum is not feasible: if the manager has total control of the firm and investors (rationally) expect the manager to retain all the date 1 earnings, they will not finance the firm in the first place.

4.3. Shareholder Control

Obviously the manager wants to find a way to persuade investors to finance the firm. In order to do this, he must cede some control to outside investors. One possibility is to allocate all the control rights to a single shareholder (or a group of homogeneous shareholders), so that this shareholder can intervene at date 1. In fact, in the Aghion-Bolton model of section 3, this was the way to put maximum pressure on the insider (the entrepreneur) and to maximize the return to outsiders. However, in that model we ignored any costs of intervening.

In the present context, there is an intervention cost of 18. Suppose there is a single shareholder with all the control rights. At date 1, the manager pays out an amount e_1 . At that stage, the shareholder decides whether to intervene. Intervention means that she can choose to pay out more funds if she likes (obviously she'll choose to pay out everything), but she has to incur the intervention cost 18.

The manager will pay out just enough to make the shareholder indifferent between intervention and not. It is easy to see that the equilibrium value of e_1 is 10, i.e., $i = 40$. Given this the firm will be saved at date 2 if and only if $k < 130$ and its (present) value at date 0 will be:

²⁰ We are making an implicit assumption here. If $k > 140$, the manager cannot save the firm and a question arises as to what happens to the date 1 earnings of 50. We take the view that the manager engages in a *partial* rescue, specifically, he keeps the firm going for a fraction λ of the period between dates 2 and 3, where $90\lambda + 50 = k\lambda$. That is, there are constant returns to scale with respect to time for $\lambda \leq 1$, so that the cash injection required to overcome the liquidity shock is proportional to the length of the period ($\lambda > 1$ is assumed to be infeasible). Given this assumption, the date 1 earnings are totally dissipated, which is why they don't appear in the formula for V_{MO} .

$$V_S = 10 + \frac{1}{200} \int_0^{130} (130 - k) dk = 52.25.$$

Note that $V_0 - V_S = 18$, which is the intervention cost. In other words, it is indeed the case that, with $e_1 = 10$, the shareholder is just indifferent between intervening and not.

Unfortunately, $V_S < 56$. In other words, total shareholder control is not enough to get the firm financed at date 0!

4.4. Shareholder and Creditor Control

There is a way to get the project financed: it is to include a short-term creditor as well as a controlling shareholder.

Suppose there is a creditor who is owed 20 at date 1. If the creditor is not fully paid, she can choose to intervene at a cost of 18 (just like the shareholder). Assume that, if the creditor intervenes, she can seize retained earnings and pay herself the remaining amount she is owed *and be reimbursed for her intervention costs*, i.e., if she is owed x , she can seize $x + 18$.

Finally, suppose that, if the creditor decides not to intervene, her remaining debts are canceled, i.e., she is entitled to nothing further at date 3.

Some of these assumptions are strong, but for our purposes this does not really matter. The debt claim can always be structured with the above features and we are simply trying to show that there is a way to get the firm financed at date 0.

Note also that the assumption that the creditor can be reimbursed does not introduce an asymmetry between the creditor and the shareholder: the shareholder is also in effect reimbursed for intervening since, as the residual income claimant, she owns everything. To put it another way, if the shareholder reimbursed herself formally, then she would simply be transferring funds from one pocket to another.

The timing is now as follows. First, the manager makes a payment to the creditor (call the amount p). Second, the creditor decides whether or not to intervene. Third, the manager makes a payment to the shareholder (call the amount d). Fourth, the shareholder decides whether to intervene.

I claim that the equilibrium is for the manager to pay 20 to the creditor and nothing to the shareholder and for neither party to intervene. The reason is the following. If the manager pays $p < 20$ to the creditor, the creditor will choose to intervene since she is entitled to collect $20 - p + 18$ (what she is owed plus her reimbursement for intervention) and the firm has $50 - p$ in retained earnings. Since the manager loses 38 in funds altogether if the creditor intervenes, it is better for the manager to pay the creditor the 20 she is owed.

Given that 20 is paid out to the creditor, and 30 is retained, there is no need to pay the shareholder anything. The reason is that the firm is now saved if and only if $k < 120$ and so is worth:

$$1/200 \int_0^{120} (120 - k) dk = 36$$

at date 1. If the shareholder intervenes, she can increase the firm's value to:

$$30 + 1/200 \int_0^{90} (90 - k) dk = 50.25$$

by seizing the remaining 30 in retained earnings. But the gain from intervention equals 14.25, which is less than the intervention cost 18; i.e., shareholder intervention will not occur.

So, under short-term debt and equity, the firm will be worth:

$$V_{SC} = 20 + 1/200 \int_0^{120} (120 - k) dk = 56$$

at date 0, where the first-term represents debt repayment and the second term represents the value of date 3 dividends. Since V_{SC} equals the date 0 investment cost C , it follows that the firm can now be financed!

Some comments on the model are in order. First, it is worth rehearsing the intuition for the benefits of diversity. A single shareholder with full control rights is not tough enough on management. The reason is that intervention

is costly and, although intervening permits the seizure of retained earnings that would otherwise be used for unproductive purposes (from the point of view of the shareholder), the gross rate of return on these earnings is positive (in low k states they will be paid out as a dividend at date 3). So the gains from seizing the retained earnings are not that high. In contrast, a short-term creditor has a very different objective function: any funds left in the firm accrue to the shareholder, not to her (i.e., their gross rate of return is zero), and so her incentive to intervene is much greater.

Note that it is the combination of cash flow, rights and control rights that is vital here: it is important both that the creditor has a claim that is capped above (which makes her in effect impatient), *and* that she has the right to intervene in default states.

A second comment concerns renegotiation. One argument that can be leveled against the beneficial role we have found for short-term debt and equity is that we have ignored the possibility of renegotiation between the shareholder and the creditor. Suppose the manager does not repay the creditor the full 20 she is owed, e.g., instead the manager pays only 10. It is easy to see that it is not in the collective interest of the shareholder and the creditor for the creditor to intervene since the slack in the system (given by $V_{10} - V_S$) is only 18, the cost of intervention. In fact, if the creditor intervenes, she is entitled to seize 28 and will gain 10 in net terms, while the shareholder's return will be reduced from:

$$1/200 \int_0^{130} (130 - k)dk \text{ to } 1/200 \int_0^{102} (102 - k)dk,$$

i.e., by 16.24 (the shareholder and creditor's incremental payoffs sum to less than zero because the creditor seizes only 28 rather than the 50 she would seize if the shareholder and creditor could coordinate).

Since the shareholder's loss from intervention exceeds the creditor's gain, one might expect the shareholder to bribe the creditor not to intervene; i.e., pay off her remaining debt (one way to do this is through a debt-equity swap). Of course, anticipating this, the manager has no incentive to pay the creditor the full 20 in the first place and the disciplinary role of debt evaporates.

Although this argument has some force, it is far from decisive. What is really involved is a matter of timing. It is true that, if the shareholder has a chance to bribe the creditor after the manager has decided how much to pay the creditor, then this reduces the manager's incentive to pay the creditor. However, it is just as plausible that the shareholder must decide whether to bribe the creditor before the manager makes his decision (i.e., the shareholder's move in the game comes first). In this case, the shareholder won't bribe the creditor, knowing that, if she does not, the manager will prefer to pay the creditor the full twenty rather than face intervention.

In other words, under the timing where the shareholder moves first, the model is intact. Note that there is no inefficiency on the equilibrium path: any funds the manager pays out to the creditor reduce slack and so the shareholder is happy to see these funds being paid out.

Third, one might ask whether the manager could avoid the reduction in slack at date 1 by borrowing against future earnings. It is indeed possible for the manager to borrow against future earnings—since the firm is not close to bankruptcy—but this only makes matters worse for him. To raise 20 at date 1 the manager must promise $d > 20$ at date 3 since the firm is not certain to survive the date 2 liquidity shock. But this means that at date 2 the condition for the firm to survive becomes $140 - d > k$, since the manager arrives at date 2 having already mortgaged d . As a result the manager is less likely to survive than if he doesn't borrow, where the condition for survival is $120 > k$.

What the manager really wants to do is to issue new equity rather than borrow. If the manager issues new equity of value 20, he can pay his date 1 debt without incurring any future obligations: the condition for date 2 survival becomes $k < 140$ (given that he has 50 in retained earnings). In fact, the manager can go further. Even if there is no short-term debt, he could issue huge amounts of new equity at date 1—to the point where the value of initial equity is zero—and use the proceeds to provide a large financial cushion at date 2.

Of course, arbitrarily large issues of new equity are not in the interest of the initial shareholder and so it makes sense for the initial contract between the manager and investors to limit these. We have implicitly supposed that *no* new equity issues are allowed at date 1 (without shareholder permission),

but a similar logic will work if a limited number of new shares can be issued, particularly if the time horizon extends to greater than four dates: the manager then faces a trade-off between issuing shares today to create more slack and issuing them in the future when another liquidity shock may hit the firm. Note that a limit on new equity is quite realistic; in practice, companies are usually authorized to issue a certain number of new shares, but once this limit has been reached, the company must get permission from existing shareholders to issue more (in our model, permission will not be given).

A fourth comment concerns the costs and benefits of debt. In the model the benefit of debt is that it is a way for the manager to commit to pay out free cash flow, which enables the manager to get the firm financed; while the cost of debt is that the manager has less slack to guard against liquidity shocks, which reduces his private benefit. However, in extensions of the model there would be other costs of debt. For example, if the debt level at date 1 exceeded 50, then the manager would have to pay this by borrowing against date 3 earnings. However, this introduces debt overhang at date 2 (in the sense of Myers 1977): if d is owed at date 3, the condition for the firm to survive the liquidity shock becomes $90 - d > k$, which means that the firm may fail to survive even when survival generates value for investors (survival generates value for investors whenever $90 > k$). If the debt level becomes even higher, the manager may be forced to liquidate part of the firm at date 1, i.e., sell off some key assets, which may again be inefficient.

Finally, if the debt level becomes huge, the firm may declare bankruptcy, and —depending on the bankruptcy procedure— the firm may be turned over to the creditor. However, this creates a problem: the creditor will become the residual income claimant and will act «soft» instead of «tough». So another cost of debt is that, if it becomes too large, the disciplinary role of debt — depending as it does on the existence of multiple claimants with conflicting interests— is lost.

This last observation has two interesting implications. First, it shows that in this model moderate debt levels matter. If the debt level is very small, it does not affect what the manager pays out at date 1 (this is true if $p < 10$); on the other hand, if the debt level is very large, the disciplinary role of debt is lost. As noted earlier, this conclusion contrasts with that of most collective action models of debt in the literature, where debt matters only when a firm is close

to bankruptcy. Second, for debt to have a role it is essential that the firm cannot declare bankruptcy too easily. Specifically, a «no-fault» procedure that allows any firm to declare bankruptcy and carry out an automatic debt-equity swap will be counterproductive since the manager can avoid the disciplinary role of debt. This may provide some justification for the idea that a firm that wants to declare bankruptcy should have to convince a disinterested party, a judge, say, that it cannot pay its debts.

As a last comment, we should note that the above model is consistent with the payment of dividends or repurchase of shares—we have not distinguished between the two—something which, as we have pointed out, many models of the debt-equity trade-off are not²¹. This is clearly true if the amount owed at date 1, p , is less than 10, since we saw that the manager will have to pay the shareholder $10 - p$ to stop her from intervening. At the optimum $p = 10$ and the dividend is zero. However, if we allow for uncertainty in y_1 , debt repayments and dividends can both occur at an optimum. Suppose y_1 can be high or low. There is a class of cases such that when y_1 is low p is paid to the creditor and there is no dividend and when y_1 is high p is paid to the creditor and on top of this a dividend is paid to the shareholder.

Whether this theory of dividends is adequate to explain the data is another matter. The theory suggests that the payment of dividends should be quite irregular and the amounts far from constant. There is, of course, a large empirical literature that finds the opposite: dividends are regular and smooth. However, the recent evidence suggests that things are changing. Also, the idea that dividends are the result of pressure from shareholders receives support from a recent cross-country comparison by Rafael La Porta et al. (2000).

5. CONCLUSIONS

Let me conclude briefly. I have discussed how economists' views of firms' financial structure decisions have evolved from treating firms' profitability as given, to acknowledging that managerial actions affect profitability, to recognizing that firm value depends on the allocation of decision or control rights. I have tried to show that the decision or control rights approach is useful, even though it is at an early stage of development, and that this

²¹ Zwiebel (1996) is an exception.

approach has some empirical content: it can throw light on the structure of venture capital contracts and the reasons for the diversity of claims.

I have been quite selective in the topics I have covered. For instance, I have not discussed research on why companies in most countries other than the United States, the United Kingdom, and Japan often have controlling shareholders and exhibit deviations from one share-one vote. There has been some very interesting recent empirical and theoretical work on this topic,²² but a discussion of this will have to wait for another paper.

REFERENCES

- Aghion, P. & P. Bolton (1992). An «Incomplete Contracts» Approach to Financial Contracting. *Rev. Econ. Stud.*, 59, 473-794.
- Allen, F. & D. Gale (2000). *Comparing Financial Systems*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Bebchuk, L. (1999). A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control. Working paper 7203, NBER.
- Berglof, E. & E. von Thadden (1994). Short-Term versus Long-Term Interests: Capital Structure with Multiple Investors. *Quart. J. Econ.*, 109, 1055-1084.
- Berra, Y. *Famous Yogi Berra Quotes*. <http://www.yogiberraclassic.org>.
- Bolton, P. & D. Scharfstein (1990). A Theory of Predation Based on Agency Problems in Financial Contracting. *Amer. Econ. Rev.*, 80, 94-106.
- Dewatripont, M. & J. Tirole (1994). A Theory of Debt and Equity: Diversity of Securities and Manager-Shareholder Congruence. *Quart. J. Econ.*, 109, 1027-1054.
- Diamond, D.W. (1991). Debt Maturity Structure and Liquidity Risk. *Quart. J. Econ.*, 106, 709-737.
- Dybvig, P.H. & J.F. Zender (1991). Capital Structure and Dividend Irrelevance with Asymmetric Information. *Rev. Finan. Stud.*, 4, 201-219.
- Gale, D. & M. Hellwig (1985). Incentive-Compatible Debt Contracts: The One-Period Problem. *Rev. Econ. Stud.*, 52, 647-669.
- Gompers, P.A. (1997). Ownership and Control in Entrepreneurial Firms: An Examination of Convertible Securities in Venture Capital Investments. *Harvard U. Grad. School Bus.*

²² See the many Papers by La Porta et al. (e.g., La Porta et al. 1998); and Lucian Bebchuk (1999).

- Grossman, S. & O. Hart (1982). Corporate Financial Structure and Managerial Incentives. In John J. McCall (ed.), *The Economics of Information and Uncertainty* (pp. 107-140). Chicago: University Chicago Press.
- Grossman, S. & O. Hart (1986). The Costs and Benefits of Owner-ship: A Theory of Vertical and Lateral Integration. *J. Polit. Econ.*, 94, 691-719.
- Harris, M. & A. Raviv (1991). The Theory of Capital Structure. *J. Finance*, 46, 299-355.
- Hart, O. (1995). *Firms, Contracts, and Financial Structure*. Oxford: Oxford U. Press.
- Hart, O. & J. Moore (1990). Property Rights and the Nature of the Firm. *J. Polit. Econ.*, 98, 1119-1158.
- Hart, O. & J. Moore (1994). A Theory of Debt Based on the Inalienability of Human Capital. *Quart. J. Econ.*, 109, 841-879.
- Hart, O. & J. Moore (1995). Debt and Seniority: An Analysis of the Role of Hard Claims in Constraining Management. *Amer. Econ. Rev.*, 85, 567-585.
- Hart, O. & J. Moore (1998). Default and Renegotiation: A Dynamic Model of Debt. *Quart. J. Econ.*, 113, 1-41.
- Jensen, M. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *Amer. Econ. Rev.*, 76, 323-329.
- Jensen, M. & W. Meckling (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. *J. Finan. Econ.*, 3, 305-360.
- Kaplan, S.N. & P. Stromberg (2001). Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts. *U. Chicago Grad. School Bus.*
- La Porta, R.; Lopez-de-Silanes, F.; Shleifer, A. & R. Vishny (1998). Law and Finance. *J. Polit. Econ.*, 6, 1113-1155.
- La Porta, R.; Lopez-de-Silanes, F.; Shleifer, A. & R. Vishny (2000). Agency Problems and Dividend Policies around the World. *J. Finance*, 55, 1-33.
- Lerner, J. & R.P. Merges (1998). The Control of Technology Alliances: An Empirical Analysis of the Biotechnology Industry. *J. Ind. Econ.*, 46, 125-156.
- Miller, M. (1977). Debt and Taxes. *J. Finance*, 32, 261-275.
- Modigliani, F. & M.H. Miller (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *Amer. Econ. Rev.*, 48, 261-297.
- Myers, S. (1977). Determinants of Corporate Borrowing. *J. Finan. Econ.*, 5, 147-175.

- Myers, S. & N. Majluf (1984). Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have. *J. Finan. Econ.*, 13, 187-221.
- Persons, J.C. (1994). Renegotiation and the Impossibility of Optimal Investment. *Rev. Finan. Stud.*, 7, 419-449.
- Rajan, R.G. & L. Zingales (1995). What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *J. Finance*, 50, 1421-1460.
- Shleifer, A. & R.W. Vishny (1997). A Survey of Corporate Governance. *J. Finance*, 52, 737-783.
- Stiglitz, J.E. (1974). On the Irrelevance of Corporate Financial Policy. *Amer. Econ. Rev.*, 64, 851-866.
- Stulz, R. (1990). Managerial Discretion and Optimal Financing Policies. *J. Finan. Econ.*, 26, 3-27.
- Townsend, R. (1978). Optimal Contracts and Competitive Markets with Costly State Verification. *J. Econ. Theory*, 21, 265-293.
- Zingales, L. (2000). In Search of New Foundations. *J. Finance*, 55, 1623-1653.
- Zwiebel, J. (1996). Dynamic Capital Structure under Managerial Entrenchment. *Amer. Econ. Rev.* 86, 1197-1215.

LA ESTRUCTURA CONTRACTUAL DE LOS FINANCIAMIENTOS BANCARIOS

Sergio García Long

1. INTRODUCCIÓN

Existen muchas cosas que no se enseñan en las facultades de Derecho. Una de ellas es que el derecho de contratos que se utiliza en operaciones corporativas y financieras no es aquel que se encuentra regulado en el Código Civil de 1984 (CC). La globalización del derecho de contratos del *common law*, específicamente angloamericano, ha predominado en la práctica profesional por el simple hecho de tratarse de una estructura contractual que se acomoda mejor a la distribución de riesgos, lo cual es esencial para que un banco determine si presta o no.

Esta preferencia por el derecho americano también se presenta en operaciones de M&A (*mergers and acquisitions* o *corporate acquisitions*). La empresa como objeto de transacciones, por definición, no califica como un bien mueble o inmueble —o una suma de bienes muebles o inmuebles— sino como un nexo de contratos (Jensen & Meckling, 1976, p. 310). Este particular objeto requiere de una estructura contractual que se amolde a dicha realidad. En este caso también es predominante la correcta distribución de riesgos.

Este «mejor derecho» se ha estandarizado porque en la práctica profesional Estados Unidos de América es un país poderoso que exige cierto estándar de protección para sus jugadores americanos: bancos, inversionistas institucionales, compradores, entre otros. Entonces, cuando un banco americano negocia la posibilidad de otorgar un financiamiento, es el mismo banco quien manda el contrato de préstamo al prestatario. Este contrato no será uno basado en el Código Civil del país del prestatario, sino sobre la base de la estructura contractual americana. Esto se debe al hecho que la

ingeniería contractual americana está hecha específicamente para proteger los particulares intereses involucrados en un préstamo. A manera de ejemplo, la cláusula de Eventos de Incumplimiento no se limita a regular incumplimientos culpables, sino que se considera como incumplimiento a cualquier variación en el riesgo de incumplimiento (*default risk*) para el banco. Así, califican como incumplimientos incluso situaciones que están fuera del control del prestatario.

Esta falta de modernidad de nuestro Código Civil era criticada por Fernando de Trazegnies cuando señalaba que:

Frente a este importante papel de impulsor e ingrediente de la modernidad que los juristas de los siglos pasados asignaban al Derecho Civil, nos encontramos en nuestro tiempo con un fenómeno inquietante: el Derecho Civil aparece como el área menos dinámica del sistema jurídico; aparentemente, el Derecho Civil no significa más la modernidad, sino el retraso (1991, p. 303).

Ahora, tengamos en cuenta que esta falta de modernidad ha sido ciertamente un costo necesario que antes no generaba mayor preocupación. Un jurista no es un profeta o un adivino, y el Código Civil —como la principal norma del derecho privado— tenía que ser una norma establecida que perdure en el tiempo, que sea coherente y que genere seguridad jurídica. Durante el siglo XIX la globalización no existía. Actualmente, el mundo se ha vuelto plano (Friedman, 2005) y permite que en la práctica se ejerza un derecho distinto al regulado en los códigos civiles. Entonces, en la modernidad, la rapidez del cambio al que se enfrentan las codificaciones civiles genera un desfase que no puede ser omitido por los académicos.

Esta realidad (a) demuestra que nuestro CC ha sido superado por el dinamismo inherente que caracteriza a las operaciones corporativas y financieras, y (b) exige un nuevo tipo de análisis a los *transactional lawyers*, quienes —además de conocer las disposiciones legales sobre derechos de contratos en el CC— deben estar familiarizados con el derecho americano y, sobre todo, evaluar si las cláusulas contractuales de origen angloamericano pueden ser pactadas válidamente bajo ley peruana o, en todo caso, qué técnica de *drafting* es necesaria para evitar que el pacto americano sea posteriormente cuestionado de acuerdo a la ley aplicable (García Long, 2017a). Esta americanización da

lugar al nacimiento de los *civil lawyers*: civilistas que dominan el derecho de contratos continental como el americano (García Long, 2018b).

A continuación, explicaré la estructura básica contractual que se suele utilizar en operaciones de financiamiento que involucran a bancos y empresas. Dado que se trata de una ingeniería contractual anglosajona, explicaré cómo deben entenderse dichas instituciones contractuales en un país civilista como el Perú. Finalmente, enunciaré algunas disposiciones legales que demuestran que el CC no ha sido hecho para operaciones complejas. Al final, esta deficiencia legal no es un problema pues los usos y costumbres llenan este vacío en la práctica. Precisamente, por ello es importante entender cuál es el derecho de contratos vivo que se ha estandarizado en la práctica y que ha desplazado a la regulación civilista.

2. LOS BANCOS EN LA CONTRATACIÓN FINANCIERA

Lo primero que debemos internalizar es la distinción entre contratos entre iguales y contratos entre desiguales. En la contratación entre iguales o *business-to-business transactions* estamos ante partes que negocian en igualdad de condiciones (*at arms-length*). Es una batalla entre Goliat versus Goliat. Se trata de partes sofisticadas, principalmente empresas, que participan comúnmente en el mercado y que cuentan con los recursos suficientes para contar con la mejor asesoría legal. En estos casos no existe una parte débil. Un prestatario que recibe un préstamo de un banco por \$200 millones no puede ser visto como una parte débil porque tiene la capacidad económica suficiente para devolver dicho capital más intereses.

Por el contrario, en la contratación entre desiguales se verifica la existencia de una clara asimetría de poder de negociación; es decir, sí se trata de David versus Goliat. Los casos típicos son las contrataciones con consumidores y trabajadores. En estos casos sí existe una parte débil y, por ello, no se negocia en igualdad de condiciones.

Realizar esta distinción es fundamental para comprender qué normas se aplican a cada tipo de negociación. Si estamos ante una relación de consumo, aplicarán las disposiciones del Código Civil referidas a contratos de adhesión y cláusulas generales y, en general, se buscará proteger a la parte débil. Asimismo, habrá que tener en cuenta si existe regulación bancaria adicional respecto de los consumidores (Heremans, 2000, p. 951).

Pero cuando estamos ante una relación entre iguales, el derecho de contratos se debe limitar a ejecutar lo pactado por las partes. El intervencionismo debe ser mínimo, pues no existe una parte que necesite protección. En este escenario, la regulación bancaria interviene para garantizar el correcto funcionamiento del sistema bancario —que se tome riesgos racionalmente y que no haya mucho *gambling* y especulación— pero no puede ni debe intervenir en materia contractual.

A manera de ejemplo, y como desarrollaremos más adelante, la cláusula de aceleración puede ser declarada como una cláusula abusiva y nula frente a préstamos hipotecarios con consumidores, pero la misma no es cuestionada cuando el prestatario es una gran empresa que negocia en igualdad de condiciones.

Esta diferencia nos permitirá superar el sesgo de la parte débil y, en consecuencia, evitar interpretaciones que vayan en contra de la común intención de las partes. No tendría ningún sentido que un prestatario alegue que cierta cláusula de su préstamo es nula y que un tribunal arbitral le dé la razón.

Los bancos participan en la contratación financiera para facilitar la canalización de flujos en favor de una empresa prestataria. Así, el banco podrá ejercer el rol de prestamista, estructurador o colocador. Ya sea que estemos ante un contrato de préstamo (en cualquiera de sus modalidades) o un contrato de emisión privada de bonos corporativos, existe una estructura contractual básica que se va amoldando al contrato en concreto. Varias de estas cláusulas también se repiten en los contratos de *underwriting*.

La banca corporativa¹ está destinada a facilitar fondos en favor de empresas para que estas puedan realizar sus actividades económicas. Por ello, el contrato que le permite a la empresa acceder al crédito se denomina como contrato de préstamo bancario corporativo: bancario porque el prestamista es un banco y corporativo porque los fondos benefician a una empresa (*corporation*). Las partes del contrato son el banco y la empresa prestataria. Estos contratos funcionan como una línea de crédito en favor del prestatario hasta el monto máximo pactado en el contrato.

¹ Sobre las características, riesgos y costos de la deuda corporativa, ver Escobar, 2017, pp. 47-49.

Supongamos que un banco celebra un contrato de préstamo con una empresa por un monto de USD 100 millones. Desde la firma del contrato la empresa tiene derecho a disponer o retirar (*to draw*) los fondos. Pero los fondos no se otorgan en su totalidad desde la firma del contrato. Existe un periodo de disponibilidad por el cual el banco congela los fondos prometidos durante tal periodo en favor de la empresa. Durante este plazo, y siempre que se cumplan las condiciones precedentes (*conditions precedent*), la empresa podrá enviar solicitudes de desembolsos (*calls*) al banco, y este deberá proveer los fondos solicitados. La empresa podrá hacer las solicitudes que sean necesarias por los montos que necesite según lo pactado en el contrato y hasta el monto máximo estipulado. En contraprestación, durante la vigencia del contrato, la empresa deberá pagar las cuotas de principal y/o intereses, además de comisiones, gastos y otros conceptos.

Por ello, estos contratos funcionan como una línea de crédito. Lo normal sería que la empresa retire los USD 100 millones, pues es el monto total que solicitó. Pero de darse el caso, por ejemplo, ante un cambio de sus necesidades financieras, la empresa podría terminar solicitando el desembolso de un monto menor. El banco cobra un *fee* por tener disponible el monto total del financiamiento (*availability fee*).

Podría ocurrir, por otro lado, que el monto requerido sea muy alto para que sea asumido por un solo banco. En estos casos es necesario diversificar el riesgo de incumplimiento. Como decía James Tobin, Premio Nobel de Economía en 1981, no debemos poner todos los huevos en la misma canasta (*«you don't put your eggs in one basket»*) (Tobin, 1996, p. 12), pues si se cae la canasta, se rompen todos los huevos.

La financiación sindicada (*syndicated loans*)² concretiza dicha diversificación del riesgo. Si el monto de los fondos es muy alto entonces no es rentable para un solo banco asumir todo el riesgo de la operación. También podría darse el caso que por temas regulatorios o por política del banco, no sea conveniente

² Loan Market Association, 2013, pp. 10-11: *«An investment grade syndicated loan is usually a multi-lender transaction, where lenders (usually banks but sometimes including non-bank investors) contract with a borrower to provide a loan on common terms and conditions governed by a common document (or sets of documents). Each lender acts on a several basis, whereby if a lender fails to honour its obligations as a member of the syndicate, the other syndicate members have no legal duty to satisfy these obligations on that lender's behalf. A syndicated loan may be arranged on an underwritten or best-efforts basis, or by way of a club deal. These three types of deal are explained in more detail below».*

facilitar más fondos a una misma empresa. En estos casos se reúne a un grupo de prestamistas (bancos, fondos, compañías de seguro o cualquier inversionista institucional) convocado por un *mandated lead arranger*, quien, de manera resumida, tiene la función de estructurar la operación de financiamiento y de reunir al sindicato de prestamistas. Además del *lead arranger* y los prestamistas, participan *agents* encargados de la administración del crédito y las garantías (Loan Market Association, 2013, pp. 8-9; Peschiera, 2007, pp. 62-63; Lengua, 2012, pp. 132-133).

Un campo en donde se utiliza la financiación sindicada es en el financiamiento de proyectos (*Project Finance*) (Reggiardo, 2006; Noya de la Piedra y de los Heros Echecopar, 2007, p. 47). La lógica del *Project Finance* es que el préstamo se pague con los mismos flujos del proyecto que se busca financiar y se garantice con sus propios activos. Esto será así siempre que el proyecto sea «bancable» (*bankability*). En este escenario los *sponsors* o líderes del proyecto, con el objetivo de minimizar el riesgo de su inversión, constituyen un SPV (*special purpose vehicle*) que será el titular del proyecto y beneficiario y deudor del financiamiento.

La gran característica que tipifica a un *Project Finance* es que consiste en financiar un proyecto nuevo y sin pasado. Por ejemplo, no existe un mercado de financiamientos de proyectos de Camisea que les permita a los financistas tener antecedentes sobre la bancabilidad de este tipo de proyectos.

Debido a esta particularidad, los bancos deben hacer un análisis muy profundo de la viabilidad del proyecto, sobre todo, de la predictibilidad de los flujos futuros del mismo, pues estos serán la principal, sino la única, fuente de pago de las cuotas de principal y/o intereses. Debido a este especial riesgo, se suele exigir a los *sponsors* la constitución de garantías adicionales —nacionales e internacionales— más allá de los activos propios del SPV.

Una lógica similar se encuentra en el *leveraged acquisition finance*³ y operaciones de LBO (*leveraged buyouts*)⁴ que realizan empresas de *private*

³ Loan Market Association, 2013, p. 13: «*The capital structures for leveraged acquisition finance transactions vary from deal to deal, but the senior loan facilities are commonly structured to incorporate both multiple term loan facilities and a revolving loan facility. These senior loan facilities are made available to an acquisition vehicle which has been formed to acquire the target company (the original borrower) and certain of its designated subsidiaries (hereafter collectively referred to as the borrowers)*».

⁴ Las operaciones de LBO también se conocen en la experiencia americana como *going-private transactions* o *public-to-private transactions*. Esto se debe a que en el mercado americano las

equity (Davidoff, 2012, pp. 15 y ss.). Así como existe una modalidad dirigida a financiar proyectos, existe una modalidad que se enfoca en la financiación de operaciones de M&A, en específico, LBOs. En este caso tenemos a un fondo de *private equity* que levanta capital de inversionistas institucionales. El fondo es administrado por una empresa de *private equity* que invertirá el dinero de los inversionistas bajo la promesa de devolver una suma mayor. Estas empresas realizan sus inversiones usualmente en *venture capital*, *hedge funds* y LBOs (Morley, 2014, pp. 1254-1255).

En una operación de LBO la empresa de *private equity* es un comprador financiero a diferencia de un comprador estratégico. Mientras el comprador estratégico adquiere al *target* para obtener sinergias (horizontales o verticales) —y por ello su visión de compra es a largo plazo— el comprador financiero adquiere al *target* para aumentar el valor de la empresa, venderla al corto o mediano plazo y así obtener una ganancia⁵. Este tipo de operación se caracteriza por utilizar altos niveles de deuda y pocos de capital (70% de deuda y 30% de capital en promedio). De allí la denominación apalancada (Kaplan & Strömberg, 2009, pp. 121-122).

Esta estructura de capital y deuda se usa para diversificar riesgos. Una definición muy simple y precisa de la actividad que realizan las empresas de *private equity* cuando hacen LBOs es que consiste en comprar empresas usando dinero ajeno (el de los inversionistas institucionales) y un montón de deuda (Axelson, 2010).

Al igual que en el *Project Finance*, el objetivo en el *leveraged acquisition finance* es que el financiamiento se pague con los flujos del *target* y se garantice con sus propios activos. Por ello, el comprador adquiere al *target* a través de un SPV y se estructura la operación de tal manera que el costo de la deuda sea finalmente asumido por el *target*. Es usual que esta asunción de deuda se canalice a través de una operación conocida como *triangular mergers* que

principales empresas cotizan en bolsa, esto es, son empresas públicas. Cuando estas empresas se adquieren a través de un LBO se deslistan y pasan a ser privadas y administradas por la empresa de *private equity*. Así, pueden realizar su trabajo sin tener que informar al público y encontrarse bajo su supervisión. Al respecto, ver Epstein, 2009, pp. 1 y ss.; Renneboog, L. & T. Simons, 2005, p. 2.

⁵ Metrick & Yasuda, 2010, p. 2303: «*Worldwide, private equity funds manage approximately \$1 trillion of capital. About two-thirds of this capital is managed by buyout funds, where leverage can multiply the investment size by three or four times base capital. In the peak years of the early twenty-first-century cycle, these buyout funds were responsible for about one-quarter of all global merger and acquisition (M&A) activity*».

consiste en dos etapas (*two steps*): una primera adquisición del *target* seguida de una fusión posterior, sea esta última a través de la absorción del *target* por el SPV (*forward triangular merger*) o del SPV por el *target* (*reverse triangular merger*) (ver Stutsman, 1972, pp. 820 y ss.; Ferguson & Ginsburg, 1973, pp. 159 y ss.; Jayakar & Parolia, 2014, pp. 77 y ss.).

Claramente existen importantes diferencias entre un *Project Finance* y un *leveraged acquisition finance*. La más importante es que en el primero puede no existir un pasado sobre la viabilidad de financiar el proyecto; mientras que en el segundo ya existe una empresa con historial en el mercado, sobre todo si se trata de una empresa que cotiza en bolsa y que revela constantemente información al mercado. Sin perjuicio de ello, vemos que en ambos casos la lógica es alejar y asignar la inversión en un SPV —a efectos de mitigar riesgos— y que sea el mismo objeto de la inversión (el proyecto o el *target*) la fuente del pago del financiamiento.

En la práctica bancaria también existe el *bridge financing* (préstamos puentes). Se trata de préstamos que utilizan las empresas para satisfacer necesidades a corto plazo, en el contexto de la obtención de un préstamo mayor a largo plazo (Rizzi, 2002, p. 5).

Supongamos que una empresa emitirá bonos en el mercado público porque necesita de una gran suma dineraria, pero mientras dure el proceso de estructuración de los bonos y el levantamiento de capital, necesitará fondos para atender sus necesidades inmediatas (capital de trabajo). Para ello podría obtener un préstamo puente de un banco, por un monto menor al de los bonos, para así obtener dinero de manera rápida. Posteriormente, cuando la empresa logre levantar capital del mercado público, utilizará estos fondos para pagar el préstamo puente. Por ello se llama préstamo «puente», pues sirve de conexión para otro préstamo mayor, de manera que el segundo reemplaza al primero.

Así como los bancos pueden participar como aquellos que directamente otorgan los fondos en contratos de préstamo, también cumplen un rol importante en la canalización de fondos vía emisión privada de bonos corporativos. A diferencia de un préstamo bancario en donde el banco desembolsa los fondos en favor de la empresa, en una emisión, sea pública o privada, la principal función del banco es estructurar la emisión y definir los términos y condiciones del bono (valor nominal, series, plazo, cupón,

amortizaciones, entre otros). Además, el banco elabora el prospecto informativo que será entregado a los potenciales inversionistas.

La empresa, quien es la deficitaria de capital, será quien emitirá instrumentos de deuda a largo plazo (bonos) a un valor determinado. El inversionista que suscriba los bonos deberá pagar el valor del mismo y recibirá como contraprestación la devolución de dicho monto dinerario más intereses (cupones). La deuda total se dividirá en la cantidad de bonos que se lleguen a emitir. Si la empresa necesita USD 100 millones, puede emitir 50 bonos a valor nominal de USD 2 millones cada uno. Esto quiere decir que si la empresa quiere obtener los USD 100 millones, deberá vender 50 bonos. Así, cada bono es una alícuota de la deuda total y, en términos económicos, funciona como un préstamo común (Tong, 2007, p. 159).

A diferencia de un contrato de préstamo bancario, el contrato de emisión no lo suscribe inicialmente la parte que proveerá los fondos, sino un intermediario conocido como representante de los obligacionistas (RO). La participación de este RO es necesaria pues aún no existen los inversionistas ni se han emitido los instrumentos de deuda. La existencia de un RO se justifica principalmente en ofertas públicas y en la masividad que caracteriza a la misma. A diferencia de una oferta privada que va dirigida a inversionistas institucionales, la oferta pública se dirige al público en general o segmento de este. El RO sirve para proteger los intereses de los cientos o miles de inversionistas que se convertirán en bonistas, y permite a estos actuar como una sola parte frente a la empresa que emitirá los bonos, eliminando el problema de la acción colectiva (Olson, 2002 [1965], p. 2; Ostrom, 1990, pp. 5-6). La obligatoriedad de la participación del RO se relativiza cuando la oferta se dirige a inversionistas institucionales⁶.

⁶ En el Perú existe una contradicción, desde una perspectiva contractual, en relación con la obligatoriedad o no de la participación del RO en los contratos de emisión de bonos. Los bonos pueden colocarse a través de ofertas públicas o privadas. Las ofertas privadas de bonos se regulan por la LGS y van dirigidas a inversionistas institucionales; mientras que las ofertas públicas de bonos se regulan por la normativa del mercado de valores y pueden ser dirigidas al público (o segmento de este) o a inversionistas institucionales. Uno esperaría que las emisiones privadas de bonos a inversionistas institucionales no necesiten de la presencia de un RO, pues ella solo se justifica cuando la oferta es emitida en favor de suscriptores no especializados en temas financieros, que necesitan información oportuna, completa, veraz y exacta y, sobre todo, por el hecho que el RO permite ser un intermediario cuando la oferta tiene masividad de suscriptores. Ello no se presenta cuando la oferta es dirigida a inversionistas institucionales, quienes se caracterizan por ser compradores usuales y especializados en los mercados de capitales. Entonces, no tiene sentido

El contrato de emisión puede ser visto como la habilitación legal que le permite a la empresa emisora (o prestatario) emitir bonos, pues en tal contrato se encuentran los términos y condiciones de la emisión y, en general, los derechos y obligaciones que regularán la relación entre la empresa emisora y los bonistas (inversionistas). El RO suscribe el contrato por los futuros inversionistas. Todos los bonistas formarán el sindicato de obligacionistas, los cuales tomarán decisiones respecto a la emisión a través de la asamblea de obligacionistas, tal y como lo hace la junta general de accionistas en la sociedad anónima.

Una vez suscrito el contrato de emisión, ahora es necesario encontrar a los inversionistas. En este escenario, el banco interviene como colocador de la deuda en favor del emisor en virtud de un contrato de *underwriting* (Thorndike, 2008, pp. 583 y ss.; Avendaño, 2010, pp. 769 y ss.). Este contrato puede consistir en un aseguramiento y/o colocación de la emisión. En un extremo, por la modalidad *firm commitment underwriting*, el banco suscribe por sí mismo toda la deuda a emitir y luego la coloca en el mercado a nombre propio. Así el emisor no asume el riesgo de la emisión pues obtiene la totalidad de los fondos de la emisión por parte del banco, quien ganará por la diferencia entre el precio de compra de la deuda y el precio de colocación de la misma. En este caso hay aseguramiento más colocación.

Por el contrario, en la modalidad *best efforts underwriting* el banco no suscribe la deuda y, por ende, no la garantiza. Solo se obliga a colocar la deuda realizando sus mejores esfuerzos sin asumir ningún compromiso de suscripción. En este caso solo hay colocación, pero, a pesar de ello, se suele denominar como una modalidad de *underwriting* (Czepiel, 1988, pp. 557

requerir la presencia de un RO que firme primero el contrato de emisión en intermediación de bancos, compañías de seguros, fondos, entre otros compradores financieros. Por ejemplo, cuando Kwan y Carleton definen a la emisión privada de bonos o *private placement bond*, señalan que «[...] is an nonunderwritten, unregistered corporate bond sold directly to a single investor or a small group of investors» (2010, p. 907).

Sin embargo, la LGS exige la presencia de un RO ante emisiones privadas a inversionistas institucionales, pero a su vez, la regulación bursátil permite prescindir de los mismos ante emisiones públicas dirigidas a inversionistas institucionales. Si bien es cierto que existe un aspecto tributario a tener en cuenta que justificaría que en una emisión privada dirigida a inversionistas institucionales participe un RO, desde un punto de vista estrictamente contractual, no tiene sentido que el RO firme primero el contrato y no lo hagan de manera directa los inversionistas institucionales (quienes son los verdaderos obligados a pagar el monto del bono). En relación a estas reflexiones puede consultarse a Gagliuffi, 2000 y Torres, 2013.

y ss.). Al no tener aseguramiento sino solo colocación, esta modalidad contractual se puede subsumir en la comisión mercantil (o mandato mercantil) (Vidal, 1988, p. 233).

El contrato de *underwriting* es tan importante como el contrato de emisión, pues la sola suscripción del contrato de emisión con el RO no le garantiza los fondos al emisor. Con la suscripción del contrato de emisión la empresa emisora no tiene derecho a los fondos. Para obtener los fondos alguien tiene que suscribir la deuda. O el banco sale al mercado a ofrecer los instrumentos de deuda y así canaliza los fondos en favor de la empresa emisora, o el mismo banco asume el riesgo de la emisión y la suscribe (otorgando los fondos a la empresa emisora) con el objetivo de colocarla ulteriormente en el mercado.

Con la suscripción de los bonos por parte de los inversionistas, los mismos ratifican el contrato de emisión celebrado inicialmente por el RO y recién en ese momento se vuelven en parte contractual. En este momento ya existe alguien obligado en virtud del contrato de emisión a pagar el valor del bono. Lo que el RO hizo hasta este momento fue actuar como intermediario.

Entonces, a diferencia del préstamo bancario que funciona como una línea de crédito, en la emisión de instrumentos de deuda la empresa emisora recibe los fondos correspondientes por cada instrumento de deuda que se vende, y esto depende en mayor medida del contrato de colocación que del propio contrato de emisión, pues este último lo suscribe la emisora con el RO⁷. Entonces el éxito de la colocación depende más del contrato de *underwriting* que del mismo contrato de emisión.

Sin perjuicio que la dinámica en un préstamo bancario (sindicado o no, destinado a financiar proyectos u operaciones de M&A) sea sustancialmente diferente a una emisión privada de bonos, la estructura contractual de estos financiamientos es muy similar.

3. LA ESTRUCTURA CONTRACTUAL

En general, un contrato de préstamo bancario contiene siete partes: (1) Generalidades: en donde se desarrollan los antecedentes, las reglas de interpretación del contrato y el listado de definiciones. (2) Objeto del préstamo: monto del financiamiento, plazo del contrato, periodo de

⁷ Salvo los casos, como hemos mencionado, en donde ley permite prescindir del RO.

disponibilidad, periodo de gracia, pago de cuotas, solicitud de desembolso, intereses compensatorios, intereses moratorios, penalidades, preprago. (3) Condiciones precedentes (*conditions precedent*) al préstamo: condiciones para el cierre y condiciones a los desembolsos. (4) Declaraciones y garantías (*reps & warranties*). (5) Obligaciones (*covenants*): de hacer, no hacer y financieras. (6) Eventos de Incumplimiento. (7) Varios: comunicaciones, gastos, legislación aplicable, convenio arbitral, confidencialidad, separabilidad, acuerdo total y otros.

Esta misma estructura —amoldada— también se encuentra en un contrato de emisión privada de bonos. Claramente, por su propia naturaleza, también se pactan disposiciones contractuales relacionadas al RO, el sindicato de los obligacionistas y la asamblea de obligacionistas.

Sin perjuicio de la anterior precisión, las operaciones de financiamiento se caracterizan porque en ellas se usa una ingeniería contractual que no se encuentra regulada por el CC. Nos referimos a las siguientes instituciones contractuales de origen anglosajón: *term sheet*, *covenants*, *representations and warranties*, *conditions precedent*, *material adverse change* y *material adverse effect*, *events of default*, tasa de incumplimiento, y *acceleration* (ver Paris, 2007; Fox, 2008; Escobar, 2016, pp. 67 y ss.).

3.1. *Term sheet*

Una de las grandes diferencias del derecho de contratos americano y el civilista es el hecho que mientras que en el *civil law* se enseña que un contrato es un acuerdo y que donde hay un acuerdo debe haber un contrato, en el *common law* esto es así de ida, pero no de vuelta. No todo acuerdo es un contrato, pues la noción de *agreement* es anterior a la de *contract*. Los *agreements* pueden ser vinculantes (*binding*) o no vinculantes (*non-binding*). Solo los acuerdos vinculantes (*binding agreements*) son llamados como contratos, mientras que los acuerdos no vinculantes (*non-binding agreements*) reciben otros nombres como carta (*letter*), como en la carta de intención (*letter of intent - LOI*), carta de compromiso (*commitment letter*), carta de alta confianza (*highly confident letter*), carta de soporte (*comfort letter*) o memorándum como en el *memorandum of understanding* (MOU). También se usa la denominación *term sheet*, *gentlemen's agreement* y *handshake agreement*.

En la práctica financiera y corporativa, el primer documento precontractual no vinculante que suele circular el banco en financiamientos es el *term sheet*, mientras que en M&A se prefiere al LOI (usualmente firmado por el comprador) o el MOU (usualmente firmada por ambas partes). En la práctica ocurre que estos documentos suelen utilizarse de manera indistinta. Lo importante a internalizar es que se tratan de documentos precontractuales no vinculantes que sirven para guiar las negociaciones y no obligan a celebrar el contrato definitivo (García Long, 2018a, pp. 216-217; Ruppert & Orrego, 2018, p. 382; Orbezo Grahammer & Arana Baldeón, 2018, p. 68; Varón Palomino, 2018, pp. 162-163). De allí que en la experiencia americana también se conozcan como *illusory promises* (Metzger & Phillips, 1990, p. 841; Boot, Greenbaum & Thakor, 1993, p. 1165), por el cual se describen promesas que se redactan como tales, pero que no prometen nada.

Nuevamente, prestemos atención a la denominación que se está usando. La categoría general son los acuerdos no vinculantes (*non-binding agreements*). Desde que no estamos ante contratos, se trata de documentos precontractuales no vinculantes. Decimos documentos precontractuales y no hablamos de contratos o precontratos y a ello le agregamos que son no vinculantes. Estos documentos precontractuales no vinculantes han recibido diversos nombres en la práctica según el documento en específico. *Term sheet*, LOI y MOU son los más usados. Esta precisión terminológica, y en ese orden, es importante pues aún existe confusión respecto a cómo entender estos documentos dentro de la teoría contractual tradicional.

La disociación entre los términos *agreement* y *contract* se justifica en la Sección 21 del Restatement (Second) of Contracts titulada *Intention to be legally bound* y que señala que: «*Neither real nor apparent intention that a promise be legally binding is essential to the formation of a contract, but a manifestation that a promise shall not affect legal relations may prevent the formation of a contract*». Una disposición como esta no existe en las principales codificaciones del *civil law*.

La sección 21 tiene dicha redacción porque para que haya un contrato, según el derecho americano, deben concurrir intención más *consideration* (contraprestación). Entonces la intención es insuficiente. Pero la sección 21 no se limita a señalar que la sola intención es insuficiente para formar un

contrato, sino que la intención en contra impide la formación de efectos jurídicos (Klass, 2009, pp. 1437-1439).

Esta es la primera lección de derecho de contratos americano que debemos internalizar si queremos entender al *term sheet* y a los demás documentos precontractuales de origen anglosajón. Los acuerdos no vinculantes son utilizados como documentos de trabajo que sirven para negociar el contrato definitivo. Por su naturaleza, son acuerdos precontractuales no vinculantes, salvo que algunos extremos se pacten como vinculantes (confidencialidad, exclusividad, entre otros), o que todo el mismo documento precontractual sea pactado como vinculante respecto al contrato definitivo (en este último caso estaríamos ante un contrato preparatorio atípico) (García Long, 2018a, pp. 206-207).

Cuando se dice que un acuerdo precontractual no es vinculante se refiere a que no obliga a la celebración del contrato definitivo, sin perjuicio que dicho documento pueda contener algunos pactos que sí se pactan expresamente como vinculantes (confidencialidad o exclusividad). Entonces, a efectos prácticos, el documento precontractual siempre será no vinculante respecto a la celebración de un contrato definitivo.

Sin perjuicio de ello, se suelen encontrar en la práctica documentos que se denominan como MOU, por ejemplo, y que se pactan expresamente como vinculantes. Pero estos documentos no contienen aún los términos y condiciones del contrato definitivo, sino las reglas de negociación y sobre qué aspectos las partes deberán ponerse de acuerdo en el futuro para llegar a un acuerdo sobre el contrato definitivo. En este sentido, este MOU no permite celebrar el contrato definitivo como si estuviéramos ante un contrato de compromiso de contratar o un contrato de opción al no contener los elementos esenciales del contrato definitivo, y en consecuencia, no procedería la ejecución forzada. Por ello, al haberse pactado como vinculante, sería un precontrato, pero atípico. Sería como un contrato para negociar de buena fe los términos y condiciones que se describen como guía en el mismo documento.

Esta contraposición sobre cómo se tratan las tratativas en el *common law* y el *civil law* tiene grandes implicaciones prácticas. Si un civilista tiene un documento que se denomina MOU y no señala nada respecto a si tiene o no efectos vinculantes, pensará que se trata de un contrato; mientras que, si un

americano mira el mismo documento, partirá de la premisa de que no tiene efectos vinculantes para la formación de un futuro contrato. Esto afecta la manera como se resuelven las controversias relacionados a los MOU u otros documentos precontractuales. Una corte americana partirá de la premisa de que el acuerdo no es vinculante (por concepto), y deberá interpretarlo para concluir si en el caso en concreto el mismo resulta ser vinculante, y de ser vinculante, si es lo suficientemente completo como para dar lugar a la celebración del contrato definitivo.

Estos documentos se usan mucho en Estados Unidos de América porque allá no existe la buena fe precontractual como está reconocida generalmente en los códigos civiles (García Long, 2017b, pp. 114-116). La sección 205 del Restatement (Second) of Contracts⁸ y la sección 1-203 del Uniform Commercial Code⁹ solo reconocen a la buena fe en ejecución del contrato (*performance* y *enforcement*). Al no existir la buena fe en las negociaciones (como regla), los contratantes pueden romper las tratativas sin responsabilidad, salvo que proceda algún remedio como el *promissory estoppel* (Farnsworth, 1987, p. 236) o se haya pactado expresamente el *duty to negotiate in good faith*. Por tal motivo, los contratos preparatorios como existen en el *civil law* no se utilizan en el derecho inglés (Peel, 1992, p. 211). En su lugar se usan acuerdos precontractuales no vinculantes. En operaciones de M&A se suelen utilizar los LOI y MOU, mientras que en financiamientos es común que el primer documento suscrito por las partes sea el *term sheet*.

Estos documentos suelen señalar al inicio que el mismo no genera derechos y obligaciones entre las partes y que es solo informativo (*non-binding clause*). El *term sheet* sirve como un documento de trabajo que permite informar a las partes de lo que serían los términos y condiciones del futuro contrato definitivo. Además, es un buen guía que permite a las partes saber hacia dónde se dirigirán las negociaciones. A su vez, permite informar a terceros que puedan tener interés en conocer de las negociaciones del financiamiento (accionistas, gerentes, directores, y otros)¹⁰.

⁸ «Every contract imposes upon each party a duty of good faith and fair dealing in its performance and its enforcement».

⁹ «Every contract or duty within this Act imposes an obligation of good faith in its performance or enforcement».

¹⁰ Loan Market Association, 2013, pp. 10-11: «The term sheet is a document which summarises the commercial terms of the proposed financing and is used as a basis for drafting the first draft of the loan

En términos civiles, el *term sheet* es un supuesto de inexistencia del contrato, pues no existe manifestación de voluntad de las partes para formar un contrato (art. 140 del CC¹¹), y dado que se trata de un documento de trabajo, el mismo aún no contiene todos los términos y condiciones necesarios y suficientes para la formación de un contrato definitivo (art. 1359 del CC¹²). Esto les permite a las partes negociar libremente y sin incurrir en responsabilidad. Desde que no estamos aún ante un contrato, no aplicaría la prohibición de limitación o exclusión de responsabilidad mediante pacto (art. 1328¹³ y art. 1986¹⁴).

Cuando las partes redactan un *term sheet*, sin embargo, deberán tener en cuenta si las negociaciones están muy avanzadas, y sobre la posible y eventual aplicación de la buena fe en las negociaciones (art. 1362 del CC¹⁵) o la culpa extracontractual (art. 1969 del CC¹⁶) en caso no se logre cerrar el financiamiento.

Sin embargo, habría que reflexionar sobre la eventual no configuración de la responsabilidad precontractual en virtud de la buena fe. Para que se pague el interés negativo deben concurrir dos presupuestos: (i) que la parte haya tenido confianza en la celebración del contrato definitivo, y (ii) que la contraparte se haya apartado de las negociaciones de mala fe. Si el *term sheet* señala que el mismo es solo un documento de trabajo y que no es vinculante, esto evitaría que se configure la confianza en que el contrato definitivo se celebraría, y tampoco habría mala fe pues el mismo *term sheet* está informando que no se está asumiendo ningún compromiso legal.

agreement. It sets out the parties involved, their expected roles and many key commercial terms (for example, the type of facilities, the facility amounts, the pricing, the term of the loan and the covenant package that will be put in place).

¹¹ «El acto jurídico es la manifestación de voluntad destinada a crear, regular, modificar o extinguir relaciones jurídicas».

¹² «No hay contrato mientras las partes no estén conformes sobre todas sus estipulaciones, aunque la discrepancia sea secundaria».

¹³ «Es nula toda estipulación que excluya o limite la responsabilidad por dolo o culpa inexcusable del deudor o de los terceros de quien este se valga».

¹⁴ «Son nulos los convenios que excluyan o limiten anticipadamente la responsabilidad por dolo o culpa inexcusable».

¹⁵ «Los contratos deben negociarse, celebrarse y ejecutarse según las reglas de la buena fe y común intención de las partes».

¹⁶ «Aquel que por dolo o culpa causa un daño a otro está obligado a indemnizarlo. El descargo por falta de dolo o culpa corresponde a su autor».

Eventualmente, la buena fe precontractual o la culpa extracontractual podrían aplicarse al caso en concreto si las partes se encuentran en la última etapa de las negociaciones y el banco se niega a cerrar el financiamiento, pero esto sería la excepción si entendemos correctamente la naturaleza no vinculante del *term sheet* y de cómo el mismo funciona en la práctica.

El *term sheet* por definición es un documento incompleto, que se enfoca en informar el tipo de financiamiento, el monto, intereses, plazos, entre otros. Pero normalmente no define aún el listado de *covenants, reps & warranties*, y otras cláusulas importantes. Esta incompletitud impide que este documento pueda considerarse como el contrato definitivo. Es recomendable que se mantenga así de incompleto (aunque en la práctica se suelen encontrar *term sheets* con cláusulas redactadas como si fuera el contrato definitivo), pues dicha incompletitud haría inaplicable en la práctica el remedio de la ejecución forzada. Este remedio sí procede ante los típicos contratos preparatorios porque en ellos deben concurrir los elementos esenciales del contrato definitivo en cuestión. Pero si estamos ante un *term sheet* incompleto, el mismo nunca podrá ser ejecutado.

Esta regla de redacción es importante para evitar que un *term sheet* pueda dar lugar a la ejecución de un contrato definitivo. Siempre debemos recordar que estamos en un sistema jurídico civilista. Si el *term sheet* no es vinculante porque así se señala en el mismo, pero tal documento es muy completo, un tribunal arbitral civilista podría concluir que estamos ante un contrato. Más aún, si las partes ya iniciaron la etapa de ejecución sin firmar un contrato definitivo, se podría concluir que el *term sheet* es el contrato si se tiene en cuenta los comportamientos concluyentes de las partes.

3.2. Conditions precedent

En el derecho americano existen las *conditions* que pueden ser *precedent* o *subsequent*. Las *conditions precedent* funcionan como lo hacen las condiciones suspensivas; mientras que las *subsequent* lo hacen como las condiciones resolutorias. Pero no son exactamente similares. Más aún, las condiciones precedentes que se pactan en M&A otorgan remedios diferentes a las que se pactan en financiamientos.

En primer lugar, existen dos grandes diferencias entre las condiciones suspensivas y las condiciones precedentes en operaciones de M&A: el efecto

del incumplimiento de la condición y la retroactividad (García Long, 2016, pp. 118 y ss.).

Mientras que el incumplimiento de una condición suspensiva genera la ineficacia inmediata y de pleno derecho del contrato, el incumplimiento de una condición precedente paraliza o suspende el contrato porque otorga a su beneficiario un derecho potestativo a terminar el mismo. Entonces, la no verificación de la condición precedente no genera la ineficacia inmediata, pues la ineficacia solo ocurrirá si se ejerce el derecho potestativo a terminar el contrato. Mientras no se termine, el contrato se encuentra en suspenso. Además, esta pausa permite que la parte en cuyo favor se pactó la condición pueda renunciar a la misma (*waivers*) para que el contrato ya no siga suspendido y se siga con su ejecución.

Por otro lado, las condiciones precedentes no operan con efecto retroactivo (*ex tunc*) sino hacia adelante (*ex nunc*). La condición precedente funciona como presupuesto para proceder a otra etapa del contrato (Krallinger, 1999, p. 246). Entonces, no opera con efectos retroactivos. Por el contrario, cuando se cumple el objeto de la condición suspensiva, se considera que la misma ha sido cumplida desde el momento de la estipulación de la cláusula.

Siendo las condiciones precedentes mejor entendidas como presupuestos, las mismas podrían ser vistas como obligaciones que debe realizar una parte (o ambas) como requisito para proceder a ejecutar otras obligaciones. De allí que en el derecho americano la *condition* tenga un significado más amplio que la condición del *civil law*. Uno puede decir que una obligación es una condición precedente de otra obligación (Murphy, Speidel & Ayres, 1997, p. 668) sin referirse a las condiciones suspensivas.

A efectos del derecho peruano, resulta curioso que el artículo 177 del CC señale que «La condición no opera retroactivamente, salvo pacto en contrario», pues lo normal en el derecho comparado es que las codificaciones civiles señalen expresamente que la condición opera con efectos retroactivos salvo pacto en contrario. Extrañamente, el legislador peruano prefirió por la opción inversa.

En segundo lugar, estas dos características de las condiciones precedentes se presentan cuando estamos ante operaciones de M&A, en donde las condiciones se pactan exclusivamente a la fecha de cierre. Si no se cumplen las condiciones, no se cierra el contrato. Entonces, el remedio natural es

terminarlo o dejarlo en suspenso mientras se renegocia los términos y condiciones. Esto es así porque estamos ante un contrato de ejecución instantánea, aunque diferido (cuando se distingue entre firma y cierre).

Por el contrario, en financiamientos las condiciones precedentes se pactan a la fecha de cierre y a la fecha de cada desembolso (incluso, en algunas operaciones se distingue entre las condiciones al primer desembolso y las condiciones a los demás desembolsos). Entonces, cerrado el contrato, el incumplimiento de las condiciones no permite al banco dejar sin efecto el contrato, sino solo a suspender los desembolsos (*draw stop*) hasta que la empresa prestataria cumpla las condiciones precedentes. Cumplidas las mismas, se procederán con los desembolsos. Solo si la no verificación de una condición desencadena a su vez un evento de incumplimiento, entonces procederá otro remedio como la aceleración del contrato.

Sin perjuicio de esta distinción, respecto al remedio que finalmente otorgan las condiciones precedentes en M&A y financiamientos, el incumplimiento de las mismas no genera la ineficacia inmediata y de pleno derecho del contrato como ocurre con las condiciones suspensivas, ni operan de manera retroactiva. El efecto inmediato es la suspensión¹⁷. Esto permite, además —como se observa en la práctica— la posibilidad de otorgar *waivers*.

Respecto a las *conditions precedent* como condiciones suspensivas, hay que tener presente la no aplicación del artículo 172 del CC, el cual señala que es nulo el contrato cuando se pacte una condición meramente potestativa respecto al deudor¹⁸. Eventualmente se podría pensar que el MAC subjetivo que se pacta en financiamientos es meramente potestativo (García Long, 2016, pp. 105 y ss.). Si ocurre un MAC el banco puede, a su solo criterio, suspender o eventualmente acelerar el préstamo. Sin entrar mucho al debate, fijémonos que el artículo 172 del CC se refiere a las condiciones del deudor, mientras que el banco en un préstamo es el acreedor¹⁹. Entonces, no aplica

¹⁷ Al respecto, tener en cuenta que el artículo 1426 del CC señala que: «En los contratos con prestaciones recíprocas en que estas deben cumplirse simultáneamente, cada parte tiene derecho de suspender el cumplimiento de la prestación a su cargo, hasta que se satisfaga la contraprestación o se garantice su cumplimiento».

¹⁸ «Es nulo el acto jurídico cuyos efectos están subordinados a condición suspensiva que dependa de la exclusiva voluntad del deudor».

¹⁹ Si bien es cierto que en un contrato sinalagmático ambas partes son deudores y acreedores de sí mismas, el banco es visto como el acreedor pues el contrato se enfoca en otorgar dinero que será devuelto, lo cual convierte al banco en acreedor y a la empresa en deudora.

la norma. Adicional a ello, las condiciones precedentes no son, en estricto, condiciones suspensivas. En consecuencia, no aplica la normativa legal sobre condiciones suspensivas. Finalmente, en un MAC subjetivo la ocurrencia del evento no depende de la voluntad del Banco. La ocurrencia del evento es objetivo, pues ocurre independientemente del deseo del Banco. Se dice que es subjetivo, porque el Banco es quien analiza el impacto del evento según sus intereses. Entonces, no podría llegar a calificar como una condición meramente potestativa.

Pueden ser objeto de las condiciones precedentes: los *covenants*, los *reps & warranties*, el MAC y el MAE, y cualquier otro pacto que puedan incluir las partes (Choi & Triantis, 2010, p. 863).

3.3. *Covenants*

Por *covenants* entiéndase obligaciones en términos civiles. De una traducción literal, *covenant* significa «pacto» o «acuerdo». Para los americanos el término *obligation* es ajeno a su tradición jurídica, a diferencia de los alemanes para quienes el término «obligación» es central en el derecho privado. Los americanos prefieren hablar de *promises* o en todo caso de *covenants* para referirse a los comportamientos prometidos según el contrato.

Internalizada esta distinción desde una perspectiva de derecho comparado, entiéndase que los *covenants* son obligaciones. Existen tres tipos de *debt covenants*: obligaciones de hacer (*positive covenants*), obligaciones de no hacer (*negative covenants*), y obligaciones financieras (*financial covenants*).

Lo primero que debemos tener en cuenta es que la empresa recibirá dinero del banco, lo cual significa que la empresa realizará sus actividades usando dinero ajeno. Como está usando dinero ajeno y debe garantizar al banco que podrá devolver el capital más intereses, el banco tiene un legítimo interés en limitar —positiva y negativamente— el campo de actuación de la empresa. Para ello se pactan obligaciones (Smith & Warner, 1979, p. 117), las cuales también son conocidas como *maintenance covenants* (Lengua, 2011, pp. 173-174).

Además, el dinero prestado proviene del público que deposita su dinero en el banco. Entonces el prestatario recibe dinero ajeno (del banco), pero a su vez, el banco obtiene dicho dinero del público (que también es ajeno), que luego debe devolver más intereses. Desde que el banco usa dinero ajeno, está

sometido a una normativa regulatoria del sector bancario que le exige tener especial cuidado en la asignación de los fondos, pues tales fondos deberán ser ulteriormente devueltos a los ahorristas.

Así es como el pacto de *covenants* por parte del banco genera un efecto disciplinador en los administradores de las empresas a efectos de que estos se preocupen en manejar adecuadamente la empresa para generar los flujos suficientes que permitan pagar el préstamo (Jensen & Meckling, 1976, pp. 337-338). A los bancos les interesa limitar la capacidad de la empresa de disponer de sus fondos, por ejemplo, imponiendo restricciones a la realización de inversiones o de cualquier disposición de dinero.

El pacto de estas obligaciones es crucial si tenemos en cuenta la diferencia entre capital y deuda. Por definición, los acreedores no tienen control sobre la empresa, a diferencia de los accionistas. La deuda no otorga derechos de control como sí lo otorgan las acciones (Hart, 2001, p. 1084). Una forma de suplir la ausencia e imitar la funcionalidad de los derechos de control es a través del pacto de obligaciones. Así es como el banco logra tener «control» sobre lo que puede o no puede hacer la empresa, a pesar de que no sea accionista (Denis & Wang, 2014, p. 348). Este control se materializa en la posibilidad de acelerar el contrato en caso de incumplimiento de los *covenants*. Así es como el banco logra mitigar los costos de agencia involucrados (Chava & Roberts, 2008, p. 2086).

Lo primero que se suele pactar es una definición de destino de fondos, en donde se especifica expresamente para qué será usado el dinero prestado. La asignación de los fondos a un uso distinto al señalado en la cláusula de destino de fondos configura un Evento de Incumplimiento. Esta cláusula es importante pues el banco evalúa para qué la empresa necesita dinero. Si la empresa quiere construir un edificio para instalar oficinas y obtener rentas de ello, entonces al banco le interesará que los fondos vayan destinados precisamente a la construcción de las oficinas pues las rentas serán la principal fuente de pago, e incluso, estas rentas podrían afectarse en fideicomiso como garantía.

Entre las obligaciones de hacer (*positive covenants*) se encuentran las informativas de hechos relevantes para el banco (estados financieros, certificado de cumplimiento, el inicio de algún procedimiento judicial o arbitral), y las de realizar ciertas prácticas (llevar una contabilidad ordenada,

cumplir con las normas legales vigentes, pagar los tributos, mantener el financiamiento en términos *pari passu*, subordinar deuda con subsidiarias, entre otras).

Entre las obligaciones de no hacer (*negative covenants*) se encuentran no otorgar préstamos ni garantías por deudas propias o de terceros, no cambiar el objeto social o realizar actividades distintas, no ceder el contrato de financiamiento, no cambiar las prácticas contables, entre otras.

Entre las obligaciones financieras (*financial covenants*) se encuentra el cumplimiento de ciertos ratios financieros como el ratio de endeudamiento o el ratio de cobertura de servicio de deuda.

Todos los *covenants* son pactados como condiciones precedentes a los desembolsos, de manera que si los *covenants* no se ejecutan se produce el incumplimiento de una condición y, en consecuencia, procede la suspensión del contrato. A su vez, el incumplimiento de las obligaciones y las condiciones precedentes pueden desencadenar la configuración de un evento de incumplimiento que le otorgará al banco el derecho a acelerar el contrato.

Por ello, Paglia equipara el pacto de *covenants* a los frenos de un carro. Los *covenants* permiten parar el préstamo cuando el banco lo considere necesario (antes de que se produzca un choque). Así es como los *covenants* funcionan *ex ante* para impedir comportamientos del prestatario que expropien los fondos que deben ser destinados al pago del préstamo (destinándolos a otros fines) y *ex post* para tomar acciones al respecto (Paglia, 2002, p. 42).

3.4. *Representations and warranties*

Los *reps & warranties* o declaraciones y garantías son una institución contractual que busca imitar la funcionalidad de un contrato de seguro (Coates, 2015, p. 15). Alguien asume un riesgo y de materializarse el mismo, debe indemnizar a la contraparte. En términos civiles, se trata de una relación jurídica de garantía, por la cual, una parte asume un riesgo a cambio de una contraprestación y se obliga a indemnizar a su contraparte en caso el riesgo se materialice (García Long, 2016, pp. 256 y ss.).

Esto ocurre así en los contratos de M&A, pues allí el remedio ante el incumplimiento de los *reps & warranties* es el pago de un monto dinerario según la cláusula de *indemnities*. El vendedor es quien declara algún estado

de hecho o de derecho y asume el riesgo de que ello no sea así. Si se incumple la declaración, se activa la cláusula de indemnidades. El pago de un monto dinerario en favor del comprador es visto como una reducción del precio pagado por este. Tanto es así que suele pactarse que el límite a los *indemnities* es el precio del contrato y, precisamente, que el pago se realiza por concepto de reajuste del precio. Es muy importante pactar esto expresamente en el contrato, pues si queda claro que el pago de los *indemnities* en realidad es un reajuste del precio, quedará fuera de discusión la eventual aplicación del artículo 1328 del CC, el cual ya ha sido utilizado —erróneamente— en un arbitraje bajo ley peruana para señalar que los *indemnities* son nulos al ser supuestos pactos que limitan la responsabilidad del deudor (García Long, 2017a, p. 95).

Los *indemnities* no se pactan en un financiamiento. Los remedios ante el incumplimiento de los *reps* son la suspensión o la aceleración. Esto no afecta la naturaleza jurídica de los *reps*. Los *reps* siguen cumpliendo su principal función de distribución de riesgos. El prestatario incluso asume riesgos que se encuentran fuera de su control. Lo que cambia es el remedio ante el incumplimiento. Y como los *reps* tienen fuente convencional, no existe mayor inconveniente en que se pacte un remedio distinto en financiamientos.

Los *reps* & *warranties* se pactan en los financiamientos para asignar riesgos como ocurre en un contrato de seguro. A pesar de que el banco pueda realizar un *due diligence* de la empresa para conocer su salud financiera y su capacidad de pago del préstamo, la empresa se encuentra en mejor posición para conocer cualquier contingencia que pueda alterar el riesgo de *default*. Por ello, el prestatario realiza declaraciones y garantías para complementar el *due diligence* del banco.

El número de declaraciones que realiza la empresa prestataria es menor en comparación a las declaraciones que realiza un vendedor en una operación de M&A. En una adquisición de empresa el comprador asume todos los pasivos del *target* y, por ende, el *due diligence* es más intenso. Por el contrario, en un financiamiento el banco no necesita realizar un *due diligence* tan profundo, pues los pasivos del prestatario seguirán siendo sus pasivos. El banco solo asume el riesgo de *default* y se protege de ello con la constitución de garantías específicas.

La empresa prestataria suele declarar que está debidamente constituida como persona jurídica, que cuenta con todas las autorizaciones, licencias o permisos para realizar sus actividades, que no se encuentra en incumplimiento de la ley, que no existen procedimientos judiciales, que los estados financieros entregados representan la verdadera condición financiera, que no se encuentra en situación de incumplimiento de otros contratos, entre otras.

Los *reps* suelen pactarse como una cláusula independiente que luego forma objeto de condiciones precedentes. La regla es que los *reps* deben mantenerse como ciertos y exactos a determinadas fechas. Si esto no es así, se suspende el contrato. Si a su vez se desencadena un Evento de Incumplimiento, el banco tendrá derecho a acelerar el contrato.

3.5. *Material Adverse Change* y *Material Adverse Effect*

En M&A la cláusula MAC (*Material Adverse Change* o Cambio Sustancialmente Adverso - CSA) y MAE (*Material Adverse Effect* o Efecto Sustancialmente Adverso - ESA) pueden considerarse como indistintas. La diferencia entre cambio o efecto se supera en la misma definición de la cláusula respectiva pues en ambas se incluye tanto al cambio como al efecto. Por ello, se usan de manera indistintas las terminaciones MAC o MAE en M&A.

Por el contrario, MAC y MAE sí son distintos en financiamientos pues la primera regula cambios en los riesgos exógenos y generales (mercados de capitales, economía, política, derecho aplicable, entre otros); mientras que la segunda regula cambios en el prestatario (visto como parte contractual) o en la operación (sobre todo en los documentos del financiamiento).

De manera general, esta cláusula consiste en una definición general, ambigua o circular de lo que es un cambio sustancialmente adverso. Y es circular porque se define al Cambio Sustancialmente Adverso como cualquier hecho, evento, cambio, efecto o circunstancia que genere un cambio sustancialmente adverso en el *target* o el prestatario. La intención de esta cláusula es servir como una sábana que permita cubrir todo aquello que se escape de las cláusulas de *covenants, conditions precedent* y *reps & warranties*.

Según la definición de la cláusula MAC, la misma podrá afectar al *target* o al prestatario, pero en objetos específicos. Por ejemplo, en los activos, pasivos, resultados de operaciones, condición financiera, proyecciones, negocios del

target o prestatario. En un M&A el MAC consiste en un deterioro en el valor del *target*. En simple, un deterioro de valor en el objeto de compra.

Por otro lado, la lógica es distinta en un financiamiento, pues se trata de desembolsos de dinero a lo largo de un periodo de tiempo (Manzanares, 2016, pp. 65 y ss.). En estos casos, el MAC se enfoca en cualquier cosa que afecte al prestatario (su capacidad de pago) o la operación (los remedios y derechos del banco, la validez de los documentos de financiamiento y la ejecutabilidad de las garantías constituidas en favor del banco).

La ocurrencia de un MAC usualmente termina calificándose como el incumplimiento de una condición, sea porque se pactó un *MAC condition* (el MAC como objeto de una condición) o un *MAC representation* (el MAC como objeto de una declaración, el cual a su vez se pacta como una condición).

Como señalábamos, mientras MAC y MAE son indistintos en M&A (por la forma cómo de definen), ambos sí se diferencian en financiamientos. El MAC se considera como un *Market MAC* o *Market Out*, por el cual, el banco puede suspender (*draw stop*) el desembolso de los fondos si las condiciones generales en el mercado de capitales, la economía, la política, y cualquier otro riesgo de mercado deviene en adverso. Claramente para un banco no es rentable prestar dinero cuando las condiciones de mercado no son las mejores.

Por el contrario, el MAE se limita a las afectaciones adversas en el prestatario o la operación, esto es, en la capacidad de pago de la empresa, los derechos y remedios del banco, la validez de los documentos de financiamiento y la ejecutabilidad de las garantías. Mientras que la ocurrencia de un MAC solo permite suspender el préstamo, la ocurrencia de un MAE sí permitiría suspender y acelerarlo (Molina, 2013, pp. 126-127).

Esta distinción, nuevamente, no opera comúnmente en M&A, pues el MAC incorpora al efecto y el MAE incorpora al cambio. Mientras el riesgo de mercado en un financiamiento no lo asume el banco (la parte en cuyo favor se pacta el MAC), en un M&A el riesgo de mercado lo asume el comprador (la parte en cuyo favor se pacta el MAC). Entonces, dado que el comprador asume el riesgo de mercado, no puede cancelar la compra ante un MAC, pues el riesgo de mercado se pacta como una excepción a la alegación del MAC (salvo que se haya pactado una excepción a la excepción). Y esto es incluso más curioso en fusiones, pues en la práctica cada parte asume el riesgo de

mercado de la contraparte, esto es, el comprador asume el riesgo de mercado del vendedor y viceversa (Miller, 2009, pp. 2073-2074).

Esta distinción de distribución de riesgos puede justificarse en el tipo de operación. Mientras que un M&A se materializa en un contrato de ejecución instantánea (una compra, aunque pueda ser diferida), el préstamo es un contrato de duración. Entonces, los riesgos a largo plazo son más importantes en un préstamo que en una compra, por ello, el banco no asume riesgos generales.

Los comentaristas se suelen preguntar sobre la naturaleza jurídica del MAC en sistemas civilistas (véanse a: Manzanares, 2016, pp. 103 y ss.; García Long, 2016, pp. 238 y ss.). Eventualmente se discute si el MAC podría equiparse a alguna de las instituciones tradicionales que regulan el cambio sobrevenido de las circunstancias, esto es, la imposibilidad sobrevinida de la prestación, la excesiva onerosidad de la prestación o la frustración del contrato. A modo enunciativo, en el derecho comparado se suele hablar de la teoría de la imprevisión (*theorie de l'imprévision*) en Francia, de la desaparición de la base del contrato (*Wegfall der Geschäftsgrundlage*) en Alemania, de la excesiva onerosidad (*excessiva onerosità*) en Italia, del *frustration* en Inglaterra y el *impracticability* en Estados Unidos de América. Por su parte, la práctica contractual ha creado cláusulas de *force majeure*, *hardship* y MAC/MAE que se han estandarizado en diversos tipos contractuales.

Cada sistema jurídico ha inventado una teoría para otorgar algún remedio ante el cambio de las circunstancias, y los remedios son distintos según la consecuencia del cambio sobrevenido (Zweigert & Kötz, 1992, pp. 571-572; Momberg, 2011, p. 16). No es lo mismo que un cambio produzca imposibilidad, desequilibrio económico o frustración del fin del contrato. Ante tales cambios, podrán desencadenarse hasta tres remedios distintos: la renegociación, la adaptación, o la terminación (Hondius & Grigoleit, 2011, p. 8).

En M&A, el MAC consiste en eventos desconocidos (*unknown risks*) que afectan al *target* (como objeto del contrato) y que disminuyen su valor. Entendido esto, no estamos ante un supuesto de imposibilidad si el valor del *target* cambia. Tampoco estaríamos frente a la frustración pues el *target* aún servirá para realizar su actividad económica, solo que ahora tiene un pasivo adicional.

Tal vez lo que más se le asemeja es la excesiva onerosidad, pues el comprador pagaría más por un *target* que ahora vale menos. Sin perjuicio de ello, la excesiva onerosidad está pensada como un remedio que combate el desequilibrio patrimonial y que permite solicitar a un tercero (juez o árbitro) que decida sobre el destino del contrato (la reducción del precio o la resolución, según el sistema jurídico en concreto).

En general, los sistemas jurídicos que regulan la excesiva onerosidad de la prestación (como Argentina, Brasil, Bolivia, Colombia y Paraguay) han seguido el modelo italiano del artículo 1467 del Codice Civile (Momberg, 2011, p. 37). En tales sistemas jurídicos la excesiva onerosidad es invocada para resolver el contrato. Frente a la demanda de resolución del contrato, el acreedor demandado podría oponer la revisión de los términos y condiciones para evitar la resolución.

Teniendo en cuenta que la excesiva onerosidad de la prestación implica acudir a un juez para que decida sobre el futuro del contrato, las partes prefieren no depender de un tercero y pactan una estructura contractual que les permita a ellas mismas decidir sobre qué pasará con el contrato. Esto se materializa con la cláusula MAC. En otro tipo de operaciones internacionales se ha estandarizado otra cláusula conocida como *hardship*, la cual puede ser vista como una excesiva onerosidad de fuente convencional, y que regula una mejor estructura procedimental para solucionar el problema del desequilibrio económico contractual.

Además, otra razón para descartar a la excesiva onerosidad es que la misma solo procede cuando ocurre un excesivo sobre costo. Mientras no se pase este umbral no se podrá demandar. Con la cláusula MAC, dependerá de las partes definir un umbral específico o usar calificadores generales de materialidad.

En el Perú la excesiva onerosidad tiene, además, un gran problema. El artículo 1440 del CC²⁰ ha invertido el procedimiento del modelo italiano, pues no se demanda la resolución sino la revisión del mismo (para disminuir la prestación o aumentar la contraprestación). Y se otorga al acreedor demandado el

²⁰ «En los contratos conmutativos de ejecución continuada, periódica o diferida, si la prestación llega a ser excesivamente onerosa por acontecimientos extraordinarios e imprevisibles, la parte perjudicada puede solicitar al juez que la reduzca o que aumente la contraprestación, a fin de que cese la excesiva onerosidad. Si ello no fuera posible por la naturaleza de la prestación, por las circunstancias o si lo solicitara el demandado, el juez decidirá la resolución del contrato. La resolución no se extiende a las prestaciones ejecutadas».

derecho a oponer la resolución (Morales, 2014, p. 369). Entonces, de poco sirve accionar la excesiva onerosidad en el Perú si la otra parte tendrá la posibilidad de invocar la resolución del contrato.

En general, es por el carácter paternalista de la excesiva onerosidad (De Trazegnies, 2004, pp. 29-30) que las partes prefieren por una solución de fuente convencional que regule el cambio sobrevenido de las circunstancias. Así el futuro del contrato ya no depende de un tercero sino de las mismas partes, las cuales decidirán si renegocian el contrato ante la ocurrencia de un MAC o lo dejan sin efecto.

Lo que las partes sofisticadas buscan evitar es que un tercero sea quien revise el contrato. Si el mismo no puede ser revisado por las propias partes vía renegociación, entonces el mismo deberá terminarse. La práctica corporativa ha demostrado que la invocación de un MAC sirve —en realidad— como un buen incentivo para facilitar o forzar la renegociación del contrato (Toub, 2003, pp. 858). A su vez, la Corte de Delaware ha impuesto un alto estándar para que un comprador pueda cancelar una operación alegando un MAC (García Long, 2016, pp. 135 y ss.).

Téngase en cuenta que el MAC, al ser una regulación contractual paralela, no es un pacto encubierto en contra de la acción por excesiva onerosidad de la prestación, la cual —sin sentido— está prohibido por el art. 1444 del CC²¹.

De manera general, podemos decir que la cláusula MAC se une a las instituciones jurídicas tradicionales que se estudian dentro del cambio sobrevenido de las circunstancias en los contratos.

En financiamientos la naturaleza del MAE es incluso más clara pues el MAE no afecta al objeto del contrato sino a una de las partes (la que recibe los fondos) o a la operación misma. La imposibilidad y excesiva onerosidad están pensadas para afectaciones a las prestaciones, mientras que la frustración en el fin del contrato. Por el contrario, el MAE en financiamientos se enfoca en cambios adversos en el prestatario o en la operación. El cambio en estos objetos no se encuentra regulado por las instituciones tradicionales, y por ello, las partes pactan un MAE. Por ejemplo, si se afecta la capacidad de pago del prestatario no cabría la aplicación de la imposibilidad, excesiva onerosidad o frustración. El pacto del MAE cubre este vacío.

²¹ «Es nula la renuncia a la acción por excesiva onerosidad de la prestación».

Eventualmente ante afectaciones al prestatario podrían proceder algunos remedios tradicionales como el vencimiento anticipado del plazo (art. 181 del CC²²) o la suspensión del contrato (art. 1427 del CC²³).

Conforme al artículo 181 del CC, si el deudor deviene en insolvente el acreedor podría dar por vencido los plazos y solicitar el pago inmediato de las cuotas. La desventaja de este remedio es que no permite la suspensión del contrato de manera previa a la aceleración, como normalmente ocurre en un financiamiento. Cuando se pacta un MAE, la ocurrencia del mismo suele permitir al banco la suspensión y la aceleración del contrato.

Conforme al artículo 1427 del CC, si antes de que el banco realice un desembolso deviene el riesgo que el prestatario no podrá devolver el capital, entonces podrá suspender el contrato hasta que el prestatario otorgue garantías suficientes. Un banco podría alegar esta norma en su favor. Sin embargo, su ámbito sigue siendo aún limitado. Por el contrario, si se pacta un MAE y la ausencia del mismo es condición al cierre, el banco podrá negarse a firmar el contrato si advierte un riesgo en el pago. Y si el MAE ocurre luego del desembolso, el banco podrá suspender y/o acelerar el contrato en virtud de la misma cláusula. Dado que el MAE es más completo y puede amoldarse a la operación en concreto, los bancos prefieren pactarlo en lugar de someterse a las normas supletorias del CC.

Por su parte, el MAC o Market MAC está pensado para otorgar un remedio al banco ante cambios adversos en riesgos generales o de mercado. Pero fíjese que el remedio surge por el simple cambio del riesgo en el mercado y de manera adversa. Se trata de una cláusula preventiva. El banco no necesita probar la ocurrencia de una excesiva onerosidad en la prestación, ni imposibilidad o frustración del fin del contrato para poder suspender los desembolsos. Téngase en cuenta que la imposibilidad de la prestación, la excesiva onerosidad (según el modelo italiano) y la frustración (en sistemas anglosajones), tienen como objetivo generar un efecto liberatorio en una de las partes, mientras que el Market MAC se enfoca en la suspensión.

²² «El deudor pierde el derecho a utilizar el plazo: 1. Cuando resulta insolvente después de contraída la obligación, salvo que garantice la deuda».

²³ «Si después de concluido un contrato con prestaciones recíprocas sobreviniese el riesgo de que la parte que debe cumplir en segundo lugar no pueda hacerlo, la que debe efectuar la prestación en primer lugar puede suspender su ejecución, hasta que aquella satisfaga la que le concierne o garantice su cumplimiento».

Otras cláusulas que suelen pactarse en financiamientos y que regulan el cambio de las circunstancias son la cláusula de *market disruption* o *eurodollar disaster*, la cláusula de incremento de costos y la cláusula *tax gross-up*. La primera regula el efecto de los eventos que afectan a los mercados financieros de manera que no sea posible la determinación de la tasa LIBOR²⁴, la segunda regula el efecto de cambios regulatorios que incrementan el costo de los bancos para desembolsar los fondos o mantener el préstamo, y la tercera traslada el riesgo de nuevos impuestos del banco al prestatario, de manera que el prestatario deberá incrementar el monto de los intereses como si no existiera deducción alguna (Lengua, 2012, pp. 138-140).

Finalmente, ante el cambio sobrevenido de las circunstancias, el banco también se puede proteger pactando una cláusula de fuerza mayor (*force majeure*). El MAC protege al banco ante cambios adversos en los riesgos de mercado mientras que el MAE protege al banco ante cambios adversos en riesgos que puedan afectar al prestatario o a la operación. Si bien el banco podría considerarse satisfecho con estos dos pactos en transacciones nacionales, en préstamos internacionales el banco podría necesitar de cierta protección ante circunstancias que le impidan realizar los desembolsos de capital.

En principio, dado que la principal obligación del banco consiste en ejecutar una obligación de dar suma de dinero, sería difícil que pueda alegar la imposibilidad sobrevenida pues el dinero no perece (*genera non pereunt*). Sin embargo, en transacciones internacionales se pueden presentar circunstancias que impidan temporalmente al banco a realizar los desembolsos. Ante ello se podría pactar una cláusula de fuerza mayor que regule una imposibilidad temporal en el banco para el cumplimiento de sus obligaciones financieras. De esta manera, el banco no sería responsable por la suspensión de sus obligaciones mientras perdure el evento de fuerza mayor (según lo pactado en el contrato).

A manera de ejemplo, en un contrato se indicó lo siguiente:

If, by reason of the non-availability of the Bank of euro-dollars in the London interbank euro-currency market, it becomes impossible for the Bank to make or continue to make the Commitment available on the bases contemplated in this agreement, the Bank shall promptly so notify the Borrower whereupon the

²⁴ London InterBank Offered Rate.

Bank and the Borrower shall search for an alternative basis for continuing the Commitment whether by making the Commitment available from some source other than the London interbank Eurocurrency market or from other branch or branches of the Bank. If such alternative is not available or is not acceptable to the Borrower the Bank shall make available in the New York market to an American subsidiary of Borrower, under the guarantee of the Borrower, dollars at a rate equal to the rate at which the Bank would make an Advance to a major United States domestic company in similar amounts and maturities (Fontaine & de Ly, 2013, p. 474).

Como vemos, en vez de alegar y apoyarse en las tradicionales instituciones jurídicas que regulan el efecto del cambio de las circunstancias, la contratación financiera prefiere pactar cláusulas específicas que regulen el efecto de la materialización de riesgos específicos o generales.

3.6. Eventos de Incumplimiento

La responsabilidad contractual en las diversas codificaciones civiles es usualmente subjetiva. Para que haya incumplimiento debe encontrarse culpa en el deudor. En el Perú, esta regla se encuentra definida en el artículo 1321 del CC²⁵. Debido al carácter subjetivo del incumplimiento, si el deudor ejerció la diligencia ordinaria no es responsable del incumplimiento conforme al artículo 1314 del CC²⁶.

En financiamientos, las partes prefieren pactar Eventos de Incumplimiento y, de esta manera, definen con anticipación qué eventos podrán ser considerados como incumplimientos a efectos de ejercer alguno de los remedios pactados en el contrato. La particularidad de esta cláusula es que los eventos descritos son de aquellos que: (1) no necesitan de la culpa o el dolo del prestatario, (2) pueden consistir en causa no imputable, (3) y no se limitan a la falta de pago.

²⁵ «Queda sujeto a la indemnización de daños y perjuicios quien no ejecuta sus obligaciones por dolo, culpa inexcusable o culpa leve. El resarcimiento por la inexecución de la obligación o por su cumplimiento parcial, tardío o defectuoso, comprende tanto el daño emergente como el lucro cesante, en cuanto sean consecuencia inmediata y directa de tal inexecución. Si la inexecución o el cumplimiento parcial, tardío o defectuoso de la obligación, obedecieran a culpa leve, el resarcimiento se limita al daño que podía preverse al tiempo en que ella fue contraída».

²⁶ «Quien actúa con la diligencia ordinaria requerida, no es imputable por la inexecución de la obligación o por su cumplimiento parcial, tardío o defectuoso».

Entre los eventos de incumplimientos que son estándares en financiamientos y que reúnen las tres características mencionadas, se encuentran, a manera de ejemplo: la inexactitud de las declaraciones y garantías, el inicio de procedimientos concursales, expropiación, cambio de control, la ocurrencia de un MAE, *cross-default*, entre otros.

En primer lugar, la cláusula de Eventos de Incumplimiento regula un régimen de responsabilidad contractual objetivo. Entonces no interesa la culpa del prestatario. Se verifica un incumplimiento con la sola constatación de lo regulado en la cláusula respectiva. En segundo lugar, el régimen de responsabilidad objetiva alcanza incluso a hechos que pueden considerarse como causa no imputable. Esto quiere decir que a través de esta cláusula el prestatario asume el riesgo de ciertos eventos que están fuera de su control. En tercer lugar, se consideran como incumplimientos eventos totalmente distintos al pago del capital e intereses. En la teoría financiera los incumplimientos que son distintos a la falta de pago (*payment default*) se conocen como *technical defaults* (Chava & Roberts, 2008, pp. 2085-2086).

Teniendo en cuenta estas particularidades, los Eventos de Incumplimiento son mejor vistos como acontecimientos que cambian el riesgo de *default* asumido por el banco. Por ello, no se limitan al incumplimiento del pago del principal e intereses. De allí que se pacten como eventos de incumplimientos situaciones en donde no interesa la culpa o incluso que ocurren por causa no imputable.

Si no se pactaran Eventos de Incumplimiento, aplicaría el régimen general del artículo 1321 del CC y el prestatario podría cuestionar la existencia de un incumplimiento del contrato si el Estado le expropia un bien, si se produce un cambio de control o un MAE, pues el prestatario no tendría culpa. Incluso se tratarían de supuestos de causa no imputable y de hechos desvinculados con el pago del principal e intereses. Por el contrario, los Eventos de Incumplimiento pretenden regular un régimen alternativo de responsabilidad contractual.

Entonces, civilmente, lo que ocurre en la cláusula de Eventos de Incumplimiento es que se pacta —aunque en la práctica no se diga de manera expresa— un régimen objetivo de incumplimiento contractual, porque con la sola ocurrencia del supuesto de hecho regulado como eventos de incumplimiento el banco tendrá derecho a ejercer la aceleración. Y se trata de un régimen objetivo no solo por la prescindencia de la probanza de

la culpa, sino porque los Eventos de Incumplimiento pueden consistir en eventos de causa no imputable.

3.7. Tasa de incumplimiento

No solo los incumplimientos son objetivos en un financiamiento, sino también las penalidades. Existen dos tipos de Eventos de Incumplimiento: dinerarios y no dinerarios.

Es común que en contratos de préstamo se pacten tres conceptos: tasa de interés moratorio, que resarce el retraso; tasa de interés compensatorio, que retribuye el uso del capital desembolsado; y tasa de incumplimiento.

La compensación por el retraso de los Eventos de Incumplimiento dinerarios es el pago de intereses moratorios. Por el contrario, el retraso de los Eventos de Incumplimiento no dinerarios desencadena el pago de una penalidad moratoria que a veces es llamada en la práctica financiera como tasa de incumplimiento. Al tratarse de incumplimientos de carácter objetivo, la penalidad también se pacta como una objetiva.

El artículo 1343 del CC señala que: «Para exigir la pena no es necesario que el acreedor pruebe los daños y perjuicios sufridos. Sin embargo, ella solo puede exigirse cuando el incumplimiento obedece a causa imputable al deudor, salvo pacto en contrario». Si en el préstamo se pacta como incumplimiento un evento que no puede ser imputable al deudor, y se pacta a su vez una penalidad por tal incumplimiento, entonces es claro que estamos ante una penalidad objetiva que representa un pacto en contra del artículo 1343 del CC. En la práctica no se suele indicar que se trata de un pacto en contra de la norma citada, sin embargo, basta con leer la cláusula respectiva para entender su naturaleza.

Dado que la finalidad de los Eventos de Incumplimiento es garantizar que el banco no termine asumiendo un riesgo mayor, los incumplimientos y las penalidades en los financiamientos son de carácter objetivo, pues el riesgo puede cambiar independientemente de la existencia de culpa. Las penalidades objetivas también sirven para asignar riesgos en el prestatario.

3.8. *Acceleration*

En derecho civil se conoce al remedio del vencimiento anticipado del plazo, aplicable a los contratos con fines de financiamiento. El plazo de cumplimiento es aquel intervalo de tiempo en favor del deudor para el cumplimiento de su obligación. El plazo en favor del deudor le permite cumplir antes del vencimiento, pero no le permite al acreedor solicitar el pago sino al vencimiento del mismo.

Sin perjuicio de ello, existen circunstancias en donde el acreedor puede dar por vencido el plazo antes del término pactado. El art. 181 de CC regula tres supuestos de vencimiento anticipado del plazo: (1) cuando el deudor resulta insolvente, (2) cuando no otorga las garantías prometidas, y (3) cuando las garantías otorgadas se afectan²⁷.

Por otro lado, el art. 1323 del CC, de carácter general, regula el vencimiento del plazo cuando el deudor incumple con tres cuotas del pago, sucesivas o no²⁸, mientras que el art. 1561 regula el mismo supuesto pero para el caso del pago diferido y en cuotas del precio de la compraventa²⁹.

En el derecho americano este remedio se conoce como *acceleration* y se encuentra regulado en la sección 8.1 del Restatement (Third) of Property:

²⁷ «El deudor pierde el derecho a utilizar el plazo:

1. Cuando resulta insolvente después de contraída la obligación, salvo que garantice la deuda. Se presume la insolvencia del deudor si dentro de los quince días de su emplazamiento judicial, no garantiza la deuda o no señala bienes libres de gravamen por valor suficiente para el cumplimiento de su prestación.
2. Cuando no otorgue al acreedor las garantías a que se hubiese comprometido.
3. Cuando las garantías disminuyeren por acto propio del deudor, o desaparecieren por causa no imputable a este, a menos que sean inmediatamente sustituidas por otras equivalentes, a satisfacción del acreedor.

La pérdida del derecho al plazo por las causales indicadas en los incisos precedentes, se declara a petición del interesado y se tramita como proceso sumarísimo. Son especialmente procedentes las medidas cautelares destinadas a asegurar la satisfacción del crédito».

²⁸ «Cuando el pago deba efectuarse en cuotas periódicas, el incumplimiento de tres cuotas, sucesivas o no, concede al acreedor el derecho de exigir al deudor el inmediato pago del saldo, dándose por vencidas las cuotas que estuviesen pendientes, salvo pacto en contrario».

²⁹ «Cuando el precio debe pagarse por armadas en diversos plazos, si el comprador deja de pagar tres de ellas, sucesivas o no, el vendedor puede pedir la resolución del contrato o exigir al deudor el inmediato pago del saldo, dándose por vencidas las cuotas que estuviesen pendientes».

Mortgages³⁰. En el derecho financiero, el típico remedio en favor de los bancos ante Eventos de Incumplimiento es la aceleración del contrato, por el cual, el banco da por vencido los plazos para el pago de los desembolsos realizados más los intereses y, exige el pago de los mismos y la ejecución de las garantías. En simple, la aceleración funciona como una ejecución forzosa anticipada.

En este sentido, el efecto inmediato de la aceleración no es el efecto extintivo (como opera en la resolución), sino el vencimiento de plazos. La aceleración es una pretensión de cumplimiento (anticipado), no de extinción del contrato. Entonces el contrato que se acelera se cumple por cumplimiento del contrato. Si no hay más prestaciones que ejecutar, el contrato vence porque ya se ejecutaron las prestaciones (ya se agotó el contrato), pero no porque se haya producido un efecto extintivo similar a la resolución del contrato, la cual sí puede operar impidiendo que futuras prestaciones se puedan cumplir (contratos de duración).

Curiosamente, en la regulación del contrato típico de mutuo en el CC no se encuentra reconocido expresamente el remedio de la aceleración. Ante tal vacío sería aplicable el artículo 1323 del CC, el cual permitiría al banco acelerar el préstamo ante el incumplimiento de tres cuotas, sucesivas o no. Sin embargo, en la práctica los bancos suelen pactar expresamente en el contrato que la aceleración procederá ante el incumplimiento de una sola cuota. De esta manera, el remedio de la aceleración en los contratos de financiamiento tiene fuente convencional.

Una precisión importante a tener en cuenta es que en un financiamiento estamos ante partes que negocian en igualdad de condiciones (*at arm's length*). En este escenario se permite pactar remedios como la aceleración. Por el contrario, ello podría ser cuestionable en relaciones financieras de consumo (en donde hay una parte débil) como el préstamo hipotecario, en donde las cláusulas de vencimiento anticipado del plazo pueden considerarse como abusivas y nulas (Carrasco Perera, 2017, pp. 141 y ss.; González de Audicana, 2017, p. 761), sobre todo si pueden ejecutarse ante el incumplimiento de una sola cuota (como normalmente es la regla en la banca corporativa). Por

³⁰ «(a) An acceleration provision is a term in a mortgage, or in the obligation it secures, that empowers the mortgagee upon default by the mortgagor to declare the full mortgage obligation immediately due and payable. An acceleration becomes effective on the date specified in written notice by the mortgagee to the mortgagor delivered under default».

el contrario, no estaríamos ante una cláusula abusiva cuando estamos ante una relación contractual entre partes iguales.

4. EL CONTRATO DE MUTUO

En términos civiles el contrato de préstamo bancario corporativo se encuentra regulado por las disposiciones legales sobre el contrato de mutuo. Sin embargo, este marco normativo no es el más adecuado para estas operaciones financieras y ello se debe al hecho que el contrato de mutuo no está pensado exclusivamente para la entrega de dinero, sino de cualquier otro bien fungible.

El artículo 1648 del CC señala que: «Por el mutuo, el mutuante se obliga a entregar al mutuuario una determinada cantidad de dinero o de bienes consumibles, a cambio de que se le devuelvan otros de la misma especie, calidad o cantidad». Si bien es cierto que el mutuo se utiliza principalmente para la entrega de una cantidad de dinero, el hecho que el contrato de mutuo regule la posibilidad de entregar bienes fungibles ha dado lugar a que el legislador regule algunas normas que no tienen aplicación para la banca corporativa.

Por ejemplo, el artículo 1655 del CC señala que: «Recibido el bien por el mutuuario, se presume que se halla en estado de servir para el uso al que se destinó». Esta disposición no tiene sentido para el dinero pues el mismo es un medio de pago y siempre servirá para su fin.

Otra norma a resaltar es el artículo 1655 del CC, la cual señala que: «Si el mutuuario no pudiese devolver bien similar en especie, cantidad y calidad al que recibió, satisfará su prestación pagando el valor que tenía al momento y lugar en que debió hacerse el pago». Esta norma tampoco tiene sentido para la banca corporativa, pues el dinero es fungible y el mismo no podría desaparecer, a menos que se destruyan todos los dólares del mundo y se dejen de emitir.

El artículo 1663 señala que: «El mutuuario debe abonar intereses al mutuante, salvo pacto distinto». Si bien esta posibilidad expresa de pactar en contra resulta útil para estructurar instrumentos de inversión novedosos (véase a Orbezo Grahammer & Arana Baldeón, 2018, pp. 64-65), lo cierto es que en la banca corporativa todo préstamo devenga intereses.

Finalmente, cabe mencionar que en la práctica financiera es cada vez más raro que los contratantes se refieran al banco como mutuante o a la empresa que recibe los fondos como mutuuario. El contrato de préstamo tampoco suele llamarse como mutuo. El solo rechazo, sea explícito o implícito, de los términos jurídicos para referirse a las partes de un mutuo o al mismo contrato, es un dato que demuestra que el contrato de préstamo bancario corporativo se regula principalmente por sus propias cláusulas contractuales.

5. CONCLUSIONES

Las operaciones de financiamiento bancario tienen como principal fuente la voluntad de las partes. No solo se pactan instituciones contractuales de origen anglosajón y que no se encuentran reguladas en el CC, sino que las propias disposiciones del CC no están hechas para tales operaciones financieras.

Esto no urge, sin embargo, la modificación del CC. Los jugadores financieros (empresas, bancos, inversionistas institucionales y otras empresas financieras) ya conocen el estándar que se usa en estas operaciones, y tal estándar consiste en sujetarse a la estructura contractual anglosajona. Estos se han convertido en usos y costumbres. Y cuando las partes ya se guían en la práctica por esta ingeniería contractual, como si fuese obligatoria, no es necesario regularla en el CC. La regulación solo se convertiría en un obstáculo al orden espontáneo del mercado al restarle flexibilidad ante los nuevos cambios sociales y las nuevas necesidades de las partes³¹.

³¹ Como nos recordaba Fernando de Trazegnies sobre el derecho consuetudinario como gran fuente del derecho en la edad media: «En un medio en el que el derecho está más ligado al pueblo que al Estado, no es de extrañar que una nueva manera de vivir dentro de un sector del pueblo dé origen a un derecho que surge de la necesidad de solucionar los problemas propios de esta nueva actividad. No es el Estado quien da leyes al respecto, sino que son los propios usuarios del derecho quienes van creando costumbres normativas de acuerdo a sus experiencias. Pero este Derecho Privado en el más pleno sentido de la palabra no se aplica solamente dentro del área de vigencia de los derechos locales. Como el comercio supera los límites de los feudos y de las naciones, la *lex mercatoria* se presentará como una regulación jurídica que sobrepasa los derechos locales y tiende a ser universal dentro de su época y de su especialidad. Y es así como este Derecho Consuetudinario, que nace con gran fuerza, va a reglamentar básicamente el comercio a distancia y todo lo vinculado a la navegación comercial [...]. El proceso de creación de este nuevo orden jurídico que llamamos *lex mercatoria* está impulsado por un gran sentido de realidad y es muy consciente de los problemas con los que se encuentra el comerciante. Pero también tiene una gran imaginación para ir inventando constantemente soluciones razonables y novedosas para esos problemas. Es así como no se limita a regular el contrato comercial básico que es la compra venta, sino que también desarrolla innovaciones en otros campos conexos, como las reglas sobre

Sin embargo, lo que sí urge entre los abogados contractualistas es prestar mayor atención al derecho contractual financiero de origen americano, pues la práctica se guía por ella y no por el CC. Entonces, el civilista debe aprender de su CC pero sobre todo del derecho americano, el derecho que se aplica en la práctica. El civilista debe pasar a convertirse en un *civil lawyer*.

BIBLIOGRAFÍA

- Axelson, U. (2011). *Private Equity: Leveraged expertise or leveraged bets?* En London School of Economics and Political Science. <https://www.youtube.com/watch?v=pk-j50XCYVU>
- Avendaño, J. (2010). *El Contrato de Underwriting. Contratos Civiles y Modernos de Empresa*. Volumen II. Lima: MFC Editores.
- Boot, W.A.; Greenbaum, S.I. & A.V. Thakor (1993). Reputation and Discretion in Financial Contracting. *The American Economic Review*, 83(5), 1165-1183.
- Carrasco Perera, A. (2017). Carácter abusivo de las cláusulas de vencimiento anticipado y posibilidad de ejecución hipotecaria. La experiencia española. *Actualidad Civil*, 38.
- Chava, S. & M.E. Roberts (2008). How does Financing Impact Investment? The Role of Debt Covenants. *The Journal of Finance*, 63(5), 2085-2121.
- Choi, A. & G. Triantis (2010). Strategic Vagueness in Contract Design: The case of corporate acquisitions. *The Yale Law Journal*, 119(5), 848-1121.
- Czepiel, L.A. (1988). Best Efforts Underwriting: Does Glass Stegall Allow it? *Annual Review of Banking Law*, 7.
- Coates IV, J.C. (2015). M&A Contracts: Purposes, Types, Regulation, and Patterns of Practice. *The European Corporate Governance Institute*, Working Papers Series in Law, Law Working Paper 292/2015.
- Davidoff, S.M. (2012). The Private Equity Contract. In Cumming, Douglas (ed). *The Oxford Handbook of Private Equity*. Oxford: Oxford University Press.
- Denis, D.J. & J. Wang (2014). Debt Covenant Renegotiations and Creditor Control Rights. *Journal of Financial Economics*, 113, 348-367.

el transporte de bienes, el seguro y hasta el financiamiento de las mercaderías. Y es así como el derecho se pone al servicio de la expansión comercial, siendo un producto de ella pero también su causa; porque esa modernidad y esa expansión comercial hubieran sido inimaginables sin la creación de la letra de cambio, el pagaré y la sociedad de responsabilidad limitada, que fueron resultado de la reflexión jurídica que se dio dentro del contexto de la *lex mercatoria*» (2006, pp. 19-20).

- De Trazegnies, F. (1991). El Derecho Civil ante la Post-modernidad. *Derecho PUCP*, 45, 287-333.
- De Trazegnies, F. (2004). El Código Civil de 1984: ¿Vejez prematura o prematura declaración de vejez? Reflexiones a propósito del papel del contrato en la construcción de un orden social libre. *Thēmis. Revista de Derecho*, 49.
- De Trazegnies, F. (2006). ¿Lex Mercatoria Rediviva? Primera Parte: De la Edad Media a la Postmodernidad. *Revista Peruana de Arbitraje*, 3, 15-51.
- Epstein, R.A. (2009). The Going-private Phenomenon: Causes and Implications. *The University of Chicago Law Review*, 76(1), 1-6.
- Escobar Rozas, F. (2016). Contratación corporativa y evolución legal. *Thēmis. Revista de Derecho*, 70.
- Escobar Rozas, F. (2017). Protección *ex ante* v. protección *ex post*: La ejecución de colaterales en operaciones de financiamiento. *Thēmis. Revista de Derecho*, 72, 41-57.
- Farnsworth, E.A. (1987). Precontractual Liability and Preliminary Agreements: Fair Dealing and Failed Negotiations. *Columbia Law Review*, 87(2).
- Ferguson, M.C. & M.D. Ginsbutg (1973). Triangular Reorganizations. *Tax Law Review*, 28(2), 159-210.
- Fontaine, M. & F. de Ly (2013). *La redacción de contratos internacionales. Análisis de cláusulas*. Madrid: Civitas.
- Fox, C.M. (2008). *Working with Contracts*. New York: Practising Law Institute.
- Friedman, T.L. (2005). *The World is Flat. A Brief History of the Twenty-first Century*. New York: Farrar, Straus y Giroux.
- Gagliuffi Piercechi, I.S. (2000). Reflexiones sobre el representante de los obligacionistas. *Thēmis. Revista de Derecho*, 40.
- García Long, S. (2016). *Un Big MAC, por favor: La cláusula MAC en fusiones y adquisiciones*. Lima: Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica de Perú.
- García Long, S. (2017a). Arbitraje en fusiones y adquisiciones de empresas. *Thēmis. Revista de Derecho*, 72.
- García Long, S. (2017b). La muerte de la buena fe: reflexiones en torno al rol de la buena fe en el derecho comparado. Parte I. *Actualidad Civil*, 37.
- García Long, S. (2018a). ¿Casados, comprometidos o solo amigos? Pactando acuerdos no vinculantes. En C. Soto (coord.). *Fusiones y Adquisiciones*. Lima: Instituto Pacífico.

- García Long, S. (2018b). El nacimiento y ascenso de los civil lawyers. *Thémis. Revista de Derecho*, 73.
- González de Audicana, J.J.M. (2017). Las cláusulas de vencimiento anticipado en el contrato de préstamo hipotecario. En L. Prats & G. Tomás (coords). *Culpa y responsabilidad*. Navarra: Aranzadi.
- Hart, O. (2001). Financial Contracting. *Journal of Economic Literature*, 39(4), 1079-1100.
- Heremans, D. (2000). Regulation of Banking and Financial Markets. En B. Bouckaert & G. De Geest (eds). *Encyclopedia of Law and Economics* (pp. 950-986). Cheltenham: Edward Elgar.
- Regulation of Banking and Financial Markets. En Boudewijn Bouckaert y Gerrit De Geest (eds). *Encyclopedia of Law and Economics* (pp. 950-986). Cheltenham: Edward Elgar.
- Hondius, E. & H.C. Grigoleit (2011). *Unexpected Circumstances in European Contract Law*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Jayakar, M. & A. Parolia (2014). Triangular Mergers, How to View Them? *Bocconi Legal Papers*, 3(1), 77-90.
- Jensen, M.C. y W.H. Meckling (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3.
- Kaplan, S.N. & P. Strömberg (2002). Leveraged Buyouts and Private Equity. *The Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 121-146.
- Klass, G. (2009). Intent to Contract. *Virginia Law Review*, 95, 1437-1503.
- Krallinger, J. (1999). *Fusiones y adquisiciones de empresas*. Mexico: McGraw-Hill.
- Kwan, S.H. & W.T. Carleton (2010). Financial Contracting and the Choice between Private Placement and Publicly Offered Bonds. *Journal of Money, Credit and Banking*, 42(5), 907-929.
- Lengua Peña, R. (2011). Algunas consideraciones introductorias sobre la emisión de bonos *high yield* en el mercado de capitales internacional. *Advocatus*, 25, 167-179.
- Lengua Peña, R. (2012). Introducción a los contratos de crédito sindicado en el mercado financiero internacional. *Advocatus*, 27, 131-147.
- Loan Market Association (2013). *Guide to Syndicated Loans & Leveraged Finance Transactions*. London.

- Manzanares Secades, A. (2016). *Una aproximación a la cláusula MAC (material adverse change) en los contratos de financiación sindicada a la luz de la jurisprudencia anglo-americana*. Navarra: Thomson Reuters Aranzandi.
- Metrick, A. & A. Yasuda (2010). The Economics of Private Equity Funds. *The Review of Financial Studies*, 23(6), 2303-2341.
- Metzger, M.B. & M.J. Phillips (1990). Promissory Estoppel and Reliance on Illusory Promises. *Southwestern Law Journal*, 44(2), 841-903.
- Miller, R.T. (2009). The Economics of Deal Risk: Allocating Risk Through MAC Clauses in Business Combination Agreements. *William and Mary Law Review*, 50(6).
- Molina Rey de Castro, F. (2013). Las cláusulas MAC en financiamientos y adquisiciones. En F. Escobar y C. O'Neill (eds.). *Ensayos de Derecho Contractual Financiero*. Lima: Universidad del Pacífico.
- Momberg Uribe, R. (2011). *The effect of circumstances on the binding force of contracts. Comparative perspectives*. Utrecht: Intersentia.
- Morales Hervias, R. (2014). El desequilibrio contractual sobreviniente y los remedios en la codificación y en los proyectos de armonización. En C. Soriano (coord.). *Pacta sunt servanda y rebus sic stantibus. Desarrollos actuales y perspectivas históricas*. México: Editorial Novum.
- Morley, J. (2014). The separation of funds and managers: A theory of investment funds structure and regulation. *Yale Law Journal*, 123(5), 1228-1287.
- Murphy, E.J.; Speidel, R.E. & I. Ayres (1997). *Studies in Contract Law*. New York: The Foundation Press.
- Noya de la Piedra, I. & J.C de los Heros Echecopar (2007). Para entender al *Project Finance*. *Thémis. Revista de Derecho*, 54.
- Olson, M. (2002) [1965]. *The logic of collective action. Public goods and the theory of groups*. Cambridge: Harvard University Press.
- Orbezo Grahammer, A. & J. Arana Baldeón (2018). Negociando con ángeles: términos, cláusulas y otras condiciones legales clave para la restructuración de un *term sheet* de levantamiento de capital semilla. *Forseti* (edición de aniversario), 57-83.
- Ostrom, E. (1990). *Governing the commons. The evolution of institutions for collective action*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Paglia, J.K. (2002). An Overview of Covenants in Large Bank Loans. *The RMA Journal*, 42-45.
- Paris, C.E.C. (2007). *Drafting for Corporate Finance*. New York: Practising Law Institute.

- Peel, E. (1992). «Locking out» and «Locking in»: The enforceability of Agreements to Negotiate. *The Cambridge Law Journal*, 51(2), 211-213.
- Peschiera Mifflin, D. (2007). Contrato de Sindicación de Crédito. *Thémis. Revista de Derecho*, 54, 61-72.
- Reggiardo, A. (2006). El *project finance* o financiación de proyectos desde la perspectiva de los financistas. *Ius et Veritas*, 32, 159-177.
- Renneboog, L. & T. Simons (2005). Public-to-Private Transactions: LBOs, MBOs, MBIs and IBOs. *Finance Working Paper*, 94, 1-49.
- Rizzi, J.V. (2002). A Framework to Mitigate the Risks of Bridge Lending. *Commercial Lending Review*, 17(2), 5-9.
- Ruppert, E. & L. Orrego (2018). El memorándum de entendimiento. En C. Soto (coord.). *Fusiones y adquisiciones* (pp. 371-383). Lima: Instituto Pacífico.
- Smith, C.W. & J.B. Warner (1979). On Financial Contracting. An Analysis of Bond Covenants. *Journal of Financial Economics*, 7, 117-161.
- Stutsman, C.A. (1972). Triangular Mergers. *Taxes. The Tax Magazine*, 50(12), 820-830.
- Thorndike Piedra, T. (2008). El Contrato de Underwriting: El aseguramiento de ofertas públicas de valores mobiliarios. En *Tratado de Derecho Mercantil. Tomo III. Contratos Mercantiles y Bancarios*. Lima: Gaceta Jurídica.
- Tobin, J. (1996). *Essays in Economics. National and International*. Cambridge: The MIT Press.
- Tong, J. (2007). *Finanzas empresariales: la decisión de inversión*. Lima: Universidad del Pacífico.
- Torres García, F. (2013). La regulación del representante de los obligacionistas en el ámbito del mercado de valores. *Derecho y Sociedad*, 41.
- Toub, S.L. (2003). «Buyer's Regret» No Longer: Drafting Effective MAC Clauses in a Post-IBP Environment. *Cardozo Law Review*, 24, 849-902.
- Varón Palomino, J.C. (2018). Cartas de intención, memorandos de entendimiento, acuerdos de confidencialidad y acuerdos de debida diligencia, como fuentes de obligaciones en Colombia: apuntes desde la teoría del acto o negocio jurídico y de la formación del contrato. *Anuario de Derecho Privado* (Universidad de los Andes), 153-183.
- Vidal Ramírez, F. (1988). *La Bolsa de Valores. Un Ensayo de Derecho Bursátil*. Lima: Cultural Cuzco.
- Zweigert, K. & H. Kötz (1992). *An Introduction to Comparative Law*. Second Edition. Oxford: Clarendon Press.

TAKING FINANCE SERIOUSLY: HOW DEBT FINANCING DISTORTS BIDDING OUTCOMES IN CORPORATE TAKEOVERS*

Robert P. Bartlett III**

1. INTRODUCTION

When the history of the most recent takeover boom is written, November 17, 2006, will no doubt occupy a central position. On that day, HCA, Inc., the country's largest hospital operator, closed its \$33 billion leveraged buyout (LBO). It was the first time an LBO exceeded \$30 billion, displacing the 1989 buyout of RJR Nabisco, Inc., as the largest LBO in history¹. Yet, to truly understand this remarkable transaction, it is necessary to look back six months to May 23, 2006. It was on that day that HCA's board of directors convened to discuss its strategic options with its investment bank, Merrill Lynch & Co., in light of the stagnant growth in HCA's core business².

* Artículo publicado originalmente en *Fordham Law Review*, 76(4), 2008, pp. 1975-2026. Su publicación en el presente libro se hace con la autorización expresa del autor y la revista. Las gestiones estuvieron a cargo de Sergio García Long.

** Helpful discussions, comments, and suggestions were provided by Royce Barondes, Dan Bodansky, Brian Broughman, Bill Carney, Deborah DeMott, Vic Fleischer, George Geis, Mike Guttentag, Paul Heald, Wally Hellerstein, Darian Ibrahim, Thorn Lambert, Jeff Netter, Chuck O'Kelley, Victoria Plaut, Annette Poulsen, Usha Rodrigues, Maggie Sachs, Jason Solomon, and Mike Wells. This Article also benefited from comments received from participants at the 2007 Law & Entrepreneurship Workshop at the University Of Wisconsin School Of Law and a faculty workshop at the University Of Missouri School Of Law. Lastly, special thanks go to Marc Auerbach of Standard & Poor's and Eric Tutterow of Fitch Ratings for providing helpful data and discussion

¹ See Joshua Hamerman, *Syndicated Loan Issuance for M&A Roars, Mergers & Acquisitions Report*, Jan. 15, 2007, at 1.

² See Merrill Lynch, *Presentation to the Board of Directors of HCA, Inc. (May 25, 2006)*, available at <[http://www.secinfo.com/\\$/SEC/Filing.asp?404;http://secinfo.com/dsVsfv7Fu.9.htm](http://www.secinfo.com/$/SEC/Filing.asp?404;http://secinfo.com/dsVsfv7Fu.9.htm)>.

Merrill's conclusions at that meeting were stark; only two practical options existed to increase shareholder value. First was a leveraged recapitalization in which the company would repurchase up to \$6 billion of its publicly traded stock. To fund the repurchase, the company would significantly increase its debt load up to three times the company's earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization (EBITDA)³. Because interest payments on debt are tax deductible, the new capital structure would permit HCA to save billions in tax payments, thus delivering shareholder value to its remaining public shareholders. The downside was that HCA would become highly leveraged, and, Merrill cautioned, «HCA's valuation/trading multiple would likely be pressured due to the public market's aversion to the increased operating risk inherent in a highly levered situation»⁴.

The alternative option was an LBO. In such a transaction, one or more private equity firms would acquire the company using a combination of equity contributions and debt financing. Even without identifying any particular bidder or change to HCA's operations, Merrill suggested the transaction could deliver shareholder value in the form of an acquisition premium, which would reflect the significant tax savings arising from the debt financing. Moreover, these tax savings would far exceed what the company could realize in a leveraged recapitalization. For in an LBO, Merrill reported-and this time without reservation-the company could «be leveraged up to 6.0 Debt to EBITDA»⁵. Faced with these choices, the board opted to pursue an LBO.

The Merrill report, buried in HCA's Securities and Exchange Commission (SEC) filings, thus suggests a key justification for why so many public companies elected to «go private» rather than remain public during the buyout wave of 2004 to 2007: HCA could take on more debt as a private company than as a public company and, consequently, deliver greater shareholder value by taking larger interest deductions. But why would a prominent investment bank draw this conclusion about HCA's maximum debt capacity? Was the bank simply trying to steer the board towards going private? Or worse, was it justifying a transaction that had previously been decided upon by its client? Could there be any merit to the notion that,

³ See *id.* at 23.

⁴ *Id.*

⁵ *Id.* at 35.

in the competition for the future of HCA, «public HCA» was somehow at a competitive disadvantage to «private HCA» in terms of how much debt financing it could use and therefore how much shareholder value it could offer?

The primary argument presented in this Article is that corporate scholarship has all too often ignored a basic insight of corporate finance: that the relative use of debt financing among bidders plays a central—often the central—role in determining the outcome of takeover contests. In a world with corporate taxes, the decision to finance an acquisition with debt creates a de facto government subsidy for a bidder owing to the deductibility of interest payments on debt. At the same time, however, a large body of literature in finance has demonstrated that not every bidder is willing and able to utilize debt financing to the same extent. Indeed, as HCA demonstrated, even where the «rival bidder» was simply the privately held version of a publicly traded company, private HCA somehow had more flexibility in using debt financing than public HCA.

By accounting for the uneven use of debt financing in the takeover market, this Article reveals how a substantial amount of takeover scholarship has incorrectly analyzed the operation of real world takeovers. The source of the misapprehension arises from the normative paradigm used by most takeover scholars. Motivated by a desire to ensure that resources are allocated to their highest valued use, countless scholars have examined takeovers with the aim of enhancing allocational efficiency, ranging from analysis of the desirability of hostile takeovers⁶,

⁶ See, e.g., Coffee, J.C. Jr. (1984). Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance, 84 *Colum. L. Rev.*, 5, 1145-1148: «Most of those who have participated in the debate over the desirability of encouraging competing bids have shared the view that takeovers promote efficiency [...]»; Cox, P.N. (1988) The Constitutional «Dynamics» of the Internal Affairs Rule—A Comment on CTS Corporation, *J. Corp. L.*, 13, 317-321: «[T]he tender offer is favored on the ground that it facilitates the movement of assets to their highest uses, thereby ensuring efficient allocation of resources»; Easterbrook, F.H. & Daniel R. Fischel (1981). The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer, *Harv. L. Rev.*, 94, 1161-1182: «Our argument relies on the premise that [hostile] tender offers increase social welfare by moving productive assets to higher valued uses and to the hands of better managers»; Eisenberg, M.A. The Structure of Corporation Law. *Colum. L. Rev.*, 89, 1461-1497: «[A]t least some completed takeovers undoubtedly result in a substitution of more efficient managers for less efficient managers, or of more efficient allocations of resources for less efficient allocations»; Gilson, R.J. (1982). Seeking Competitive Bids Versus Pure Passivity in Tender Offer Defense, *Stan. L. Rev.* 35, 51-62: «There is agreement that tender offers serve an allocational role, and that competitive pricing generally facilitates the shifting of assets to their

the legality of takeover defenses⁷, the wisdom of allowing boards to facilitate competing takeover offers⁸, and the appropriateness of «deal protection» devices⁹. Yet lacking an objective means to measure the social welfare effects of a proposed acquisition, those writing within the allocational efficiency normative paradigm have had to assume that the bidder willing to pay the most for a target firm is the bidder best able to utilize the target's assets¹⁰.

most productive users»); see also *Edgar v. MITE Corp.*, (1982), 457 U.S. 624-643: «The effects of allowing the Illinois Secretary of State to block a nationwide tender offer are substantial [...]. The reallocation of economic resources to their highest valued use, a process which can improve efficiency and competition, is hindered».

⁷ See, e.g., Easterbrook & Fischel, *supra* note 6, at 1175: arguing against all defensive tactics on the ground that they impede hostile takeovers, thereby depriving shareholders of an acquisition premium that «reflects a [...] social gain from the superior employment of the firm's assets»; Fraidin, S. & Hanson, J.D. (1994). *Toward Unlocking Lockups*, *Yale L.J.*, 103, 1739-1743: «According to [a] widely held view, target managements will, if permitted, use [...] defensive tactics to protect their jobs [in the face of a hostile takeover], and thus will obstruct the transfer of corporate assets to their highest valued use (that is, obstruct the goal of allocative efficiency). Consistent with that viewpoint, most corporate law scholars call for the abolition of virtually all takeover defenses [...]»; Gilson, R.J. (1982). *The Case Against Shark Repellent Amendments: Structural Limitations on the Enabling Concept*, *Stan. L. Rev.*, 34(65), 775-792 (1982): «[T]he increase in managerial discretion [due to the use of defensive tactics] [...] represents a threat to societal interests in the efficient allocation of resources» (citations omitted); Griffith, S.J. (2004). *The Costs and Benefits of Precommitment: An Appraisal of Omnicare v. NCS Healthcare*. *J. Corp. L.*, 29, 569-582: «[A] decision motivated by entrenchment to block a takeover [...] harms shareholders by impeding the efficient allocation of resources and muting the disciplinary effects of the market for corporate control».

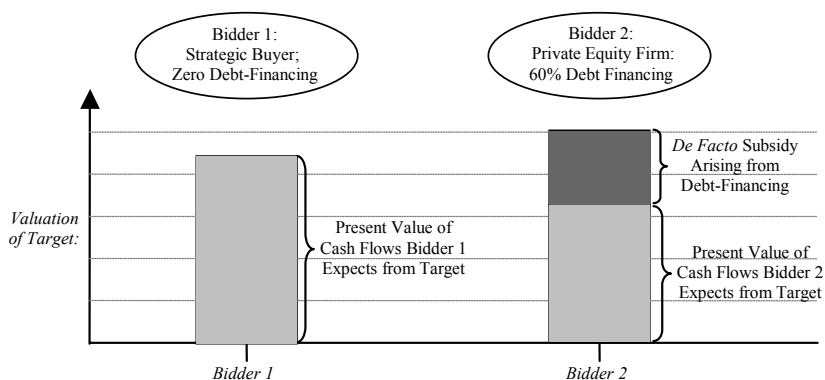
⁸ See, e.g., Easterbrook & Fischel, *supra* note 6, at 1174-82: «arguing against facilitating competing takeover bids because it needlessly reduces the efficacy of the tender offer process in moving productive assets to higher valued uses and to the hands of better managers»; Gilson, R.J. (1981). *A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers*. *Stan. L. Rev.*, 33, 819-872: «[E]ven if competitive bidding reduces the overall number of offerors, the increase in efficiency from allocating target assets to their most efficient user must be balanced against the reduction in efficiency from fewer offers»; Bebchuk, L.A. (1982). *Comment, The Case for Facilitating Competing Tender Offers*, *Harv. L. Rev.*, 95, 1028-1030: arguing that facilitating competing tender offers «has several socially beneficial effects, such as the allocation of targets' assets to their most valuable use».

⁹ See, e.g., Fraidin & Hanson, *supra* note 7, at 1743: «It seems fair to say., that most corporate law scholars and courts agree that some lockups should be invalidated as contrary to the interests of target shareholders and/or the goal of allocational efficiency».

¹⁰ See, e.g., Easterbrook & Fischel, *supra* note 6, at 1176 n.40: «Bidding usually serves the function of allocating goods to their highest valued uses; the best indication of the ability to put something to a valuable use is the willingness to pay for it»; Gilson, *supra* note 8, at 872: «As a general principle, allocating resources among competing claimants by price is desirable because it places resources with the most efficient users»; Rock, E.B. (1989). *Antitrust and the Market for Corporate Control*, *Cal. L. Rev.*, 77, 1367-1376: assuming that «on the whole, allocational efficiency is increased if a target is acquired by the bidder willing to pay the most for it».

As this Article demonstrates, recognizing the power of debt financing to affect bidder valuations forces us to grapple with an uncomfortable feature of the allocational efficiency normative paradigm that is all too often ignored: offer price alone is not necessarily a reliable proxy for identifying the socially optimal bidder. The fact that a particular bidder is willing to pay the most for a target could reflect the bidder’s anticipated operating efficiencies with the target, but it could also reflect a simple willingness to use a greater degree of debt financing in structuring its bid. In this latter situation, a government subsidy—not a bidder’s superior ability to utilize target’s assets—would account for the highest bid. The long tradition of takeover scholarship advocating legal rules that ensure a target is acquired by the highest valuing bidder might therefore promote inefficient takeovers in certain contexts. Figure 1 illustrates this insight:

Figure 1
Effect of Debt-Financing on Bidder Valuations of a Target



Nor is the risk of inefficient takeovers of simply academic significance. As a matter of Delaware law, boards of directors are charged in change-in-control takeovers with the very objective desired by adherents of the allocational efficiency normative paradigm: «to secure the transaction offering the best value reasonably available for [target’s] stockholders»¹¹. Assuming boards follow this mandate, directors may periodically favor suboptimal bidders in light of bidders’ divergent financing decisions. This seems particularly true when robust credit markets permit bidders to use aggressive amounts of debt

¹¹ *Paramount Commc’ns, Inc. v. QVC Network, Inc.*, 637 A.2d 34, 44 (Del. 1994).

financing as occurred during the 2004 to 2007 buyout boom. By the end of 2006, private equity firms were routinely outbidding strategic bidders, with LBOs representing over twenty-five percent of all acquisitions for the year¹². To the extent private equity firms' more aggressive use of debt accounted for their competitive advantage, debt financing may have impeded allocational efficiency in the recent takeover wave.

To be sure, any such conclusion must necessarily be a qualified one. As shown below, private equity firms generally form their valuations of targets based on both the benefits of significant debt financing as well as the operating efficiencies they expect to realize from a takeover. But unless we take financing seriously, takeover scholarship will continue to conclude wrongly that the highest priced offer is necessarily the optimal offer.

This Article proceeds as follows. Part I sets forth the basic principles of corporate finance that motivate this Article—namely, the power of debt financing to increase the value of a firm and the reasons why firms differ in their willingness to use it. Part II then examines the implications of these two principles of finance on takeover analysis. Using standard valuation modeling, Part II first illustrates how debt financing affects how a bidder values a target and how the relative use of debt financing among bidders can affect bidding outcomes. Turning from valuation theory to takeover practice, Part II then argues that the recent success of private equity firms in outbidding traditional strategic bidders may very well have arisen from their greater willingness to use debt financing, especially when combined with a more entrepreneurial approach to LBOs that emerged in the late 1990s and the remarkably liquid credit markets that characterized 2004 to 2007.

2. THE RELATIONSHIP BETWEEN DEBT FINANCING AND FIRM VALUE

Consider for a moment a basic question confronting the managers of every firm: what is the best way to finance the firm's operations? After all, employees must be paid, equipment must be purchased and repaired, and projects must be financed. If a firm is profitable, the decision might seem easy: simply use any profits that the firm has accumulated over time. On the other hand, perhaps the firm lacks sufficient profits, or its investors demand

¹² Kenneth K. (2007) Finding the Mark, Deal, Jan. 19. <<http://www.thedeal.com>> (paid subscription required).

these accumulated profits be distributed to them as dividends. Consequently, a manager may frequently have to consider external sources of financing such as taking out a bank loan or selling the firm's securities. Among these options, which is the optimal decision?

2.1. The (Un)Importance of Capital Structure in Perfect Markets: The Modigliani and Miller Irrelevance Theorem

For much of the twentieth century, conventional finance theory suggested that managers would be well advised to use some degree of debt financing. The reason stemmed from the fact that debt represents a contractual, fixed claim on a firm's cash flows, allowing money to be borrowed at lower rates than if a firm has to raise funds from equity investors such as stockholders. In contrast to a lender, an equity investor has no fixed claim on a company's cash flows and will therefore demand a higher rate of return for any investment. Of course, large amounts of debt financing might create an enhanced risk of financial distress for the firm if it were unable to meet its payment obligations. Nonetheless, the conventional wisdom held that «debt-financing should be “cheaper” than equity-financing if not carried too far»¹³.

In 1958, Franco Modigliani and Merton Miller challenged this conventional wisdom by postulating that a firm's value and its cost of capital are independent of its capital structure, in particular its ratio of debt to equity financing¹⁴. This theory, often referred to as the Modigliani-Miller irrelevance theorem (or MM), is one of the most widely known theories of corporate finance, for which both scholars would later be awarded the Nobel Prize in economics¹⁵. Together with the capital asset pricing model and the efficient market hypothesis, it represents a cornerstone in the development of modern finance¹⁶.

¹³ Modigliani F. & M.H. Miller (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, *Am. Econ. Rev.*, 48, 261-277.

¹⁴ See generally id.

¹⁵ Merton H. Miller shared the prize in 1990 with Harry Markowitz (generally considered the pioneer of modern portfolio theory) and William F. Sharpe (creator of the capital asset pricing model). Franco Modigliani had previously been awarded a Nobel Prize in 1985 for his analyses of saving and of financial markets.

¹⁶ See Gilson, R.J. & Renier Kraakman (2003). The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias, *J. Corp. L.*, 28, 715,717-719.

At first blush, the theorem makes considerable intuitive sense. Why should a firm be able to increase its value by simply changing the way it divvies up the various claims on its cash flows? As an illustration, consider the effect of a proposed debt restructuring on BigCo, a hypothetical publicly traded company¹⁷. For simplicity, assume BigCo pays no corporate income taxes and that it has the following attributes. First, it has outstanding 100,000 shares of common stock and no debt. Second, under normal economic conditions, BigCo generates \$125,000 in annual operating income, all of which is paid out to its shareholders via dividends of \$1.25 per share¹⁸. In an economic boom, however, it expects that annual operating income would increase to \$175,000 (resulting in dividends of \$1.75 per share), and in an economic slump, annual operating income would decrease to \$75,000 (dividends of \$0.75 per share). Lastly, BigCo's shares trade at \$10 prior to the restructuring, which means BigCo has a market valuation of \$1,000,000 ($\$10 \times 100,000$ shares). If the market assumes that BigCo will continue to operate under normal economic conditions, this share price also indicates that investors are demanding a return of 12.5% for their equity investment¹⁹.

Now assume that BigCo decides to alter its debt-to-equity ratio by taking out a loan for \$500,000 and using the proceeds to repurchase 50,000 shares. Would this restructuring increase the market value of the firm? That is, would the market value of the total claims on BigCo's assets—its outstanding debt with a face value of \$500,000 and its outstanding 50,000 shares—now exceed \$1,000,000? MM's «Proposition I» provided a mathematical explanation of why it could not. Indeed, the conclusion might seem obvious: the restructuring did nothing to change BigCo's underlying income stream. It

¹⁷ The example that follows is based on a similar example found in Richard A. Brealey, Stewart C. Myers & Alan J. Marcus, *Fundamentals of Corporate Finance* 396-400 (4th ed. 2004).

¹⁸ Because we are assuming BigCo pays no corporate level income tax, BigCo can pay out all of its operating income as dividends. This assumption is relaxed below.

¹⁹ With no growth and perpetual dividends expected, stockholders' expected return on investment can be calculated using a simple dividend-discount valuation model. In general terms, this valuation model is a form of discounted cash flow (DCF) analysis, which is widely used to value financial assets and firms. See Aswath Damodaran, *Corporate Finance: Theory and Practice* 750 (2001). All DCF methodologies involve forecasting future cash flows and then discounting them to present value at a discount rate that reflects their riskiness. See id. Under the dividend-discount model, the price of a single share should reflect expected dividends per year (DIV) divided by the firm's cost of equity capital (r): $\text{Price Per Share} = \text{DIV}/r$. Given a \$10 price per share and expected dividends of \$1.25 in perpetuity, we can solve for r by simply rearranging terms: $r = \$1.25/\1 .

should still expect to earn \$125,000 in operating income in normal economic conditions; \$175,000 in good economic conditions; and \$75,000 in poor economic conditions. The only change was the financing mix. How could the firm's value possibly have increased?

Yet on closer inspection, Proposition I was not necessarily an obvious conclusion, and it was met with considerable skepticism when it was first published.²⁰ While the restructuring would not change BigCo's revenue stream, it would result in two changes to BigCo that might appear to enhance its value. First, it replaced expensive equity with cheaper debt in its capital structure. Because debt has a senior claim on BigCo's assets in bankruptcy, it represents a less risky investment, so BigCo should be able to obtain an interest rate less than the 12.5% rate of return demanded by its equity investors. If BigCo could obtain a rate of 10%, for example, it should have an overall lower cost of capital, thus lowering the financing costs of future projects and investments. Second, as shown in Figure 2, the additional borrowing would increase BigCo's expected earnings per share from \$1.25 to \$1.50 in normal economic conditions.

Figure 2
Effect of BigCo Debt Restructuring

	Prior to Debt Restructuring			After Debt Restructuring		
	<i>Slump</i>	<i>Normal</i>	<i>Boom</i>	<i>Slump</i>	<i>Normal</i>	<i>Boom</i>
<i>State of the Economy:</i>						
Operating Income:	\$75,000	\$125,000	\$175,000	\$75,000	\$125,000	\$175,000
Interest Payments on Debt:	\$0	\$0	\$0	(\$50,000)	(\$50,000)	(\$50,000)
Equity Earnings:	\$75,000	\$125,000	\$175,000	\$25,000	\$75,000	\$125,000
Outstanding Shares:	100,000	100,000	100,000	50,000	50,000	50,000
Earnings Per Share:	\$0.75	\$1.25	\$1.75	\$0.50	\$1.50	\$2.50

Modigliani and Miller demonstrated the economic irrelevance of each of these changes. First, with regard to the increase in earnings per share, the increase comes at a price: greater earnings volatility. Whereas prior to the

²⁰ See Miller, M.H. (1988). The Modigliani-Miller Propositions After Thirty Years, *J. Econ. Persp.*, 2, 99-100: discussing the significant «[s]kepticism about the practical force of our invariance proposition» at the time it was published in 1958).

debt restructuring each share would receive \$0.75 in a slump and \$1.75 in a boom, after the restructuring each would receive \$0.50 and \$2.50, respectively. In other words, the effect of the leveraged restructuring would be to double the magnitude of the upside and downside return on BigCo's shares. It turns out that if shareholders of the all-equity BigCo wanted this type of income volatility, they could easily have obtained it through borrowing on their own and reinvesting the proceeds in BigCo's stock²¹. Consequently, if BigCo effects the restructuring, it is not achieving anything for investors that they could not do already, underscoring why the restructuring alone cannot increase BigCo's value²².

For similar reasons, the restructuring will not result in an overall lower cost of capital for BigCo. If the restructuring doubles the volatility of BigCo's earnings per share, rational equity investors will demand a higher rate of return to compensate for this increased risk. Recall that investors previously demanded a return on investment of 12.5%, which represented a premium of 2.5% above the market interest rate. If BigCo doubles the volatility of its earnings per share, rational equity investors will require double this premium, resulting in a required rate of return of 15% ($10\% + 2.5\% \times 2$). The result is entirely consistent with Proposition I: if dividends are expected to be \$1.50 per year after the restructuring, a required rate of return of 15% would result in a price per share of \$10.23²³. The total market value of BigCo's debt and equity securities therefore remains at \$1,000,000 (\$500,000 debt + \$500,000 equity securities), as postulated by Proposition I. Moreover, while \$500,000 of BigCo's capital structure would consist of debt bearing interest at 10%, the other half-50,000 shares trading at \$10 per share-would consist of equity for

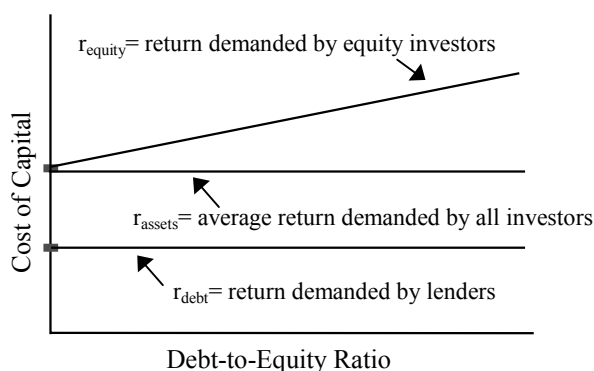
²¹ For example, under the assumptions utilized in the Modigliani-Miller irrelevance theorem, an investor with \$10 to invest could go to a bank, borrow \$10 at 10% interest and then invest \$20 in two shares of the all-equity BigCo. Holding these two shares the investor would expect annual dividends of \$1.50 in an economic slump ($\$0.75 \times 2$), \$2.50 in regular economic conditions ($\$1.25 \times 2$) and \$3.50 in an economic boom ($\$1.75 \times 2$). After paying \$1 in interest each year, the investor's net returns would then be identical to the returns of investors in the recapitalized BigCo-that is \$0.50 in an economic slump, \$1.50 in normal economic conditions, and \$2.50 in an economic boom. This opportunity for «homemade» leverage was a critical insight of Modigliani and Miller's paper.

²² See Modigliani & Miller, *supra* note 13, at 270: «We conclude therefore that levered companies cannot command a premium over unlevered companies because investors have the opportunity of putting the equivalent leverage into their portfolio directly by borrowing on personal account».

²³ Again, this price was obtained using the dividend-discount model: $\text{Price} = \$1.50 / .15 = \10 .

which investors now demand a 15% rate of return. As a result, the weighted average cost of capital for BigCo would be 12.5%, the same as prior to the restructuring²⁴. This second conclusion —that a firm's average cost of capital will remain the same regardless of its capital structure— constituted MM's «Proposition II»²⁵. Figure 3 provides an illustration.

Figure 3
MM Proposition II



2.2. Capital Structure and Firm Value in the Real World

The two MM propositions hold true, however, only if several simplifying assumptions are made. These include the existence of perfectly efficient capital markets as well as the absence of both taxes and bankruptcy costs²⁶. Relaxing any of these assumptions dramatically changes the results of the propositions. Perhaps most importantly, in a world with corporate taxes, debt financing can increase the value of a firm to its shareholders because the interest that a company pays on debt is tax deductible²⁷.

²⁴ The weighted average cost of capital reflects the average cost of capital for a firm in light of its capital structure. Stated differently, it represents the average return on investment that a firm must generate in its operations in order to keep all of its investors satisfied. See Brealey, Myers & Marcus, *supra* note 17, at 322.

²⁵ In the words of Modigliani and Miller, «[T]he average cost of capital to any firm is completely independent of its capital structure and is equal to the capitalization rate of a pure equity stream of its class». Modigliani & Miller, *supra* note 13, at 268-69 (emphasis omitted).

²⁶ See *id.* at 267-268.

²⁷ See I.R.C. § 163(a) (2000): «There shall be allowed as a deduction all interest paid or accrued within the taxable year on indebtedness». For a general discussion of the deductibility of corporate interest payments, see I Boris I. Bittker & James S. Eustice, *Federal Income Taxation of Corporations and Shareholders* § 5.03 (2007).

Consider again BigCo's proposed restructuring, but now assume that BigCo's profits were taxed at a marginal rate of 35%. Prior to the restructuring, BigCo's annual operating income of \$125,000 would be reduced by 35% (\$43,750), resulting in after-tax income of \$81,250. If equity investors continue to demand a 12.5% rate of return, the company would then be valued at $\$81,250 / .125$, or \$650,000²⁸. After the debt restructuring, BigCo would have to use \$50,000 of its annual operating income to make interest payments on debt, but this \$50,000 would reduce BigCo's taxable income from \$125,000 to \$75,000. As a result, BigCo would pay only \$26,250 in corporate taxes ($\$75,000 \times 35\%$), leaving \$48,750 for its equity investors. Assuming equity investors would now require a 15% rate of return as discussed previously, the company's equity would be valued at $\$48,750 / 0.15$, or \$325,000. Given BigCo's outstanding debt with a face value of \$500,000, BigCo's overall valuation would therefore total \$825,000 ($\$500,000 + \$325,000$)-an increase of \$175,000 in firm value achieved simply by replacing equity with debt. At base, the new debt would have created a wealth transfer from the U.S. Treasury to BigCo, thereby increasing the value of the company²⁹.

Thus, the interest «tax shield» provided by debt can constitute a potentially valuable asset that increases the more a company uses debt to finance its operations. In modeling the effect of corporate taxes on their irrelevance theorem, Modigliani and Miller therefore significantly modified their original propositions in 1963³⁰. As Miller would later summarize:

This time [...] the value of the firm (in the sense of the sum of the values of the private, nongovernmental claims) is not independent of the debt/equity division in the capital structure. In general, thanks to the deductibility of interest, the purely private claims will increase in value as the debt ratio increases. In fact, under conditions which can by no means be dismissed out of hand as implausible, we showed that the value

²⁸ Because BigCo's income is assumed to continue in perpetuity, the dividend discount valuation model can be utilized to value the entire firm. See supra note 19.

²⁹ The new debt would also result in an overall lower cost of capital for BigCo. Because interest is tax deductible, the government effectively pays 35% of BigCo's interest cost meaning that BigCo only needs to earn the after-tax rate of interest on its debt to keep its debt investors satisfied. In other words, BigCo's effective cost of debt decreases from 10% in a world without taxes to 6.5% (i.e., $10\% \times (1-35\%)$) in a world with taxes. See generally Brealey, Myers & Marcus, supra note 17, at 405-406.

³⁰ See generally Modigliani, F. & Miller, M.H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction, *Am. Econ. Rev.*, 53, 433 (1963).

of the private claims might well have no well-defined interior maximum.
The optimal capital structure might be all debt³¹!

In the real world then, the question is not whether firms can increase value by replacing equity with debt—it is why firms do not have an all— debt capital structure in the first place.

2.3. Explaining Firms' Divergent Financing Decisions

From this basic question, four decades of finance research has emerged examining why firms have such radically different capital structures³². Today, financial economists remain thoroughly divided on this «capital structure puzzle»³³, with some believing that a single explanatory theory may never emerge. As one prominent economist has noted, «There is no universal theory of the debt-equity choice, and no reason to expect one»³⁴.

While a full review of these competing theories is beyond the scope of this Article, it is important to recognize a common theme underlying virtually all of them: firms are predicted to differ in their financing decisions for reasons that are entirely rational. This conclusion emerges from even a cursory review of the three primary theories used to explain firms' capital structure decisions: the agency cost theory, the pecking order theory, and the trade-off theory.

2.3.1. *The Agency Cost Theory*

From the moment Modigliani and Miller published their tax-adjusted Proposition I, its unpleasant implications for corporate managers were clear. According to Miller:

³¹ See Miller, *supra* note 20, at 112.

³² See Ryen, G.T.; Vasconcellos, G.M. & Richard J. Kish (1997). Capital Structure Decisions: What Have We Learned? *Bus. Horizons*, 40, 41: «The determination of an optimal capital structure has been one of the most contentious topics in the finance literature since Modigliani and Miller (MM) introduced their capital structure irrelevancy propositions in the American Economic Review in 1958».

³³ See Barclay, M.J. & Smith, C. (2005). The Capital Structure Puzzle: The Evidence Revisited. *J. Applied Corp. Fin.*, 17, 8: describing the theoretical debate and noting that «[w]hat makes the capital structure debate especially intriguing is that the theories lead to such different, and in some ways diametrically opposed, decisions and outcomes».

³⁴ Myers, S. (2001). Capital Structure, *J. Econ. Persp.*, 15, 81.

It suggested that the high bond ratings of [lightly leveraged] companies, in which the management took so much pride, may actually have been a sign of their incompetence; that the managers were leaving too much of their stockholders' money on the table in the form of unnecessary corporate income tax payments³⁵.

That low debt levels might reflect mismanagement was later formalized by Michael Jensen with even more ominous overtones³⁶. Given the agency costs associated with the management of publicly traded corporations, shareholders should expect corporate managers to engage in self-serving behavior such as using cash flows to secure higher salaries, perquisites, or job security. Moreover, contracts were an inadequate corrective, particularly where managers used company cash flows to pursue seemingly productive—albeit inefficient—investments.

For Jensen, a low debt level at a public company—or the retention of «financial slack»—was thus intimately related to the agency costs of public corporations. It allowed managers to pursue negative net present value investments, to expand perquisites, and to make ill advised acquisitions. «The problem» according to Jensen, «is how to motivate managers to disgorge the cash rather than investing it at below the cost of capital or wasting it on organization inefficiencies»³⁷. If the absence of debt contributed to this problem, Jensen hypothesized, one solution would be to radically increase a firm's leverage. Under an increased debt burden, managers would have significant incentives to generate cash flows and would be forced to scale back all but the most promising investments. In short, by obligating a company to make interest payments, debt could help alleviate the agency costs of public ownership³⁸. Indeed, Jensen's theory helped explain the initial wave of LBOs during the 1980s, which were largely considered «shock therapy designed to cut back wasteful investment, force sale of underutilized assets, and generally to strengthen management's incentives to maximize value to investors»³⁹. Under this agency cost paradigm then, a firm's financing decision should

³⁵ Miller, *supra* note 20, at 112.

³⁶ See generally Jensen, M.C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *Am. Econ. Rev.*, 76, 323.

³⁷ *Id.* at 323.

³⁸ See *id.* at 324.

³⁹ Myers, *supra* note 34, at 98.

reflect the extent to which it suffers from the agency costs associated with the separation of ownership and control.

2.3.2. The Pecking Order Theory

Not all theories of capital structure proceed on the assumption that firms' divergent financing decisions arise from agency costs. On the contrary, most of the academic debate has centered on theories that assume loyal managers who adopt capital structures aimed to maximize shareholder welfare. Under the «pecking order» theory, for instance, firm managers are assumed to act in the best interests of its current shareholders and seek to minimize the negative wealth effects to a firm associated with raising external capital⁴⁰. These negative wealth effects arise from the fact that an information asymmetry exists between a firm's managers and its prospective investors regarding a firm's prospects, which creates a severe adverse selection problem for prospective investors, particularly for equity investors. Equity investors will recognize that even well-meaning managers have an incentive to sell equity securities to the public when managers believe the market overvalues their firm. Consequently, outside investors will interpret a new equity issuance as a signal that management believes its shares are overvalued, and investors will therefore discount the market prices of firms that issue equity securities—a prediction that has been confirmed in numerous studies⁴¹.

In general, because debt investors can minimize this adverse selection problem through debt contracts, these negative wealth effects should be greater for equity issuances than for debt issuances and can be avoided entirely if a company can use internal funds to finance its new investments. Accordingly, the theory suggests that loyal managers will first look to internal funds before turning to external financing, and to the extent external financing is needed, managers will issue debt rather than equity⁴². This «pecking

⁴⁰ The pecking order theory was originally articulated by Stewart Myers and Nicholas Majluf. See Myers, S.C. & Majluf, N.S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have, *J. Fin. Econ.*, 13, 187.

⁴¹ See, e.g., Asquith, P. & Mullins, D.W. (1986). Equity Issues and Offering Dilution. *J. Fin. Econ.*, 15, 61, 70-74: Finding an average fall in price of about 3% of the preissue market capitalization of firms issuing equity securities; Dierkens, N. (1991). Information Asymmetry and Equity Issues. *J. Fin. Quantitative Analysis*, 26, 181-188: Finding a price drop at the announcement of equity issuance to be greater among firms that have large measures of information asymmetry.

⁴² See Myers & Majluf, supra note 40, at 189.

order» is consistent with the general pattern in which U.S. corporations have historically chosen to finance their operations. Specifically, most of the aggregate gross investment by U.S. corporations has been financed from internal cash flows, with external financing accounting for less than twenty percent of corporate financing needs, the vast majority of which has consisted of debt⁴³. Like the agency cost paradigm, it also suggests firms will differ significantly in their financing decisions. For instance, it predicts profitable firms will often borrow less than nonprofitable firms, notwithstanding the fact that profitable firms have the most to gain from the tax shield of debt⁴⁴.

2.3.3. *The Trade-Off Theory*

Likewise, the trade-off theory also assumes that managers use capital structure to maximize shareholder welfare and predicts firms will vary widely in their financing decisions⁴⁵. In general, the theory models a firm's optimal capital structure as one that maximizes the benefits of debt against its costs. While debt might provide a valuable tax shield and might reduce agency problems, the issuance of debt-particularly large amounts of debt-comes with both direct and indirect costs. For instance, a highly leveraged firm will have a higher likelihood of financial distress given that a setback in anticipated earnings may result in an inability to make interest payments. A highly leveraged firm might even have to seek bankruptcy protection or a protracted renegotiation of its debt. Either scenario would entail considerable direct costs that must be paid from the firm's assets, causing investors to discount the value of the firm by the present value of these anticipated costs⁴⁶.

Moreover, even if a highly leveraged firm can avoid these scenarios, there are indirect costs of debt that may adversely affect firm value. For example, suppliers may worry that they will not be paid, customers may fear the firm will not honor its contractual commitments, and key employees may have concerns about layoffs and begin to look for alternative employment.

⁴³ See Myers, *supra* note 34, at 82.

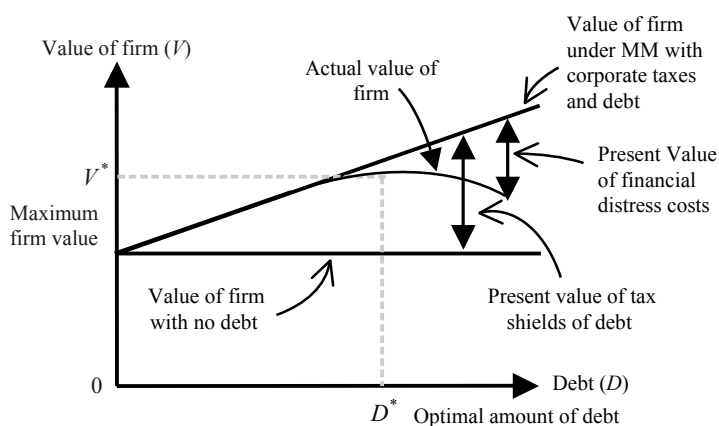
⁴⁴ See *id.* at 93.

⁴⁵ See *id.* at 94.

⁴⁶ See *id.* at 88-89. One study of troubled, highly leveraged firms found that the direct and indirect costs of financial distress amounted to 10% to 20% of a firm's predistress market value. Andrade, G. & Kaplan, S.N. (1998). How Costly Is Financial (Not Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions That Became Distressed. *J. Fin.*, 53, 1443.

This is to say nothing about the well-known conflict of interest between equity investors and debt investors within a leveraged firm⁴⁷. As a result of this conflict, when a firm increases its leverage, debt investors will demand increasingly onerous protective covenants as well as higher interest rates, which may adversely affect a firm's freedom to pursue promising investment opportunities. For all of these reasons, loyal managers will seek a target debt level that balances the benefits of debt against its costs as illustrated in Figure 4.

Figure 4
The Trade-Off Theory of Capital Structure



The task of finding this «target» debt ratio is made all the more difficult by the fact that the costs and benefits of debt will affect firms in different ways. For instance, firms operating in volatile industries will experience significant variations in their cash flows, thus increasing the possibility of missing a

⁴⁷ When a leveraged firm nears financial distress, there may be instances when stockholders can benefit at the expense of debt holders. For instance, stockholders may have an incentive to use a firm's remaining assets to pursue negative net present value projects that promise significant returns, albeit at extraordinary risk. The reason stems from the fact that if the gamble turns out to be a success, the stockholders will share in all of the upside after satisfying the firm's debt claims. If the gamble turns out to be a failure, however, they have lost nothing given that the creditors of the firm would have received all of the firm's assets in a liquidation. In effect, stockholders have an incentive to gamble with the debt holders' money. For a summary of the types of conflicts that can arise among debt holders and stockholders, see Myers, *supra* note 34, at 96-98.

mandatory interest payment and triggering a loan default⁴⁸. For other firms, the quality of its assets may be the primary determinant of where to set the target debt level. For instance, public utility companies with large holdings of tangible property and real estate generally borrow considerably more than software companies whose primary assets consist of intellectual property and goodwill⁴⁹. The reason undoubtedly relates to the fact that tangible, real property can more easily be liquidated in the event of a bankruptcy than the intangible property of a technology growth company. Not surprisingly, firms within particular industries tend to cluster around particular debt-to-equity ratios⁵⁰.

Even within a particular industry, unique, firm-specific characteristics may significantly influence the cost-benefit analysis of debt financing⁵¹. Most notably, a firm's profitability directly affects its tax burden and, consequently, the size of the potential tax shields available from taking on more debt⁵². Similarly, a firm's particular business strategy might lessen the financial distress costs otherwise associated with a particular leverage ratio. For example, Srinivasan Balakrishnan and Isaac Fox found that even a firm's decision to invest in a strong advertising campaign might affect its financial distress costs⁵³. By demonstrating a firm's commitment to maintain a positive brand image, Balakrishnan and Fox hypothesized, these investments should

⁴⁸ See, e.g., Bradley, M. et al. (1984). On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence. *J. Fin.* 857, 39, 869-876: finding that the volatility of a firm's earnings is inversely related to its level of debt financing.

⁴⁹ See Brealey, M. & Marcus, supra note 17, at 394: noting the average debt-to-firm value ratio of 7% for software companies compared with 65% for utility companies.

⁵⁰ See, e.g., Harris, M. & Raviv, A. (1991). The Theory of Capital Structure, *J. Fin.*, 46, 297: summarizing the findings of four studies that concluded that specific industries have a common leverage ratio, which over time is relatively stable; see also Hatfield, G.B. et al. (1994). The Determination of Optimal Capital Structure: The Effect of Firm and Industry Debt Ratios on Market Value. *J. Fin. & Strategic Decisions*, 7, 1: summarizing literature examining the relationship between industry and debt-to-equity ratios.

⁵¹ See, e.g., Balakrishnan, S. & I. Fox (1993). Asset Specificity, Firm Heterogeneity and Capital Structure. *Strategic Mgmt. J.*, 14, 3-11: finding that firm specific characteristics account for approximately 50% of the variance in leverage ratios while industry characteristics account for only 5% to 10%.

⁵² See Titman, S. & R. Wessels (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *J. Fin.*, 43, 1: finding a significant negative relationship between firm profitability and leverage ratios); Wald, J.K. (1999). How Firm Characteristics Affect Capital Structure: An International Comparison. *J. Fin. Res.*, 22, 161 (same).

⁵³ See Balakrishnan & Fox, supra note 51, at 11-14.

signal a firm's commitment to honor its debt obligations, given that a firm's reputation can be seriously damaged if it defaults on a loan. Firms that invest in this type of intangible asset should therefore have a lower risk of default-and consequently lower financial distress costs-notwithstanding the fact that large advertising investments create the very type of intangible assets that are difficult to value in a reorganization⁵⁴. Consistent with this theory, Balakrishnan and Fox found that firms with large advertising investments had greater leverage ratios than other firms having comparable fixed assets, growth opportunities, and income volatility⁵⁵.

2.3.4. Summary

In summary, after forty years of finance research, it is now clear that a firm's financing choice can affect firm value. What remains unclear is how managers decide which type of financing to use. On this issue, it appears that rational managers will often disagree about the optimal level of debt and equity, a fact reflected in the diversity of capital structures in the current marketplace. Moreover, one need not subscribe to any particular capital structure theory to appreciate the fact that divergent capital structures among firms is simply a fact of corporate life.

Once again, the HCA buyout is instructive. Recall that although HCA's underlying business would remain largely the same after an LBO as after a leveraged recapitalization, Merrill Lynch concluded that, as a privately held company, HCA could take on almost twice as much debt than if it remained publicly held⁵⁶. Exactly why Merrill Lynch drew this conclusion is unclear, but it is certainly consistent with a growing empirical literature that has documented the tendency of privately held firms to use considerably more debt than publicly held firms, even after controlling for other firm-specific factors associated with greater leverage⁵⁷. It is also consistent with any of the

⁵⁴ See *id.* at 6, 8.

⁵⁵ *Id.*

⁵⁶ See *infra* text accompanying notes 4-5.

⁵⁷ See generally Mull, R.H. & D.B. Winters (Supp. 1996). IPOs, Public Market Access, and Firm Capital Structure. *J. Econ. Fin.*, 20, 99-106: finding that after controlling for other determinants of capital structure choice, private firms have significantly greater debt ratios than public firms; Muscarella, C.J. & M.R. Vetsuypens (1990). Efficiency and Organizational Structure: A Study of Reverse LBOs. *J. Fin.*, 45, 1389, 1408-1409: finding that firms that go public following a leveraged buyout (LBO) dramatically reduce their leverage ratios following the public offering;

three theories discussed above. Under an agency cost theory, for instance, a private equity firm might be better positioned than HCA's dispersed public shareholders to monitor management to ensure they extract sufficient cash flows to meet the larger debt burden⁵⁸. Likewise, under a pecking order theory, a private firm might seek greater debt financing because the illiquidity of privately held stock significantly increases the costs of financing operations through equity issuances⁵⁹. Lastly, publicly traded firms may experience higher financial distress costs for highly leveraged capital structures due to the information asymmetry between a company's dispersed shareholders and its management⁶⁰.

3. IMPLICATIONS FOR TAKEOVERS ANALYSIS: THEORY AND PRACTICE

As the foregoing analysis indicates, debt financing provides a potentially powerful way for managers to increase the value of a firm. For similar reasons, a bidder that finances an acquisition with debt rather than equity can significantly increase its ultimate valuation of a target. In effect, the bidder will have chosen to recapitalize the target with debt, thereby lowering the target's cost of capital due to the deductibility of interest payments as

see also Brav, O. (Nov. 22, 2004). How Does Access to the Public Capital Market Affect Firms' Capital Structure? 2 (unpublished manuscript, on file with author): finding that private firms have leverage ratios that are approximately 40% higher, on average, than their public counterparts.

⁵⁸ See supra Part I.C.1.

⁵⁹ See supra Part I.C.2.

⁶⁰ See, e.g., Part I.C.3. Specifically, these higher costs may stem from the relationship between a firm's credit rating and its perceived risk of financial distress by shareholders. When a public company significantly increases its debt ratio, the three primary credit ratings agencies will ordinarily downgrade the company's credit rating in the course of reviewing the new issue. See Kisgen, D.J. (2006). Credit Ratings and Capital Structure. *J. Fin.*, 61, 1035, 1038-1039. Because these agencies will have access to highly confidential information regarding the company, shareholders commonly interpret the downgrade as a signal regarding the firm's ability to service the debt. As ratings are differentiated at discrete levels (AAA, AA, BBB, etc.), companies with the same ratings may be pooled together with all the companies in the pool perceived to be just eligible for the particular rating. The result is a discrete, and often, dramatic increase in the perceived financial distress costs associated with the new leverage level. *Id.* In contrast, shareholders in privately held firms should have greater access to information concerning the firm's operating performance and potential default risk, allowing for a more accurate assessment of the firm's financial distress risk. This is especially true in a firm that has undergone an LBO, where a company's private equity investors have direct access to management. Indeed, this ability to monitor management directly (especially when combined with the equity incentives discussed below) further allows a company undergoing an LBO to reduce the financial distress risk of a highly leveraged capital structure. See *infra* text accompanying note 89.

discussed in Part I.B. Yet for the same reason, the fact that firms have different preferences for debt financing allows this form of financing to affect bidding outcomes. In particular, in a bidding contest for a target, the fact that one bidder chooses to be more aggressive with debt financing may very well give it a competitive edge over other bidders, regardless of whether it is the bidder that could best put the target's assets to productive use.

As this part reveals, the conclusion can be illustrated by examining basic valuation theory as well as the experience of real life bidders during the takeover wave that lasted from 2004 through the summer of 2007. In the process, this part suggests the need for a fundamental rethinking of the long tradition in takeover scholarship of advocating legal doctrines that ensure a target in a takeover contest is acquired by the bidder willing to pay the most for it. Given the power of debt financing to affect bidding outcomes, such doctrines may actually promote suboptimal takeovers in certain contexts.

3.1. Subsidized Acquisitions: How Debt Financing Affects Bidder Valuations

Consider again the case of BigCo except now assume that BigCo's management has decided to put the company up for sale. As in the original example, BigCo has no debt outstanding, has the same economic attributes discussed previously, and is subject to a corporate income tax of 35%. For simplicity, let us further assume there are only two potential buyers interested in BigCo: ManagementCo and StrategyCo. ManagementCo represents a group of BigCo's senior executives who are proposing a management buyout. The group anticipates no post acquisition synergies or cost savings, believing instead that BigCo will simply maintain its current level of annual pretax operating income of \$125,000 for the foreseeable future. StrategyCo, in contrast, represents BigCo's primary competitor who hopes to achieve considerable operating synergies through a merger. In particular, it believes it can increase BigCo's operating income by 3% per year forever. Thus, from the perspective of allocational efficiency, StrategyCo is clearly the bidder that can put BigCo's assets to the more productive use.

Who will actually put forth the best price? It depends on how each finances its bid. If ManagementCo is a typical management buyout, we can expect it to use a high degree of debt financing in its acquisition, effectively recapitalizing

BigCo with more debt. As a result, ManagementCo will be able to utilize the implicit government subsidy provided by the resulting tax deductions when it forms its valuation of BigCo. StrategyCo, in contrast, may be at a competitive disadvantage in bidding if it is unable or unwilling to finance its offer with debt. For instance, if StrategyCo is a software company that uses no debt in its operations⁶¹, StrategyCo would finance its bid with all equity, resulting in an ultimate valuation of \$880,921 using a standard discounted cash flow (DCF) analysis⁶². Even though this value represents a premium of 36% to BigCo's existing market value, ManagementCo would be able to beat it by obtaining a loan commitment of \$660,000 and financing the rest of the acquisition consideration through equity contributions⁶³. Assuming ManagementCo were to keep this debt outstanding after the acquisition, the present value of the resulting tax shields would be \$231,000⁶⁴, allowing ManagementCo to put forth a maximum bid of \$881,000 (again, using a

⁶¹ See supra note 49 and accompanying text (discussing low leverage levels of software firms).

⁶² This valuation was obtained using the Gordon growth model, which is one of the oldest methods for valuing firms. See Damodaran, supra note 19, at 129. In general, the model is a modified form of the simple dividend-discount formula, supra note 19, and is appropriate to use where an all-equity firm's cash flows are assumed to grow at a constant rate. The formula can be expressed as $[(\text{last annual cash flows}) \times (1 + \text{growth rate})] / (\text{cost of equity} - \text{growth rate})$. For purposes of valuing BigCo, the perpetual stream of cash flows to be expected would equal BigCo's last full year of net operating income after taxes (\$81,250, see supra text accompanying note 28), and assuming nothing has changed the underlying risk of BigCo's business, BigCo's cost of equity would still equal 12.5%. See supra text accompanying note 19. Accordingly, the Gordon growth model would calculate the discounted present value of BigCo as follows: $(81,250 \times 1.03) / (.125 - .03) = \$880,921$. Because \$880,921 represents the value of all anticipated future cash flows from BigCo discounted to present value, it should be the maximum price StrategyCo should pay for BigCo. For a general discussion of the Gordon growth model, see Damodaran, supra note 19, at 129-130.

⁶³ Although such a loan would be large in magnitude, it would be well within the range of debt multiples used in LBOs during 2006. See infra text accompanying notes 91-95.

⁶⁴ The present value of the tax shields can be calculated by discounting to present value the anticipated annual tax savings resulting from BigCo's interest payments. Given the assumption that this debt would remain outstanding forever and given a 35% tax rate, BigCo could expect to save each year $\$660,000 \times (\text{rate of interest}) \times 35\%$. Moreover, because tax shields are largely assumed to have the same risk as that of the interest payments generating them, the most common assumption is to discount the tax shields at the rate of interest. See Brealey, Myers & Marcus, supra note 17, at 403-04. As a result, the actual interest rate becomes irrelevant for purposes of calculating the present value of the tax shields, and the method for calculating the present value of tax shields is simplified as $(\text{tax rate}) \times (\text{debt outstanding})$. See id. In the case of ManagementCo's bid for BigCo, this can be demonstrated by using the following perpetuity formula: $(660,000 \times (r) \times .35) / (r) = \$660,000 \times .35 = \$231,000$. The simplified formula $(\text{tax rate} \times \text{debt})$ will be utilized in the remainder of this Article for calculating the present value of tax shields.

standard DCF analysis)⁶⁵. Consequently, even without any change to BigCo's preexisting cash flows, ManagementCo could win the bidding contest.

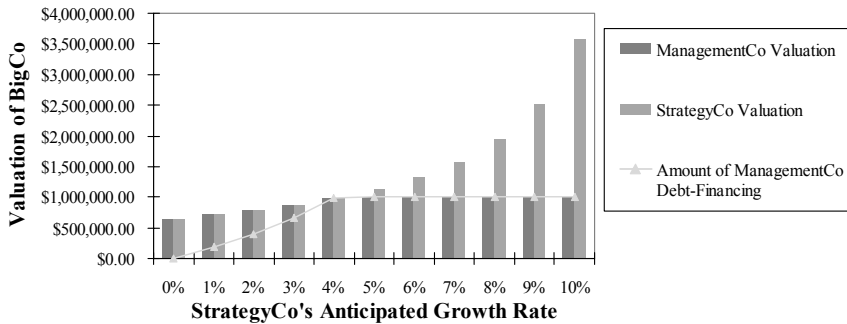
To be sure, StrategyCo could avoid this problem if it anticipated larger operating synergies from the acquisition. Moreover, there is only so much debt ManagementCo could seek to use, thereby placing an upper limit on the value of the tax shields. For instance, assuming a corporate income tax of 35%, the maximum theoretical amount of debt that ManagementCo could use would be \$1,000,000, creating a maximum tax shield of \$350,000⁶⁶. As Figure 5 shows, ManagementCo's willingness to use this level of debt financing would therefore allow ManagementCo to match any bid by StrategyCo assuming StrategyCo used a permanent annual growth rate of 4% or less, but not if StrategyCo modeled its valuation of BigCo using a permanent annual growth rate of more than 4%⁶⁷.

⁶⁵ This value was obtained using the adjusted present value (APV) methodology, which is generally recognized as the optimal DCF analysis to use when a bidder plans to make a significant modification to a target's capital structure in connection with an acquisition. See Lerner, J. & Hardymoon, F. (2002). *Venture Capital and Private Equity: A Casebook*, 203-205. In general, the APV method begins by valuing a target on the assumption that it will be financed entirely with equity and then adding to this value the expected value of any changes to the target's capital structure. See generally Luehrman, T.A. (May-June 1997). *Using APV: A Better Tool for Valuing Operations*, *Harv. Bus. Rev.*, at 3. In our example, the APV method would thus add the present value of the anticipated tax shields arising from ManagementCo's financing structure (\$231,000, as calculated in *supra* note 64) to the value of BigCo assuming ManagementCo financed it with all equity. Because ManagementCo expects no change in BigCo's cash flows after the acquisition, this latter figure would equal \$650,000—the same valuation of the all-equity BigCo prior to the acquisition, as calculated *supra* in the text-accompanying note 28.

⁶⁶ If the value of a firm consists of the value of its debt plus the value of its equity, see *supra* text accompanying notes 19-20, \$1,000,000 is the maximum amount of debt ManagementCo could use given that, when BigCo pays no income tax, the value of BigCo is \$1,000,000, see *supra* text accompany notes 19-24. Stated algebraically, we can calculate the maximum theoretical amount of debt that ManagementCo could use by setting the APV formula for valuing BigCo equal to BigCo's aggregate firm value (i.e., the value of its debt + equity): $\$650,000 + (.35 \times \text{BigCo debt}) = \text{BigCo debt} + \text{BigCo equity}$. By assuming that BigCo is funded with all debt and solving for BigCo's debt, we then get the following: $\text{BigCo debt} = \$650,000 / .65 = \$1,000,000$. As in *supra* note 64, if ManagementCo were to use \$1,000,000 of debt financing, the resulting tax shields would be calculated by multiplying this amount by the tax rate of 35%.

⁶⁷ The valuations used in Figure 5 were derived using the same methodologies utilized in *supra* notes 62 and 65, as modified to reflect StrategyCo's assumed rates of growth.

Figure 5
Comparison of ManagementCo and StrategyCo Valuations of BigCo



Yet even assuming StrategyCo could significantly increase BigCo's operating income, the foregoing discussion oversimplifies how ManagementCo and StrategyCo would likely model their valuations in at least two important respects. First, while StrategyCo might reasonably assume a significant increase in BigCo's rate of growth in the near term, it is less tenable to maintain this assumption for long periods of time.

Assuming BigCo operates in a competitive industry, competition among firms must eventually erode above-market operating margins⁶⁸. Moreover, any valuation model using a constant growth rate must use a growth rate that is less than or equal to the economy's overall growth rate. The reason is a simple matter of mathematics: if a firm's cash flows could grow forever at a rate that exceeded the economy's growth rate, the firm would become the economy⁶⁹. For firms being valued in U.S. dollars, this puts an upper limit on the perpetual growth rate of approximately 5% to 6% per year⁷⁰.

Second, it is extremely unlikely that ManagementCo would anticipate level operating income in the foreseeable future. At a minimum, ManagementCo could expect some cost savings from taking BigCo private. For example, as a privately held company, BigCo would be free of the expense of complying with the reporting requirements of the Securities Exchange Act of 1934 (Exchange Act), any listing fees required to list its publicly traded securities⁷¹,

⁶⁸ See Brealey, R. & Myers, S. (3d ed. 1988). *Principles of Corporate Finance* 66-67.

⁶⁹ See Damodaran, *supra* note 19, at 129.

⁷⁰ *Id.*

⁷¹ See, e.g., Comm. on Capital Mkts. Regulation, Interim Report 5 (2006) <[http://www.capmktreg.org/pdfs/l.30Committee Interim ReportREV2.pdf](http://www.capmktreg.org/pdfs/l.30Committee%20Interim%20ReportREV2.pdf)> [hereinafter *Capital Markets*].

and the enhanced litigation risk associated with having publicly traded equity securities⁷². This appears to be especially true following passage of the Sarbanes-Oxley Act of 2002⁷³, which has increased significantly the costs of having securities subject to the Exchange Act reporting requirements⁷⁴. Additionally, ManagementCo might also expect some enhanced operating efficiencies. As noted above, highly leveraged firms can create significant

Report] (reporting that a typical company having approximately \$200 million in market capitalization must pay about \$85,000 annually to list on the New York Stock Exchange).

⁷² In its closely followed study, the Committee on Capital Markets Regulation cited enhanced liability risk as a principal cause for the apparent diminished competitiveness of U.S. capital markets. In particular, it noted that private class action settlement costs have increased from \$150 million in 1995 to \$3.5 billion in 2005 (leaving out the \$6.1 billion settlement associated with the WorldCom litigation). See *id.* at 5. At the same time, the committee also stressed that much of this enhanced litigation risk stemmed from more active public enforcement actions of both a civil and criminal nature. See *id.* at 71-91. The committee concluded that, in addition to the direct costs of enhanced monetary liability, liability risk also «has the effect of engendering greater uncertainty in the marketplace about just what is allowed, and what is not». *Id.* at 67. Additionally, the enhanced liability risk appears to have increased the premiums charged to publicly traded firms for standard directors and officers (D&O) insurance policies. See Carney, W.J. (2006). *The Costs of Being Public After Sarbanes-Oxley: The Irony of «Going Private»*, *Emory L.J.*, 55, 141-147: citing a study showing that «the cost of D&O insurance has risen by 25% to 40% for companies with healthy balance sheets, and as much as 300% to 400% for companies with financial troubles».

⁷³ Sarbanes-Oxley Act of 2002, Pub. L. 107-204, 116 Stat. 745 (codified in scattered sections of 11, 15, 18, 28, 29 U.S.C.).

⁷⁴ The Sarbanes-Oxley Act (SOX) is widely recognized as increasing the costs of registering securities under the Securities Exchange Act. See, e.g., Christian Leuz et al., *Why Do Firms Go Dark? Causes and Economic Consequences of Voluntary SEC Deregistrations*, 44 *J. Acct. & Econ.* (forthcoming 2008), available at <<http://papers.ssm.com/sol3/papers.cfm?abstract-id=592421>> (noting that SOX has «substantially increased the internal resources necessary to comply with the new SEC reporting requirements, as well as the cost of retaining outside auditors and lawyers». Much of the increased compliance cost is related to § 404 of SOX which requires a company's management and its outside auditors to attest to the adequacy of a company's internal controls. See *Comm. on Capital Mkts. Regulation*, *supra* note 71, at 5 (noting that the average cost of § 404 in 2004 was \$4.36 million for an average company). In addition to these direct costs, SOX may also entail indirect costs that result when «compliance activities consume increasing amounts of executive time». Carney, *supra* note 72, at 151. Several studies have suggested that these increased costs alone have encouraged an increase in the number of publicly traded companies that have elected to become private companies since 2002. See, e.g., *Comm. on Capital Mkts. Regulation*, *supra* note 71, at 4 (noting that going private transactions have «risen dramatically in recent years» and «[o]ne must consider whether the decision to “go private” or to access the private equity market is a response to the regulatory and liability costs and burdens of the public U.S. market»). Indeed, the cost of complying with SOX is the «most frequently stated reason[] given by management in press releases to explain why their firms are going dark». Leuz, *supra*, at 7; see also Carney, *supra* note 72, at 149 (finding the same reasons in a sample of 13e-3 filings filed in 2004).

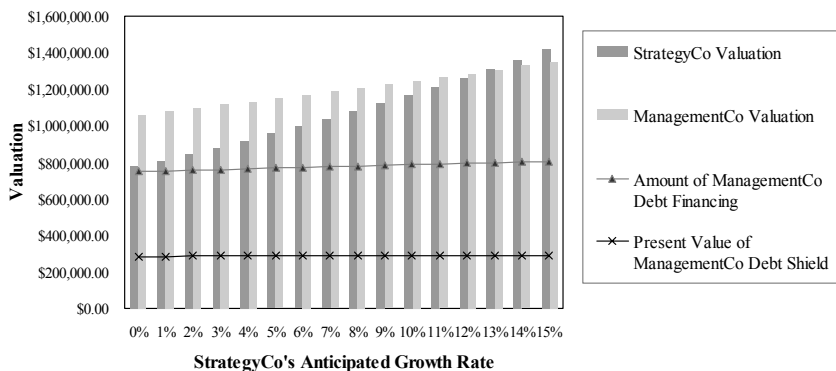
incentives among managers to generate cash flow. For ManagementCo, this incentive should be particularly enhanced given the increased ownership stake of BigCo's managers in the post acquisition firm. If BigCo's managers fail to execute their business plan, it will be their own money they have lost.

As a result of these two considerations, a more realistic understanding of how ManagementCo and StrategyCo form their valuations of BigCo would be to assume that both bidders expect significant short-term operating efficiencies, followed by a lower constant growth rate. In fact, this DCF methodology is routinely recommended by both academics and practitioners as the preferred method to value firms⁷⁵. Interestingly, applying the methodology to the case of BigCo's acquisition only further accentuates the power of the tax shields to level the playing field between StrategyCo (high synergies) and ManagementCo (low synergies). Figure 6 sets forth the results of running sixteen DCF analyses assuming StrategyCo used a different fixed rate of short-term growth for BigCo ranging from 0% to 15% for a period of five years, followed by a long-term annual growth rate of 3%. In each analysis, ManagementCo was also assumed to anticipate a long term growth rate for BigCo of 3%, but it expected only one-half the short-term growth rate anticipated by StrategyCo. ManagementCo was also assumed to finance its offer at a debt level consistent with the average of all U.S. leveraged buyouts occurring in 2006⁷⁶. As Figure 6 illustrates, under these assumptions, StrategyCo would need to expect a short-term growth rate of at least 13% per year before it could outbid ManagementCo.

⁷⁵ See Damodaran, *supra* note 19, at 131-34; see also Lerner & Hardymoon, *supra* note 65, at 206-11 (describing methodology).

⁷⁶ In 2006, the average debt-to-EBITDA ratio for all leveraged buyouts was 5.7. See Average Pro Forma Adjusted Credit Statistics of Leverages Buyout Loans 2006, Standard & Poor's M&A Stats, Dec. 2006, at 2, 2 [hereinafter S&P Leveraged Commentary]. For simplicity, the DCF models utilized here assume a debt-to-EBITDA ratio of 6.0. To ensure a more realistic assessment of the comparative advantage of debt financing, the DCF methodologies used in this example track closely the assumptions utilized in the analysis of a debt-financed acquisition in Luehrman, *supra* note 65. This includes an assumption that at the end of year five, ManagementCo will refinance BigCo's debt with a new issue of longterm debt at 9% (although for simplicity, the models here assume a fixed interest rate of 10%). See Luehrman, *supra* note 65, at 153. In contrast to Luehrman, however, the models do not assume that BigCo's indebtedness will grow after year five as BigCo continues to grow. See *id.* (assuming constant growth rate of debt of 5% per year after year five). Were the models to use this assumption, the resulting tax shields would be even larger and the competitive advantage of debt financing even greater than depicted in Figure 6.

Figure 6
Comparison of StrategyCo and ManagementCo Valuations of BigCo



Admittedly, real life bidders analyze expected synergies and cost savings with considerably more refinement than used in this example. But the central insight offered here must apply for even these more complex valuation models: the use of debt financing effectively subsidizes a bidder's ultimate valuation of a target. Indeed, it is for this reason that the present value of the tax shields arising from debt financing appear as a fundamental element in every significant form of DCF analysis⁷⁷. At the same time, the long-standing debate over capital structure tells us that not every bidder will use this subsidy to the same extent given bidders' divergent financing policies. The result of these two factors is a de facto subsidy that benefits some bidders but not others.

3.2. The Efficiency of Awarding Target to the Highest Bidder

In light of the power of debt financing to affect bidder valuations, the fact that bidders' financing decisions have not played a larger role in modern takeover scholarship is puzzling to say the least. The omission is all the more so considering the tendency of takeover scholars to assume that the bidder

⁷⁷ See, e.g., Lerner & Hardymoon, supra note 65, at 199-200: «The net present (NPV) method is one of the most common methods of cash flow valuation [...]. The NPV method incorporates the benefit of tax shields from tax-deductible interest payments in the discount rate (i.e., the Weighted Average Cost of Capital, or WACC)»; see also id. at 203: «[In an APV analysis one first] consider[s] the cash flows generated by the assets of a company, ignoring its capital structure. The savings from tax-deductible interest payments are then valued separately».

willing to pay the most for a target is the bidder best able to utilize the target's assets as a matter of allocational efficiency⁷⁸. Given the importance of this assumption in takeover analysis, one might reasonably expect considerable probing of the black box of bidder valuations.

To be sure, takeover scholarship has recognized the tax benefits of debt financing in corporate acquisitions⁷⁹. Those who have taken the potential for a tax-motivated acquisition seriously, however, have largely contented themselves that such acquisitions raise no efficiency concerns by turning to an agency cost explanation: when a target firm is acquired in an LBO, the target's management is generally presumed to have «failed to maximize firm value by carrying too little debt and paying too much in taxes»⁸⁰. In other words, such an analysis would have us believe that a lightly leveraged bidder's inability to compete with a highly leveraged bidder is primarily self-inflicted—a product of the agency problems that plague large, publicly traded corporations.

Yet, as argued in Part I.1.3, there are considerable reasons to question whether agency problems are the primary cause of the divergent use of debt financing among bidders. More significantly, even if agency problems do account for some firms' divergent financing choices, we might still be concerned about the efficiency implications of the uneven use of debt financing among bidders. The reason stems from the simple fact that having a tax-efficient capital structure does not necessarily mean a bidder is capable of putting a target's assets to the most productive use. As Google has shown the world,

⁷⁸ See *supra* text accompanying note 10.

⁷⁹ See Romano, R. (1992). *A Guide To Takeovers: Theory, Evidence, and Regulation*, *Yale J. on Reg.*, 9, 119, 134-136 (summarizing the literature); see also Auerbach, A.J. & Reishus, D. The Impact of Taxation on Mergers and Acquisitions, in *Mergers and Acquisitions*, 69, 81 (Alan J. Auerbach ed., 1988): examining empirical support for a tax motivated theory of leveraged acquisitions; Kaplan, S. (1989). *Management Buyouts: Evidence on Taxes as a Source of Value*. *J. Fin.*, 44, 611: examining tax benefits available from leveraged management buyouts. In addition to the tax benefits of debt financing, other benefits of debt financing that have been studied include the ability to use a leveraged acquisition to expropriate wealth from a target company's existing bondholders, see Romano, *supra*, at 137, and more benevolently, to alleviate the agency problems posed by a target company's managers, see *infra* text accompanying notes 36-37.

⁸⁰ Romano, R. *supra* note 79, at 134.

even companies with remarkably inefficient capital structures that use *no* debt financing can be remarkably efficient in how they utilize resources⁸¹.

Thus, whether or not bidders limit their use of debt because of loyal or disloyal agents, the uneven use of debt financing may result in the scenario depicted in Part II.2.1 in which a low-synergy, high-leverage bidder outbids a high-synergy, low-leverage bidder. Unless takeover scholarship takes seriously the power of finance to affect bidder valuations, prevailing takeover analyses may therefore wrongly conclude that the highest bidder is the socially optimal bidder.

The need for a more nuanced consideration of finance in takeover scholarship is made all the more pressing by examining the effect of bidders' divergent financing decisions in real world takeovers. As a matter of Delaware law, boards of directors are charged in change-in-control takeovers with the very objective desired by adherents of the allocational efficiency normative paradigm: «to secure the transaction offering the best value reasonably available for the [target] stockholders»⁸². Consequently, the power of debt financing to result in inefficient takeovers is not just a theoretical problem

⁸¹ Google has historically used no debt financing to fund its operations, notwithstanding the fact that it generates considerable operating profit and thus bears a large income tax liability. It also uses a dual class voting structure to ensure voting control remains in the hands of Google's cofounders, Larry Page and Sergey Brin. This dual class voting structure, especially when combined with its lack of debt financing, represents a remarkably inefficient capital structure. Cf Ronald Masulis et al., Agency Problems at Dual Class Companies (Nov. 12, 2006) (unpublished manuscript), available at <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstractid=961158> (finding that managers with greater control rights in excess of cash-flow rights are prone to waste corporate resources to pursue private benefits at the expense of shareholders). Nonetheless, by virtually any accounting measure, Google has been remarkably efficient in deploying its assets (all figures reported as of January 31, 2008):

	Google	Average for Computer Services Industry	Average for S&P 500
Debt to Equity	0.00	0.20	0.56
Efficiency Measure:			
Gross Margin	60.08	51.47	44.19
Operating Margin	31.42	23.26	19.59
Net Profit Margin	26.90	19.29	13.29
Return on Assets	20.64	13.54	8.83
Return on Investment	22.36	16.50	12.84
Revenue/Employee	\$1,402,736	\$652,703	\$929,210

Reuters, Google Inc. Ratios, <http://stocks.us.reuters.com/stocks/ratios.asp?rpc=66&symbol=GOOG.O#Efficiency> (last visited Jan. 31, 2008). As discussed in Part I.C., Google is not unique in this regard; growth firms commonly utilize low levels of debt financing.

⁸² *Paramount Commc'ns, Inc. v. QVC Network, Inc.*, 637 A.2d 34, 44 (Del. 1994).

—default corporate law might actually be encouraging target boards to pursue socially suboptimal bidders in certain contexts. As the next section argues, several factors suggest that the recent buyout wave presented the type of economic environment in which debt financing did in fact impair allocational efficiency.

3.3. An Inefficient Takeover Wave? The Buyout Boom of 2004 to 2007

To this point, the discussion has focused primarily on why the highest paying bidder in competitive bidding for a target may not necessarily be the bidder best able to utilize a target's assets as a matter of valuation theory. It remains to be seen, however, whether bidders' divergent financing decisions actually affect allocational efficiency in the real world. After all, if low-leverage, high-synergy bidders regularly outbid high-leverage, low synergy bidders, one might reasonably conclude that debt financing although subsidizing some bids-poses no threat to allocational efficiency in real life takeovers.

As a preliminary matter, it is important to recognize the significant challenges facing any attempt to examine empirically the extent to which debt financing might affect allocational efficiency. Basic negotiation strategy gives a bidder little incentive to disclose to a target the full extent of its anticipated gains from a proposed acquisition, nor are there any affirmative legal duties to disclose these anticipated gains. The task of identifying the most efficient bidder in a competitive auction is further complicated by the fact that most auctions are not publicly disclosed. For a privately held firm, its board of directors has no obligation at all to disclose publicly the process by which it sold the company. Likewise, although most publicly traded targets describe the sales process to its shareholders in a publicly available proxy statement, descriptions of auctions are notoriously vague and generally omit details of all but the winning bid⁸³. Lastly, even assuming one could identify all bidders in a competitive auction for a target, analyzing whether a bidder

⁸³ Professors Audra Boone and Harold Mulherin found that there is actually considerably more «auction activity» involving publicly traded firms than has historically been believed. Boone, A. & Mulherin, H. (2007). How Are Firms Sold? *J. Fin.*, 62, 847. Whereas most prior studies of auctions have limited their inquiry to the public announcement of a takeover bid, Professors Boone and Mulherin reveal that «public takeover activity is only the tip of the iceberg of actual takeover competition during the 1990s». *Id.* Rather, over half of the publicly traded targets in their study of 400 acquisitions conducted «private takeover auction[s]» prior to announcing a negotiated transaction. *Id.* at 847-49. Significantly, while the auction process was revealed in a

anticipated using debt financing to outbid rivals would be complicated by several factors. For instance, a bidder might not disclose its anticipated financing of an acquisition⁸⁴, and even where it did, the disclosure may lack critical information regarding how the financing might affect the bidder's valuation of the target. Whether the bidder anticipated taking on additional debt after the transaction closed and how quickly the bidder planned to pay off the debt are but two factors that could significantly affect the size of the anticipated tax shields but which may not be disclosed by a bidder⁸⁵.

target's proxy solicitation, details of the auction (such as bidder names, offer prices, or financing arrangements) were not. See id. at 857.

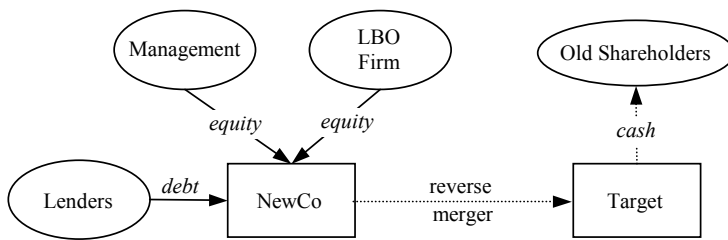
⁸⁴ In an all-cash acquisition of a publicly traded target, for example, the proxy rules do not necessarily require a bidder to disclose the source of its acquisition financing. See 17 C.F.R. § 240.14a-101 (2007). Instructions to Item 14.

⁸⁵ For instance, even in an LBO, it can be extremely difficult to calculate the size of a bidder's anticipated tax shields based on the financing information disclosed at the time of the transaction. Debt covenants traditionally require that any excess cash generated by the acquired business be used to repay outstanding indebtedness, thus requiring a target to pay down its debt obligations as quickly as possible. See, e.g., Carliss Baldwin, Technical Note on LBO Valuation (A) (Harv. Bus. Sch. Case 9-902-004, July 6, 2001), at 2. Accordingly, these «cash sweep» provisions might reduce the size of a bidder's anticipated tax shields. Complicating matters, however, is the fact that these provisions are generally demanded by senior lenders; the target's management and its LBO sponsors will generally «make every effort to eliminate or at least minimize loan principal payments in the early years of ownership». Colin Blaydon and Fred Wainwright, *The Balance Between Debt and Added Value*, FT.com, Sept. 28, 2006, <<http://search.ft.com/rftArticle?queryText=the+balance+between+debt+and+added&y=0&aje=false&x=0&id=060928007405&ct=O>>. When lenders are forced to compete for deals as was the case for much of 2004 to 2007, see *infra* text accompanying notes 141-149, lenders may be more generous in how quickly the debt must be repaid. In fact, the competition for leveraged loans during 2004 to 2007 resulted in lenders providing additional debt financing after an LBO that increased the level of transaction indebtedness. See Blaydon & Wainwright, *supra*: «A few quarters of good post-deal financial performance will present management with the opportunity to approach lenders to renegotiate terms and perhaps even increase the level of debt in a “leveraged recapitalization”. In today's generous debt markets, senior acquisition debt has had much less stringent repayment requirements than has historically been the case». In many transactions, this posttransaction indebtedness was utilized to fund a cash dividend payment to the LBO firms, thereby allowing them to recoup their initial equity contribution (often referred to as a «dividend recap»). See, e.g., MacFadyen, K. (2005). *Forget the New Year: PE Still Celebrating 2004, Buyouts*, 3: «[W]ith the high yield market where it is, [LBO] sponsors don't mind putting more equity up front at [an LBO] closing, and then head back to the debt markets three to six months later and pull some of their equity out through a recap» (quoting Eduard Bagdasarian, managing director at Barrington Associates).

3.3.1. *The Traditional Pricing Gap Between Strategic Bidder and Leveraged Buyout Firms: The Advantage of Operating Synergies*

Notwithstanding these challenges, we can obtain some general observations regarding the effect of debt financing on allocational efficiency by examining how private equity buyers (LBO firms) have fared in competitive auctions against publicly traded corporate buyers (strategic bidders)⁸⁶. LBO firms represent a natural category of bidder to examine in this regard given that their primary investment strategy is to make corporate acquisitions using large amounts of debt financing. Figure 7 represents the basic structure for an LBO transaction.

Figure 7
Typical LBO Structure



Although deal structure may vary from this basic model, almost all LBOs will conform to the model's general contours. After raising funds from a variety of institutional and individual investors, an LBO firm seeks out acquisition opportunities that offer the potential for significant investment returns. Traditionally, the ideal targets for LBOs were businesses that generate significant cash flows and that would benefit from more streamlined, efficient operations. For instance, during the 1980s LBO boom, LBO firms focused

⁸⁶ This Article uses the traditional phrase «LBO firm» rather than the more colloquial «private equity firm» to make clear that the unit of analysis is a financial buyer who utilizes the LBO as its primary form of investment. The term «private equity firm», in contrast, is often associated with venture capital firms who do not engage in LBOs. The concept of a «strategic bidder» is one that is commonly used in both the academic and industry press. See, e.g., Healy, P.M. et al. (1997). Which Takeovers Are Profitable? Strategic or Financial? *Sloan Mgmt. Rev.*, 38, 45: describing strategic takeovers as «friendly transactions that typically involved stock payment for firms in overlapping businesses». This Article conforms to the conventional industry usage of the term such that a «strategic bidder» refers to any publicly traded bidder seeking an acquisition opportunity in a related industry to realize potential operating synergies.

on acquiring a number of large, publicly traded corporate conglomerates that had diversified into different (and often unrelated) industry sectors during the 1960s and 1970s⁸⁷. Following an LBO, the LBO firm would then seek to rationalize a target's core business by selling off unrelated divisions and curtailing operating expenses. Today, as in the 1980s, the goal of an LBO remains largely unchanged: to create a more valuable target in a relatively short period of time (generally five to seven years from the original acquisition). Thereafter, the target will be sold via an acquisition by another firm or a sale to public investors via an initial public offering (IPO) of the target's stock. The LBO firm will then distribute the proceeds of the sale to its investors, less approximately 20% to 30% of the net profits, which it retains as compensation⁸⁸.

Critical to the success of an LBO is a radical change in the capital structure of the target. As a result of an LBO, ownership of the target will be concentrated in the hands of the sponsoring LBO firm. In addition, LBO firms generally require the target's post acquisition managers to purchase a significant equity stake in the target. This ensures that the managers' financial interests are aligned with those of the LBO firm while creating a powerful incentive for managers to increase the value of the target's equity⁸⁹. Together, these two features of target's capital structure help alleviate the well-known agency problem created by the separation of ownership and control in publicly traded companies. Although the evidence is not entirely free from doubt, at least one important study of the 1980s takeover wave suggests that part of the acquisition premium offered in LBOs of publicly traded targets stemmed from the elimination of these agency problems⁹⁰.

Even more importantly, an LBO firm will fundamentally change a target's capital structure by using a high degree of financial leverage in its acquisition financing. For instance, in their study of 124 management buyouts completed between 1980 and 1989, Steven Kaplan and Jeremy Stein found an average

⁸⁷ See Gilson, R.J. (1998). Reflections in a Distant Mirror: Japanese Corporate Governance Through American Eyes. *Colum. Bus. L. Rev.* 203-212.

⁸⁸ For an overview of the structure of an LBO firm, see Jack Levin, *Structuring Venture Capital, Private Equity, and Entrepreneurial Transactions* ch. 10 (2006).

⁸⁹ See *id.* ch. 5 (discussing buyout structure).

⁹⁰ See Lehn, K. & A. Poulsen (1989). Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions. *J. Fin.*, 44, 771.

debt-to-firm value ratio of almost 90% for completed buyouts⁹¹. As Figure 8 shows, LBOs today continue to be financed with significant amounts of debt, with LBOs completed in 2006 averaging a debt-to-firm value ratio of approximately 60%⁹². The reasons for this choice of financing are twofold. First, debt financing can considerably enhance an LBO firm's return on investment. In particular, to the extent an LBO firm can finance an acquisition with borrowed funds, any appreciation in the value of the target that exceeds the fixed cost of borrowing will accrue to the LBO firm and its investors⁹³. Second, acquiring the target with debt financing effectively recapitalizes the target's business with debt, allowing the LBO firm to capture many of the benefits of debt discussed previously. These include the enhanced incentive to operate the target's business efficiently to meet scheduled interest payments as well as the considerable financial benefits of the tax shield. In fact, the tax benefits alone appear to have been a primary determinant of how great an acquisition premium an LBO firm could afford to pay for many of the buyouts effected during the 1980s⁹⁴. Consequently, whether to remain a

⁹¹ See Kaplan, S.N. & J.C. Stein (1993). The Evolution of Buyout Pricing and Financial Structure in the 1980s. *Q. J. Econ.*, 108, 313-326.

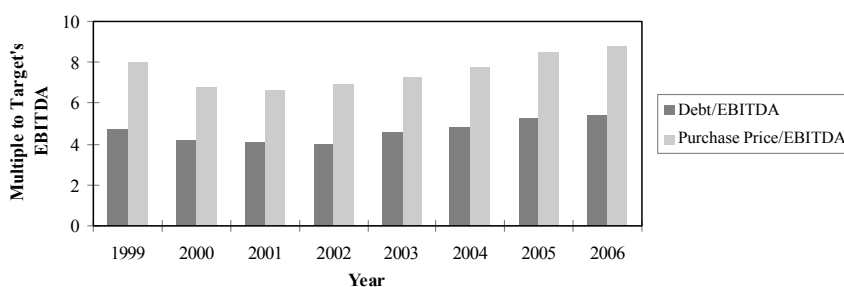
⁹² See S&P Leveraged Commentary, supra note 76, at 1. As mentioned in supra note 85, however, the total amount of debt financing anticipated to be used by the target may be more than this amount to the extent that an LBO firm conducts a post acquisition dividend recap.

⁹³ The power of leverage to enhance investment returns can be demonstrated using a simple home purchase example. Assume a house is for sale for \$150,000 and is expected to have a resale value in one year's time of \$180,000. Acquiring the home with \$150,000 in cash would therefore result in a return on investment of 20% (i.e., \$30,000 profit/\$150,000 investment). However, by using only \$15,000 in cash (10%) and borrowing the rest of the purchase price (\$135,000) at 10% interest, the investment return would increase nearly threefold. For an investment of \$28,500 (\$15,000 down payment + \$13,500 interest for one year), the purchaser would receive a net payout of \$45,000 (\$180,000 sales price - \$135,000 loan balance), yielding a one-year return of 58%. It is the power of leverage to enhance returns in this fashion that is a principle reason why LBO firms seek large amounts of debt financing. Conversely, it is for the same reason that the LBO markets will virtually evaporate when the debt markets contract. See Leslie Green, Platforms Play Solid, Add-Ons Anticipated, Buyouts, Mar. 26, 2001, at 1, 1.

⁹⁴ See, e.g., Kieschnick, R.L.Jr. (1998). Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions Revisited. *J. Bus. Fin. & Acct.*, 25, 187-188: Finding the «size of the firm and its potential for tax reductions [from debt financing] to be significant determinants of the premiums paid to take it private» in a sample of LBOs completed during the 1980s); see also Kaplan, supra note 79, at 619: finding in a sample of buyouts completed in the 1980s that the median value of tax benefits from the value of anticipated interest deductions from an LBO ranged from 129.7% of the premium paid to pre buyout shareholders (assuming a tax rate of 46%) to 42.3% (assuming a tax rate of 15%).

competitive bidder in an auction or to maximize its investment returns, an LBO firm has a significant incentive to maximize the use of debt financing⁹⁵.

Figure 8
Leverage and Acquisition Multiples in LBOs Completed Between 1999 and 2006



In contrast, strategic bidders have generally used far lower levels of debt financing when making corporate acquisitions. Alok Ghosh and Prem Jain, for instance, analyzed the financial leverage changes associated with 239 mergers involving strategic bidders and targets occurring between 1978 and 1987⁹⁶. Ghosh and Jain hypothesized that publicly held bidders had significant incentives to increase their leverage levels in connection with the acquisition of a preexisting business. In particular, the combination of two existing businesses whose earnings were not perfectly correlated with one another should increase the debt capacity of the surviving firm⁹⁷. This additional debt capacity, in turn, should allow the surviving firm to take

⁹⁵ Not surprisingly, anecdotal evidence suggests that LBO firms will utilize as much debt in an acquisition as the debt markets will provide, in effect letting lenders set a target's leverage level. See Snow, d. (1998). In *Credit Crunch, Auctions Are Less Pleasant, Buyouts*, 22-23.

⁹⁶ See Ghosh, A. & Jain, P.C. (2000). Financial Leverage Changes Associated with Corporate Mergers. *J. Corp. Fin.*, 6, 377-383.

⁹⁷ See *id.* at 380. In effect, the earnings of one business might subsidize an earnings shortfall in the other business during an adverse market cycle, thus reducing the surviving firm's bankruptcy risk. The idea that an increase in debt capacity could result from a merger of two firms and thus provide a motive for a merger was first proposed by Wilbur G. Lewellen. See Lewellen, G.W. (1971). A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Merger. *J. Fin.*, 26, 349; see also Stapleton, R.C. (1982). Mergers, Debt Capacity, and the Valuation of Corporate Loans. In *Mergers and Acquisitions* (Keenan, M. & L.J. White eds., 1982), discussing the possibility of creating value through mergers by making debt safer.

on additional debt, which would enhance firm value given the resulting tax shields⁹⁸.

In support of this hypothesis, Ghosh and Jain found that bidders and targets increased their combined debt-to-firm value ratio from an average of 32.9% prior to each merger to 38.4% after it⁹⁹. Yet even assuming this increase in leverage was reflected in a bidder's original valuation of target¹⁰⁰, it represents less than half the average leverage ratio of LBOs occurring during the same period and only slightly more than half the average leverage ratio used in LBOs during 2006. Moreover, Ghosh and Jain modeled each post acquisition firm's «optimal» debt capacity by regressing financial leverage on a number of industry and firm variables that ordinarily correlate with debt ratios. Based on these models, Ghosh and Jain found that the merged firms had considerable unused debt capacity in the five years following each transaction, indicating «that merged firms could increase financial leverage even more if they wanted to»¹⁰¹. In short, unlike LBO firms, strategic bidders do not appear inclined to use as much debt as possible in financing an acquisition.

In light of the prior discussion about optimal capital structure, the disparity between leverage levels of strategic bidders and LBO firms should hardly be surprising. A bidder's acquisition of a company is but one type of investment project¹⁰² that will presumably conform to the bidder's general financing and capital structure policies. The highly leveraged capital structure of an LBO represents a leverage policy that is likely ill-suited for most strategic bidders. This seems especially true for publicly traded bidders who may have to balance the benefits of debt financing against considerations about the effect of leverage on its core business, whether it might impair earnings accretion following the acquisition, and the reaction of analysts, customers,

⁹⁸ See Ghosh & Jain, *supra* note 96, at 380.

⁹⁹ See *id.* at 386-387.

¹⁰⁰ This appears to be a reasonable assumption. Ghosh and Jain found that almost all of the increase in financial leverage took place close to the completion date of the merger. See *id.* at 387. Moreover, in a cross-sectional regression analysis, they found that market adjusted returns following the announcement of a merger were positively related to increases in financial leverage following the merger, suggesting that the stock market incorporated the future benefits of the anticipated tax shields when the merger was first announced. See *id.* at 395-399.

¹⁰¹ *Id.* at 389-390.

¹⁰² See Amihud, Y.; Lev, B. & N.G. Travlos (1990). Corporate Control and the Choice of Investment Financing: The Case of Corporate Acquisitions. *J. Fin.*, 45, 603-604.

employees, and suppliers to a downgrade in the bidder's credit rating¹⁰³. Not surprisingly, several studies have confirmed that a bidder's choice of payment method in an acquisition reflects the same considerations that animate the debate over optimal capital structure. Consistent with the trade-off theory, for instance, publicly traded bidders with large growth opportunities are significantly more likely to use stock to finance an acquisition than to use cash and debt¹⁰⁴. Likewise, consistent with the pecking order theory, publicly traded bidders have been found to finance acquisitions with stock rather than cash where a bidder's stock appears to be overvalued by the market¹⁰⁵. And consistent with the agency cost theory, publicly traded bidders subject to significant agency problems appear to avoid financing an acquisition with debt to escape the disciplining effect of leverage¹⁰⁶.

Moreover, strategic bidders may feel little need to tap into the implicit subsidy of debt financing to bid successfully for a target. Where a bidder is publicly traded, the ability to use its stock as acquisition currency may offer some strategic advantages over cash to the target's managers and shareholders. For instance, stock acquisitions can qualify for tax-free reorganization treatment, allowing a target's shareholders to postpone payment of taxes on the disposition of their target securities. A target's managers who hold significant ownership stakes in the target may also prefer to receive stock

¹⁰³See supra text accompanying notes 57-60.

¹⁰⁴See Martin, K.J. (1996). The Method of Payment in Corporate Acquisitions, Investment Opportunities, and Management Ownership. *J. Fin.*, 51, 1227. Martin suggests that growth firms prefer stock as an acquisition currency for the same reason that growth firms issue equity rather than debt when raising capital: «[T]he discretion associated with equity financing is valuable for firms with good investment opportunities since it makes it more likely that these firms can fully take advantage of their investment opportunities». Id. at 1229.

¹⁰⁵See Travlos, N.G. (1987). Corporate Takeover Bids, Method of Payment, and Bidding Firms' Stock Returns. *J. Fin.*, 42, 943-961. Recall that a principal contention of the pecking order theory is that managers time stock issuances to coincide with periods when a company's stock is perceived as overvalued. See supra text accompanying notes 40-44.

¹⁰⁶See Martin, supra note 104, at 1229: «Firms with poor investment opportunities issue debt if management is monitored by the capital providers to the firm and issue equity otherwise». The role of agency costs in the financing of acquisitions, however, is not entirely clear in the financial literature. Notwithstanding Martin's conclusion that disloyal managers prefer stock acquisitions, others have contended that a bidder's managers who value control may prefer financing acquisitions with cash and debt. By using this form of financing, managers can avoid the dilution that would occur to their voting control if they issued new stock. For an empirical examination supporting this hypothesis, see Amihud et al., supra note 102, at 607-15.

in exchange for their target securities as a way of retaining influence in the combined firm¹⁰⁷.

Perhaps most importantly, a strategic bidder may not need to rely on the tax shields created by debt financing to bid successfully for a target because of the potential for realizing significant operating synergies in an acquisition. Whereas LBO firms have traditionally valued a target based on efficiency enhancements to a target's existing business and changes to the target's capital structure¹⁰⁸, a strategic bidder is generally believed to make its valuations based on anticipated operating synergies of the surviving firm¹⁰⁹. These operating synergies can include any number of improvements to the cash flows of the combined firms, such as elimination of overlapping facilities, improved efficiency in production or distribution¹¹⁰, greater realization of economies of scale¹¹¹, increased monopoly power¹¹², and product diversification and utilization of excess capacity¹¹³. Empirical evidence on whether strategic bidders actually realize these synergies is mixed¹¹⁴, but it seems clear that the

¹⁰⁷See Ghosh, A. & W. Ruland (1998). Managerial Ownership, the Method of Payment for Acquisitions, and Executive Job Retention. *J. Fin.*, 53, 785-786.

¹⁰⁸See supra text accompanying note 87.

¹⁰⁹See, e.g., Black, B.S. (1989). Bidder Overpayment in Takeovers. *Stan. L. Rev.*, 41, 597-608: «An important source of potential gain from takeovers is synergy between buyer and seller that permits the merged company to be run more efficiently [...]. The hypothesis that [...] operating synergy is a major source of stock price gains from takeovers has wide currency in the literature».

¹¹⁰See C. Fee, E. & S. Thomas (2004). Sources of Gain in Horizontal Mergers: Evidence from Customer, Supplier, and Rival Firms. *J. Fin. Econ.*, 74, 423-424.

¹¹¹See Jarrell, G.A. & M. Bradley (1980). The Economic Effects of Federal and State Regulations of Cash Tender Offers. *23 J. L. & Econ.*, 23, 371-381-382.

¹¹²See Eckbo, B.E. (1983). Horizontal Mergers, Collusion and Stockholder Wealth. *J. Fin. Econ.*, 11, 241-242.

¹¹³See Yook, K.C. (2003). Larger Return to Cash Acquisitions: Signaling Effect or Leverage Effect? *J. Bus.*, 76(3), 477-480: These benefits are, of course, in addition to any enhanced cash flows a bidder might anticipate if the bidder believes the target is inefficiently managed. See id.

¹¹⁴See, e.g., Fee & Thomas, supra note 110, at 455-458: Finding evidence consistent with improved productive efficiency and buying power as sources of gains for horizontal mergers; Paul M. Healy et al., Does Corporate Performance Improve After Mergers?, 31 *J. Fin. Econ.* 135 (1992): finding in a study of the fifty largest U.S. mergers between 1979 and 1984 that «[m]erged firms show significant improvement in asset productivity relative to their industries, leading to higher operating cash flow returns». But see Black, supra note 109, at 606: «[E]xcept for horizontal mergers, where the case for operational synergy is strongest, there is a substantial gap between the observed stock price gains and the proposed sources for the gains»; Ghosh, a. (2001). Does Operating Performance Really Improve Following Corporate Acquisitions? *J. Corp. Fin.*, 7, 151: «identifying methodological shortcomings in prior studies of acquisitions finding operating

expectation of synergies plays a critical role in the valuation of a target by a strategic bidder. Attempts to measure empirically the relationship between anticipated operating synergies and acquisition premiums reveal a strong relationship between the two¹¹⁵. And within the mergers and acquisitions industry, the belief that strategic bidders can achieve substantial operating synergies through acquisitions is nothing short of an article of faith¹¹⁶.

For many years, the size of these anticipated operating synergies especially when combined with healthy equity markets-gave strategic bidders a clear pricing advantage over LBO firms when bidding for targets. As one lawyer specializing in LBO transactions summarized in 2006, «A few years ago, in an auction situation, the seller's investment bank would typically say, 'Here are the strategic buyers,' and almost as an afterthought, 'Here are the financial buyers-we'll never get the same price from them»¹¹⁷. In *Buyouts* magazine (a leading trade publication within the LBO industry), the historic pricing advantage of strategic bidders over LBO firms was a constant source of analysis (and angst) from the founding of the magazine in the early 1990s. The advantage of strategic bidders was commonly discussed, and in 1995 the magazine commenced an annual poll of industry participants to monitor the pricing «gap» between strategic and financial buyers¹¹⁸.

improvements». For a survey of the relevant literature examining this issue, see Bruner, R.F. (2002). Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-Maker. *J. Applied Fin.*, 12, 48.

¹¹⁵See, e.g., Billett, M.T. & M. Ryngaert (1997). Capital Structure, Asset Structure and Equity Takeover Premiums in Cash Tender Offers. *J. Corp. Fin.*, 3, 141-162: Finding that a target's abnormal equity returns were increasing in the target's liability-to-equity ratio and decreasing with respect to the financial asset-to-equity ratio, which is consistent with the idea that bidding firms pay a premium for control of target equity based on how much they believe they can revalue its nonfinancial assets); Houston, J.F. et al. (2001). Where Do Merger Gains Come From? Bank Mergers from the Perspective of Insiders and Outsiders. *J. Fin. Econ.*, 60, 285, 305-313: Finding in a sample of bank mergers a significant relationship between the present value of anticipated cost savings arising from a merger and announcement day returns of both the bidder and the target.

¹¹⁶See, e.g., Fee & Thomas, supra note 110, at 424: «Managers of firms undertaking horizontal mergers and acquisitions often cite improved productive efficiency as the primary source of anticipated gains to mergers»; Yook, supra note 113, at 480: commenting that publicly traded «[b]idders almost always allege that the creation of an enhanced combined effect is the driving motive for their acquisition attempts and that the acquisition creates value for shareholders».

¹¹⁷O'Sullivan, K. (2006). Rising Stakes: How the Strength of Private Equity Is Changing M&A for Corporate Buyers, *CFO*, at 39 (quoting John LeClaire, chairman of the private equity practice at Goodwin Procter LLP).

¹¹⁸See Reed, J.L. (1995). Purchase Multiples Press to Rarefied Heights. *Buyouts*, at 1.

Without exception, the cause of the gap was attributed to the ability of strategic bidders to realize potential operating synergies, combined with the attractiveness of offering stock consideration in certain market conditions. Writing in 1996, for instance, a general partner of a middle-market LBO firm provided a typical assessment:

Strategic buyers tend to be more aggressive in bidding on acquisitions that offer the potential for operating synergies with their own business [...]. The rising stock market has [also] created a greater disparity between valuation multiples of public versus private companies, and as the disparity widens, strategic buyers have been willing to bid more aggressively for acquisitions [...]. This trend works to enhance the fundamental competitive advantages—the ability to generate operating synergies—that strategic buyers already have over financial buyers¹¹⁹.

Not surprisingly, LBO firms in many ways welcomed the end of the 1990s bull market as strategic bidders became considerably less active in pursuing acquisitions. With a primary competitor sidelined, LBO firms seized the opportunity to acquire targets that might otherwise have been out of reach had better market conditions prevailed. As one general partner remarked in a 2003 interview with *Buyouts*: «In years gone by, if strategic buyers were interested, a financial buyer couldn't win, but in this environment there is a tremendous opportunity for the financial players to pursue and capture high quality assets»¹²⁰. The article noted, however, that with market conditions expected to improve in 2004, the conventional wisdom was that strategic bidders would return to acquisitions, making it once again difficult for LBO firms to compete in an auction environment¹²¹.

Yet when strategic bidders did return to the acquisition market in 2004 and 2005, LBO firms found that the traditional pricing advantage of strategic bidders had largely dissipated. On the contrary, as numerous industry

¹¹⁹Kahn, R. & S. Wilson 1996). Private Equity, a la Porter, Its Present and Future. *Buyouts*, at 16-17.

¹²⁰MacFadyen, K. (2003). LBO Floodgates Open in Third Quarter: Increased Stability Fuels \$21.45B Quarter. *Buyouts*, at 1, 55 (quoting Jamie Singleton, vice chairman of the Cypress Group).

¹²¹See id.: «Private equity groups will find it increasingly difficult to compete. They've largely had the field to themselves and the strategics are coming back into the picture [...]. It will come down to how low [LBO firms] will be willing to lower their returns if they really want to compete». Quoting Glenn Gurtcheff, director and cohead of U.S. Bancorp Piper Jaffray's middle-market mergers and acquisitions group.

participants and journalists observed, the reverse held true: after 2004, «[s]trategic buyers [had] a hard time competing against private equity firms»¹²².

3.3.2. The Evolution of Leveraged Buyouts: Combining Operating Synergies with Debt Financing

What explained the change in the competitive position of LBO firms? As this section argues, much of the reason stems from LBO firms' comparatively greater willingness to use debt financing in combination with two important developments during the late 1990s: first, a dramatic increase in the availability of credit for LBO firms owing to a radical transformation in bank lending, and second, a more entrepreneurial approach to LBOs that became typical for LBO firms. The result of these developments was that LBO firms could increasingly outbid strategic bidders after 2004.

First, a «quiet revolution»¹²³ in bank lending greatly increased the availability of debt financing for LBOs during the 2004 to 2007 buyout boom. In general, loans made to finance LBOs cannot qualify as investment grade loans given the significant amount of debt LBOs require¹²⁴, and until the

¹²²Steve Rosenbush, Deals of the Year, in a Year of Deals, *BusinessWeek*, Dec. 19, 2006, <http://www.businessweek.com/bwdaily/dnflash/content/dec2006/db20061218_740232.htm> (quoting Joe Ravitch, a senior media banker at Goldman Sachs); see also Five Questions with [...] Santoni, D. (Managing Director) (2006), Goldsmith Agio Helms. *Buyouts*, at 51: noting that strategic buyers «are aggressively pursuing selective acquisitions but are oftentimes being outbid by financial buyers in competitive processes» (quoting David Santoni); Klee, *supra* note 12: «Gone are the days when the strategic always had an advantage because of the synergies. It has shifted meaningfully so that we see private equity all over our spaces all the time. And they're teaching the sellers to have expectations around prices that have impacted and infected the entire seller's market», (quoting Anne Madden at Honeywell International, Inc.); O'Sullivan, *supra* note 117, at 39: «Strategic buyers [...] have plenty of cash themselves. But no longer can they expect financial buyers to shy away from competing on price [...]»; Squawk Box (CNBC television broadcast Oct. 11, 2006): «We don't have any debt. And we are looking for acquisitions. It is a little frustrating in my long experience now in this business, us strategic buyers used to be able to outbid financial buyers because of our perceived ability to find synergies or economies in companies that we acquired. Just now we are being outbid by financial buyers because we just won't overpay», (quoting Frank MacInnis, Chairman & CEO, EMCOR Group).

¹²³Yago, G. & D. McCarthy (2004). *Milken Inst., The U.S. Leveraged Loan Market: A Primer*. at i.

¹²⁴In general, loans made by banks to corporate borrowers can be divided into two classes: investment grade and leveraged loans. Investment grade loans are loans considered to have a low rate of default risk as reflected in the ratings assigned to the loan by one of the recognized debt ratings agencies. Loans rated Baa3/BBB- or higher reflect a judgment by these agencies that the borrower has adequate payment capacity to honor the loans and the loans are therefore considered

early 1980s, these «leveraged loans» were difficult to obtain due to their enhanced credit risk¹²⁵. The 1980s represented a significant departure from this tradition as commercial banks increasingly made secured term loans to fund leveraged acquisitions, providing approximately 70% of all debt financing for the first wave of LBOs during the early 1980s¹²⁶. As is well known, the 1980s also witnessed the rise of a public market for unsecured, high yield bonds from firms undergoing LBOs¹²⁷, and the ability of LBO firms to raise debt financing through public offerings of «junk» bonds played a critical role in financing many of the LBOs of the late 1980s¹²⁸. Yet even after the rise of the junk bond market, senior secured bank debt remained the core source of debt financing throughout the 1980s. Even at the height of the 1980s buyout wave, high yield, «junk» financing never exceeded 30% of the total amount of debt financing of LBOs, while traditional bank debt never fell below 52%¹²⁹. Today, public, high yield debt financing represents

«investment grade». See Damodaran, *supra* note 19, at 176. The lower default risk associated with investment grade loans makes them easier to obtain from lenders and at lower interest rates. In general, a leveraged loan is defined as any loan that is not investment grade (i.e., any loan rated below Baa3/BBB). For a discussion of the manner in which ratings agencies rate loans, see *id.* at 177-179.

¹²⁵See Taylor, A.A. & R. Yang (2007). Evolution of the Primary and Secondary Leveraged Loan Markets. In Taylor T. & A. Sansone (eds.), *The Handbook of Loan Syndications and Trading* (pp. 21, 23-24).

¹²⁶See Kaplan & Stein, *supra* note 91, at 330; see also Taylor & Yang, *supra* note 125, at 23-24.

¹²⁷The emergence of these «high yield» or «junk» bonds as a source of acquisition financing was, of course, intimately tied with Michael Milken's ascent at the investment bank Drexel Burnham Lambert. As summarized by Roberta Romano, «Milken reinvented junk bonds as a financing mechanism for new ventures, and his support of a market for the new issues that he placed, enabled small firms to acquire large ones previously considered impervious to unsolicited bids, and changed the way business was conducted in the United States». Romano, R. (2005). *After the Revolution in Corporate Law. J. Legal Educ.*, 55, 342, 348.

¹²⁸Kaplan and Stein, for instance, found that public debt was hardly utilized in LBOs that occurred prior to 1984 but increased greatly thereafter. In fact, much of the increase occurred within a single year's time, with the percentage of LBOs utilizing public debt increasing from 5.9% in 1984 to between 40% and 61.3% for the years 1985 through 1989. See Kaplan & Stein, *supra* note 91, at 337. Moreover, they found that the ratio of bank debt to total debt was 11.1% lower in buyouts using junk bonds. See *id.* at 338. These findings led Kaplan and Stein to conclude that the utilization of public debt likely played a significant role in the «overheating» of the buyout market towards the end of the 1980s. They observed, «This pronounced crowding out of the bank debt by junk bonds is consistent with the notion that overheated junk bond investors were willing to bid more aggressively for buyout loans than were the relatively defensive bankers». See *id.*

¹²⁹See *id.* at 331, 337.

only a sliver of the debt financing used to fund LBOs while traditional «bank debt» continues to dominate by a wide margin¹³⁰.

It is within this core segment of bank lending that a quiet revolution occurred in the 1980s and 1990s that significantly benefited LBO firms during the 2004 to 2007 buyout boom. The revolution started with the rise of syndicated bank loans made to fund LBOs in the mid-1980s. Traditionally, leveraged bank loans were negotiated as bilateral, individual credit agreements between a bank and a lender in much the same way that an individual might obtain a home mortgage. During the 1980s, however, banks began to provide LBO loans by means of syndicating the loans among a large group of banks (the syndicate) in which a single bank acted as the primary arranger in negotiating, drafting, and closing the transaction¹³¹. Each lender would then hold a proportionate interest in the total loan (generally an amortizing term loan or revolving credit facility), which would be held to maturity for the above-market yield¹³². Significantly, the late 1990s witnessed a substantial decrease in the number of banks willing to participate in leveraged loan syndications due in large part to the promulgation of new banking regulations that limited the holding of highly leveraged loans by banks¹³³. In addition, banks also

¹³⁰According to Standard and Poor's data, public, high-yield bonds constituted only 3.42% of the average source of proceeds for LBOs completed in the fourth quarter of 2006 while bank debt represented 52.41%. See S&P Leveraged Commentary, *supra* note 76, at 1. The total amount of debt financing for LBOs during this time was 67.3%, indicating that public, high-yield bonds represented approximately 5% of the total debt financing used with bank debt representing over 77%. See *id.* The role of high-yield bonds has in many ways been taken by the use of «second-lien» loans. See, e.g., Christopher O'Leary, *As Libor Keeps Rising, Issuers Start Worrying: When Will Investors Lose Their Taste for Second-Lien Loans?*, *Investment Dealers Digest*, May 15, 2006, at 8, 8: «Second-lien issuance has taken the place of high-yield bond issuance [...]» (quoting Amy Gibson, a vice president in the high-yield group at 40/86 Advisors); Horton, R. et al. (2007). *Fitch Ratings. High Yield and Leveraged Loan Market Review: Fourth Quarter* (and 2006, at 3, 2007): «Much of the second-lien issuance has directly replaced bonds». Also known as junior secured or tranche B loans, second-lien loans are bank loans secured by a lien on substantially all of the borrower's assets, however, the security is subordinate to the claims of other first-lien loans. Prior to 2003, second-lien loans were not commonly sold in the syndicated loan market, but since then, second-lien loan use in syndicated loans has risen dramatically, representing 8% of total institutional loan volume in 2006. See *id.* at 4. For an overview of second-lien loans, see Hanrahan, M. & Teh, D. *Second Lien Loans*, in *The Handbook of Loan Syndications and Trading*, *supra* note 125, at 108.

¹³¹See Taylor & Yang, *supra* note 125, at 23-24.

¹³²See *id.* at 24.

¹³³In 1989, the Office of the Comptroller of the Currency, the Federal Reserve, and the Federal Deposit Insurance Corporation provided guidelines regarding highly leveraged transactions that

began using portfolio management techniques and profitability models that biased banks against holding leveraged loans¹³⁴.

In their stead, however, a new group of institutional investors emerged who were drawn to leveraged loan syndications for both their high yield and potential risk-adjusted returns¹³⁵. As Figure 9 illustrates, the abrupt transformation of the leveraged lending market from one in which traditional, commercial banks were the primary lenders to one in which these nonbank, institutional investors became the primary source of capital was nothing short of extraordinary¹³⁶. Comprised of high-yield mutual funds, insurance companies, hedge funds, and collateralized loan obligations (CLOs), institutional investors radically redefined the leveraged-loan market. In particular, the emergence of these investors facilitated the development of the syndicated loan market into a mature asset class, which greatly enhanced the attractiveness of syndicated loans as an investment option¹³⁷. A clear indicator of the manner in which the loan market matured was the exponential growth of the secondary trading market in loan interests. Whereas a total of \$8 billion of syndicated loans traded in the secondary market during 1991, the annual trading volume of these loans increased to \$238 billion by 2006¹³⁸. Significantly, the vast majority of these trades—over 80% by value—involved leveraged loans¹³⁹. As a consequence, the leveraged loan market began to attract investors not only because of the yields on the

resulted in limiting banks' holdings of leveraged loans. See Yago & McCarthy, *supra* note 123, at 16.
¹³⁴ See Miller, S. (2002). *New World Order, Deal*, available at <<http://www.thedeal.com>> (paid subscription required).

¹³⁵ See Taylor & Yang, *supra* note 125, at 24.

¹³⁶ Figure 9 was derived from Scott Page & Payson Swaffield, *An Introduction to the Loan Asset Class*, in *The Handbook of Loan Syndications and Trading*, *supra* note 125, at 3, 3. Today, nonbank, institutional investors acquire almost 80% of all leveraged loan issuances. See S&P *Leveraged Commentary*, *supra* note 76, at 3. The growing importance of institutional investors in the leveraged loan market is part of a broader twenty-year trend in all areas of lending where intermediaries such as bank lenders are being displaced by the ultimate source of funds, investors in the capital markets. In addition to leveraged loans, for instance, this process of disintermediation has occurred in the market for home mortgages, auto loans, and credit card receivables. For an overview of this process, see Steven L. Schwarcz, *Structured Finance: A Guide to the Principles of Asset Securitization* § 1:1 (3d ed. 2002).

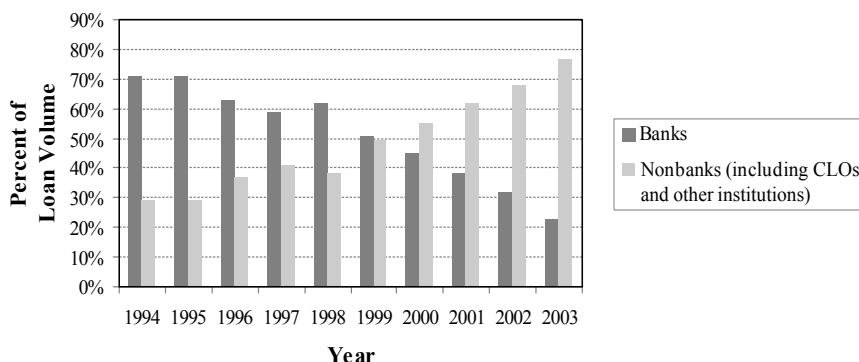
¹³⁷ See generally Page & Swaffield, *supra* note 136, at 6-18; Yago & McCarthy, *supra* note 123, at 26-38.

¹³⁸ Reuters Loan Pricing Corp., *U.S. Secondary Loan Market Volume*. <<http://www.loanpricing.com/analytics/pricing-service-volume1.htm>> (last visited Feb. 20, 2008).

¹³⁹ See Yago & McCarthy, *supra* note 123.

underlying loans, but also because of the opportunity to capitalize on price movements and temporary market inefficiencies¹⁴⁰.

Figure 9
Growth of Nonbanks in Primary Leveraged Loan Market, 1994-2003



The ultimate result of this transformation was a meteoric rise in the demand for leveraged loans as institutional investors increasingly migrated to the syndicated loan market. In each of 2004, 2005, and 2006, U.S. leveraged loan issuances set new records at \$265 billion, \$295 billion, and \$466 billion, respectively—over twice the amount of capital raised in U.S. public equity markets during the corresponding years¹⁴¹. That the spike in leveraged loans was driven by investor demand for them can be seen in the rapid emergence of CLOs as the dominant institutional investor in the market¹⁴². These special purpose investment funds are structured to invest in a portfolio of syndicated loans¹⁴³, and they experienced remarkable growth following their debut in

¹⁴⁰See *id.* at 26.

¹⁴¹For data on syndicated loan issuances. See Steven C. Miller, Standard & Poor's, *The U.S. Leveraged Loan Market: Huge Deals, Few Bargains* (2006), <<http://www2.standardandpoors.com/portal/site/sp/en/us/page.article/2,1,1,0,1145997542521.html>> (reporting U.S. issuances for 2004 and 2005); Steven C. Miller, Standard & Poor's, *Leveraged Loans: Record-Setting Leveraged Loan Market Shows No Signs of Slowing (Yet)* (2007), <<http://www2.standardandpoors.com/portal/site/sp/en/us/page.article/2,1,1,0,1148406249020.html>> (reporting U.S. issuances for 2006). For data on U.S. equity issuances, see Comm. on Capital Mkts. Regulation, *supra* note 71, at 44.

¹⁴²See William May et al., Fitch Ratings, *CLOs More Concentrated in Shareholder-Friendly and Covenant Light Loans 1* (2006): «One of the largest sources of increased demand for leveraged loans—both on an absolute and relative basis—has been collateralized loan obligations».

¹⁴³A CLO uses the anticipated cash flows from its loan portfolio as the basis for issuing its own bonds with varying degrees of creditworthiness. As a consequence, a CLO can effectively turn

the early 1990s. The market value of outstanding CLOs grew from less than \$1 billion in 1994 to nearly \$260 billion in 2004, while their share of the leveraged loan market increased from less than 5% to over 60% during the same time period¹⁴⁴. Between 2003 and 2006, more than \$200 billion of CLOs were issued, with \$105 billion being issued in 2006 alone¹⁴⁵. Not surprisingly, by the end of 2006 industry commentators began describing the CLO market in terms reminiscent of the dot-com frenzy in the late 1990s¹⁴⁶.

For LBO firms, the heightened demand for leveraged loans created an extremely favorable financing environment that helped fund significant acquisition premiums. As shown in Figure 8 above, the growth in median acquisition premiums for LBOs between 2002 and 2006 was accompanied by a corresponding growth in the median amount of debt financing utilized. As in the late 1980s, competition among lenders to secure loans resulted in a greater willingness to finance buyouts at increasing leverage ratios¹⁴⁷ and

a portfolio of noninvestment grade syndicated loans into a package of investment grade bonds, noninvestment grade bonds, and equity securities that it can sell to the public. For an overview of CLOs, see Bond Mkt. Ass'n, CDOs: A Primer, in *The Handbook of Loan Syndications and Trading*, supra note 125, at 709.

¹⁴⁴See Barry Bobrow et al., *An Introduction to the Primary Market*, in *The Handbook of Loan Syndications and Trading*, supra note 125, at 155, 165-166.

¹⁴⁵See *id.*

¹⁴⁶See, e.g. Henry, D. (2006). *Danger-Explosive Loans*. *BusinessWeek*, at 89: quoting editor of Creditflux, an industry news service as stating, «Just about every man and his dog is trying to do a CLO at the moment»; Judy McDermott, *Healthy US CLO Issuance Expected to Continue [...] For Now, LSTA Loan Market Chronicle*, 2005, at 64, 64, available at <http://www.lsta.org/WorkArea/downloadasset.aspx?id=1570>. «There's a crazy amount of oversubscription [for new CLO issues] [...] Even with spreads where they are, [CLOs] can still get done», (quoting Fred Haddad, senior portfolio manager with GoldTree Asset Management).

¹⁴⁷See, e.g., Harold Blatt, *The Forces Behind Today's Secured Borrowing Market, Buyouts*, June 6, 2005, at 40, 40 «[T]here is significant increase in loan market liquidity and aggressive competition from cash flow lenders that has forced asset-based lenders to take more risk to win deals. As a result, debt to EBITDA multiples for leveraged buyouts (LBOs), for example, have climbed to 5 x EBITDA in 2005. That compares to 3.7 x EBITDA in 2001[...]»; George Ticknor & David Ruediger, *Return of the Strategic Buyer: A Seller's Perspective, Buyouts*, Mar. 28, 2005, at 22, 22: «Banks and finance companies are eager to lend money at leverage multiples that are high by historic standards». Much of the competition among lenders appears to have stemmed from a «liquidity supply and demand imbalance». Blatt, supra, at 40. As a marketing director for Bank of America noted in 2005: «On the demand side, fewer companies are looking for external sources of financing since they're generating more than enough cash from their operations». *Id.*; see also Randy Myers, *Money for Nothing: Bank Credit Is Easy, Maybe Too Easy. Don't Pass It Up, CFO*, Apr. 2006, at 60, 62: «Everybody's looking for funded assets. There is too much liquidity chasing too few dollars [...]. When a [credit] facility does become available where it would be drawn or

to ease credit standards and financing terms¹⁴⁸. The ease of financing terms appears to have been especially important for LBO firms. Using loans that had fewer restrictive covenants helped ensure that a target could retain operational flexibility in the event of a business or economic downturn, thereby lessening an important cost of debt financing. The combination of easy bank financing and «covenant lite» credit agreements thus worked to enhance the willingness of LBO firms to use debt financing as a means to bid up purchase price multiples. Commenting on the heavily leveraged buyout of Neiman Marcus, for instance, a partner at Warburg Pincus (one of the LBO firms in the transaction) emphasized the importance of covenant lite loans when pricing the transaction: «If the company hits a speed bump, it gives it liquidity and a cushion [...]. This innovation was one factor enabling us to pay a more aggressive price»¹⁴⁹.

At the same time, competition among bidders created a strong incentive to tap into this significant source of acquisition financing. As discussed below, the

utilized, banks just fall all over themselves to get involved», (quoting Joseph Chinnici, managing director and head of debt-capital markets for KeyBanc Capital Markets).

¹⁴⁸In its 2006 underwriting survey, for instance, the Office of the Comptroller of the Currency noted that «competitive pressures have led to a third consecutive year of eased credit underwriting standards. Examiners report that national banks have eased underwriting standards for both commercial and retail credit products». Office of the Comptroller of the Currency, Survey of Credit Underwriting Practices 4 (2006), available at <<http://www.occ.treas.gov/2006Underwriting/2006UnderwritingSurvey.pdf>>. Moreover, it emphasized that competition for loans from nonbank investors «has influenced underwriting terms for leveraged loans and pushed credit spreads lower». *Id.* Similar results were found in the Federal Reserve's Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices (SLOS). See Fed. Reserve Bd., The January 2007 Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices (2007) <<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/SnLoanSurvey/200701/default.htm>>. Finding that «[n]early all domestic banks and all U.S. branches and agencies of foreign banks [...] indicated having eased their lending standards and terms in the January survey cit[ing] more aggressive [sic] competition from other banks or nonbank lenders as the most important reason for having done so». One of the most important manifestations of this trend was the increase in «covenant lite» loans after 2004. Credit agreements ordinarily contain a number of financial and nonfinancial covenants on the part of the borrower, which are designed to help monitor borrower behavior and to align borrowers' actions with the interests of lenders over the life of the loan. Starting around 2004, lenders significantly eased covenant restrictions as lenders competed for loans. For instance, in a 2005 analysis of loan covenants, Fitch Ratings found that for noninvestment grade loans the average number of covenants incorporated into a typical noninvestment grade loan package in 2005 was six, down from an average of eight for the period 2002 through 2004. See William May & Mariarosa Verde, Fitch Ratings, Loan Volumes Surge, Covenants Shrink in 2005 (2005).

¹⁴⁹Sender, H. (2007). Toggle Notes Are Buyout Fuel: Debt Structure Helps Default Rate Stay Low, Driving Historic Boom, Wall St. J. (Europe), Feb. 22, 2007, at 19 (quoting Kewsong Lee).

takeover market from 2004 through early 2007 was characterized by highly competitive auctions for targets which LBO firms claimed led to significant pressure to increase purchase price multiples by using more debt financing. In many cases, the investment bank managing a target's auction would try to ensure this result by offering the same aggressive debt financing package to all bidders in an auction (often referred to as «staple financing»)¹⁵⁰. In November 2006, Hamilton James, president of the Blackstone Group—one of the most active LBO firms noted that the pressure to remain a competitive bidder in these situations often resulted in leverage ratios that made even the winning LBO firm uncomfortable:

Maybe I'm excusing sponsors, but if a bank is selling a company, offering a staple debt package of 7-1/2 times Ebitda, and you get a down cycle and the company later defaults, is that failure the PE firm's fault? It didn't define the level of debt in the deal -the bank did [...] If you don't put that much leverage on, in theory, you can't get the same equity returns as the [LBO firm] who's got a lower cost of capital with more debt¹⁵¹.

Within this aggressive debt financing environment, strategic bidders stood at a distinct disadvantage in light of their historic reluctance to utilize the same degree of debt financing as an LBO firm. Joe Ravitch, a senior media banker at Goldman Sachs, attributed the reluctance to use debt financing as a primary reason «[s]trategic buyers have a hard time competing against private equity firms»¹⁵². According to Ravitch, «Private equity funds have an advantage because they can take advantage of lowcost leverage. Public corporations tend to use more expensive sources of capital, such as their own stock, when making deals»¹⁵³. Not surprisingly, financial and legal advisors began to urge strategic bidders to abandon their traditional reluctance towards using debt financing to increase their competitiveness with LBO firms. For instance, a 2007 article in *Mergers and Acquisitions Journal* provided a number of suggestions for how strategic bidders could enhance their competitiveness

¹⁵⁰See Tenorio, V. & D. Carey. (2006). The Temptations of Private Equity, Deal, available at <<http://www.thedeal.com>> (paid subscription required).

¹⁵¹Id.

¹⁵²Rosenbush, supra note 122.

¹⁵³Id.

vis-d-vis LBO firms. Topping the list was «Don't Fear Leverage»¹⁵⁴. According to the article:

Strategic buyers generally shy away from taking on loads of leverage because the management teams have to produce the cash flow to service the debt. Nonetheless, says [Ravi Chanmugam, a partner in Accenture's strategy/mergers and acquisitions group], «there has to be better use of leverage by the strategics». One of the distinct competitive advantages of PE firms is their ability to create deal structures with various combinations of debt and equity¹⁵⁵.

Yet the article noted that the advice may not be practical for many strategic bidders given its conflict with the capital structure policies used by most publicly traded firms. It therefore cautioned, «while highly leveraged and richly priced transactions may produce greater returns, they often can produce greater volatility and less earnings predictability, which is not the risk/reward profile that's desired by many public-company shareholders»¹⁵⁶.

Equally important in explaining the narrowing of the pricing gap between strategic and LBO bidders was the evolution of the LBO industry during the late 1990s and early 2000s. By 2000, the LBO market was considerably different from that of the 1980s, both in terms of its size and the degree of competitiveness among LBO firms. Whereas an estimated 113 LBO firms managed approximately \$4.5 billion in capital in 1980, an estimated 2700 LBO firms managed over \$500 billion at the end of 2006¹⁵⁷. Simultaneously, the creative financial engineering strategies that fueled the 1980s buyout boom had become standard practice for every LBO firm and even for many prospective targets¹⁵⁸. As Bengt Holmstrom and Steven Kaplan have argued, U.S. companies in the 1990s routinely began to follow many of the principles pioneered by LBO firms in the 1980s, such as a focus on enhancing

¹⁵⁴Harrison, J. (2007). Holding Back in the M&A Race? Strategic Buyers Rack Up the Deals but Do Nothing to Push the M&A Envelope. *Mergers & Acquisitions*, at 1.

¹⁵⁵Id. at 28.

¹⁵⁶Id.

¹⁵⁷The Uneasy Crown, *Economist*, Feb. 10, 2007, at 74, 75.

¹⁵⁸See Neil Harper & Antoon Schneider, Private Equity's New Challenge: A Changed Competitive Landscape Calls for a Different Business Model, *McKinsey Q.*, Summer 2004.

shareholder value and the use of incentive-based compensation¹⁵⁹. As a consequence, the ability to add significant value by simply using traditional LBO strategies became considerably less likely than in the 1980s. Adding to this challenge was the rise of the competitive auction. Beginning in the 1980s, sellers of firms increasingly used investment banks to conduct auctions among LBO firms and strategic bidders as a means to secure greater acquisition premiums¹⁶⁰. For LBO firms, these developments heightened the need to find a competitive advantage in an increasingly crowded marketplace¹⁶¹.

Motivated by these competitive pressures, LBO firms began in the 1990s to focus on operational efficiencies as a potential source of value creation in leveraged acquisitions. As one industry observer summarized,

In the mid-1990s, a new investment model emerged with an added slant: operational value building. This called for more CEO-style thinking, with a focus on top-line growth and boosting profitability in ways that nurture, rather than gut, businesses. Soon, «value creation» became an LBO industry mantra. Not coincidentally, it was about this time that LBO specialists started calling what they do «private equity»¹⁶².

By 2000, the transition to this new model appeared to have been largely complete. According to one industry survey conducted in 2000, general partners of LBO firms indicated that from 1986 to 1990, financial leverage contributed 41% to average LBO returns while operating improvement accounted for 34%; by contrast, from 1996 to 2000 operating improvement contributed 43% to average LBO returns, while financial leverage had fallen to 24%¹⁶³. Indeed, during 2006 and 2007, this enhanced focus on value

¹⁵⁹See generally Holmstrom, B. & S.N. Kaplan (2001). Corporate Governance and Merger Activity in the United States: Making Sense of the 1980s and 1990s. *J. Econ. Persp.*, 15, 121.

¹⁶⁰See supra note 83; see also Harper & Schneider, supra note 158, at 2: «Almost all significant deals today are subject to a visible and public auction process as sellers seek the maximum price. In many large deals, the number of bidders, both alone and in consortia, can reach double digits».

¹⁶¹See Wright, M. et al. (2001). Firm Rebirth: Buyouts as Facilitators of Strategic Growth and Entrepreneurship. *Acad. of Mgmt. Executive*, 15, 111-122.

¹⁶²Carey, D. (2006). Not Your Father's LBO, Deal, available at <<http://www.thedeal.com>> (paid subscription required).

¹⁶³See Whitman, J. (2003). Something Ventured: LBO Firms Seek Hands-On Expertise, Dow Jones News Serv.(on file with the Fordham Law Review); see also Harper & Schneider, supra note 158, at 4: «Several buyout firms now recognize that they can create value (in conjunction with management teams) by participating more in managing the companies in their investment portfolio and by developing cross-industry functional skills-including marketing, pricing, lean

creation-along with the resulting jobs it creates-became a critical part of a large-scale marketing campaign by LBO firms to enhance the international image of private equity¹⁶⁴.

This new LBO model also appeared in a number of industry trends that occurred after 2000. For instance, because these «entrepreneurial» buyouts demand significant operational skills, a noticeable change occurred in the composition of general partners at many LBO firms. Whereas general partners in the 1980s had their roots in the corporate finance divisions of investment banks, LBO firms in the 1990s began recruiting prominent executives from Fortune 500 companies as partners or advisers and assembling panels of executives with expertise in particular industries¹⁶⁵.

manufacturing, and procurement and supply chain management». At about this time, finance scholars also began to question whether the traditional agency cost view of LBOs was appropriate and to examine whether some LBOs might be motivated by a growth-oriented perspective. See Wright, M. et al. (2000). Entrepreneurial Growth Through Privatization: The Upside of Management Buyouts. *Acad. of Mgmt. Rev.*, 25, 591. For a survey of this literature, see Bruining H. & E. Verwaal (2005). Successful Management Buyouts: Are They Really More Entrepreneurial? Erasmus Research Inst. of Mgmt, available at <<https://dSPACE.ubib.eur.nl/bitstream/1765/7130/1/ERS+2005+076+STR.pdf>>.

¹⁶⁴Much of this campaign was directed at Europe where LBOs have traditionally been associated with significant layoffs. Anxiety over the growth of LBOs in Germany, for instance, appeared in Germany's 2005 general election campaign when Franz Münterfering, then-chairman of Germany's Social Democrat Party, famously criticized private equity firms as «a swarm of locust[s]». Smith, P. (2006). «Locusts» Swarm to Germany in Effort to Improve Image, <<http://search.ft.com/ftArticle?queryText=locusts+swarm+to+germany&cy=0&ajee=true&x=0&id=060219003853&ct=0>>. In response, some of the largest LBO firms commenced a tour of Europe, emphasizing their focus on value creation and the jobs they create. See, e.g., James, H.E. (2006). President, Blackstone Group, Growing the Italian Economy: The Case for Private Equity Investment. Address at the Hotel Parco dei Principi, Rome, available at <<http://italy.usembassy.gov/events/2006/PrivateEquity/JamesSpeech.pdf>>; see also The Uneasy Crown, supra note 157: «[S]ince the mid-1990s private-equity firms have taken every opportunity to stress that they do not depend on financial engineering. [...] Instead, they prefer to draw attention to other ways in which they improve the firms they own».

¹⁶⁵See Carey, supra note 162; see also Harper & Schneider, supra note 158, at 4: «Several firms have begun to build groups of strategists, former operating executives, and turnaround specialists, while others have entered into alliances with third parties to provide such services». Some notable former chief executive officers who were recruited by LBO firms include General Electric's Jack Welch, hired by Clayton Dubilier & Rice, Ford's Jacques Nasser, hired by One Equity Partners, and IBM's Lou Gerstner, hired by the Carlyle Group. By 2006, even Kohlberg Kravis Roberts & Co. (KKR)—the buyout firm that originated the cost-cutting LBO of the 1980s-claimed twenty-nine partners and managing directors that had come from operating backgrounds. See Carey, supra note 162. KKR also reestablished an in-house consulting operation, Capstone, which is dedicated to brainstorming ways to foster growth among KKR's portfolio of operating companies. See id.

Likewise, this entrepreneurial philosophy appeared in the rise of a variation of the leveraged buyout—the leveraged buildup. In a leveraged buildup, an LBO firm pursues a «buy and build» strategy in which it uses an existing portfolio company to pursue multiple strategic acquisitions¹⁶⁶. By combining multiple businesses within a single company, an LBO firm can then realize operating synergies in much the same way that a traditional strategic bidder might. Perhaps most significantly, LBO firms demonstrated a marked tendency to specialize within particular industries as a way of gaining operational expertise that they could leverage into potential operating synergies¹⁶⁷. Increasingly, LBO firms collaborated with other LBO firms (and even strategic bidders) with complementary skill sets to form bidding consortia that might offer significant growth strategies in their bids¹⁶⁸. In short, LBO firms—either singly or through collaborative bidding—began acting like strategic bidders in their attempt to pursue potential operating synergies.

Significantly, by behaving like quasi-strategic buyers, LBO firms could also begin modeling their anticipated operating synergies into their takeover bids. The result was the gradual erosion of the historic pricing gap between LBO firms and strategic bidders during the late 1990s¹⁶⁹, a gap that appears to have been filled by aggressive debt financing following the meteoric rise in

¹⁶⁶See Wright et al., *supra* note 161, at 116-17; see also Kahn & Wilson, *supra* note 119, at 17: «In order to [...] compete more effectively against strategic buyers, many private equity funds today are focusing on buy-and-build strategies and positioning themselves as financial/strategic buyers».

¹⁶⁷See Harper & Schneider, *supra* note 158; see also Five Questions with [...] Justin Abelow Director, Houlihan, Lokey, Howard & Zukin, *Buyouts*, 2005, at 50, 50: noting that LBO firms «are [...] increasingly organized internally into industry silos [...] so even in the absence of [platform] portfolio companies they are bringing to bear highly refined industry expertise».

¹⁶⁸See Harper & Schneider, *supra* note 158.

¹⁶⁹See Snow, D. (2000). Multiples Show Who's Hot, Who's Not. *Buyouts*, at 1-23: noting that «financial buyers lately have been even more aggressive than strategic buyers in their bids, particularly when acquiring add-ons» because «[w]hen making an acquisition through a platform company, financial buyers can afford to make the same bids as traditional strategic buyers»; see also Five Questions with [...]. Justin Abelow Director, Houlihan, Lokey, Howard & Zukin, *supra* note 167, at 50: «[N]ow we are really seeing financials acting more like strategics, in a whole variety of ways. First, of course, they are acting increasingly through portfolio companies, effectively mimicking strategic synergies and therefore pricing behavior»; Jennifer Strauss, Amidst Turmoil, Multiples Stay Steady, *Buyouts*, Feb. 19, 2001, at 1, 1: noting that the «line between financial buyers and strategic buyers started to blur last year as both groups paid similar prices for similar companies, which sources attributed to a higher degree of specialization with private equity portfolios»; Kopin Tan, Multiples Jump, Yet Again, as LBO Firms Close Gap, *Buyouts*, Feb. 23, 1998, at 1, 46: «Sources came up with a variety of reasons explaining the closing of the

the demand for leveraged loans in 2004. Unwilling or unable to tap into this valuable source of debt financing, strategic bidders thus lost their traditional pricing advantage in competitive bidding contests.

3.3.4. Efficient or Inefficient Takeovers? The Case of Equity Office Properties

Thus, the story of the recent buyout boom is highly suggestive that LBO firms' more aggressive use of debt financing may have frequently played a deciding factor in their ability to outbid strategic bidders. Consequently, to the extent strategic bidders generally produce greater operating efficiencies and merger synergies than LBO firms, this uneven use of debt financing may have led to any number of suboptimal takeovers. Yet it is also imperative to emphasize the difficulty of determining this for certain, particularly in light of LBO firms' increasingly entrepreneurial approach to buyouts. In this regard, the story of the recent buyout boom is as much about the need to be cautious in using the allocational efficiency normative paradigm as it is about showing how debt financing can lead to suboptimal takeovers.

To see why, consider the difficulty of using the allocational efficiency normative paradigm to analyze the 2007 record-setting LBO of Equity Office Properties (Equity Office) by the Blackstone Group (Blackstone). In February 2007, Blackstone acquired Equity Office, a publicly traded real estate investment trust, for \$39 billion, displacing HCA as the largest LBO in history. The final purchase price represented a significant increase from Blackstone's original offer of \$36 billion, which it had negotiated with Equity Office in the fall of 2006¹⁷⁰. The reason for the increase was the emergence of Vornado Realty Trust (Vornado) as a competing bidder in January 2007.

As a publicly traded real estate investment trust (REIT), Vornado was attracted to Equity Office due to its significant office holdings in a number of coastal cities. Although Vornado planned on selling approximately \$20 billion of Equity Office's properties after the transaction, its primary motives for its bid were synergistic in nature: to «combine [Equity Office's] best assets in key coastal markets with Vornado's existing office platform in New York and Washington DC», to «[i]ntegrate the two portfolios to create a series of

pricing gap. For a start, with more buyout firms pursuing buy-build strategies, G.P.s increasingly are chasing synergies and behaving like quasi-strategic buyers».

¹⁷⁰See Equity Office Agrees to Be Acquired by the Blackstone Group, *Bus. Wire*, Nov. 20, 2006.

powerful operating platforms in high growth, high barrier-to-entry markets on each coast», and to «[e]mploy Vornado's operating disciplines of *leasing* and expense control to enhance each asset's profitability»¹⁷¹.

Yet Blackstone, one of the largest LBO firms in the country, appears to have anticipated some operating synergies of its own. Of the \$67 billion Blackstone had raised for LBOs, almost 20% had been devoted to real estate transactions¹⁷². Formed in 1992, Blackstone's real estate group had considerable experience in real estate investing and property management. By the spring of 2007, it had invested in 214 separate real estate transactions with a total enterprise value of over \$102 billion¹⁷³. Many of these transactions were conducted in partnership with major real estate operating companies such as Edward J. DeBartolo Corp., Host Marriott, Accor, and Berkshire Realty Company¹⁷⁴. In addition, at the time of the acquisition, the group had approximately forty real estate investment professionals on staff¹⁷⁵. Not surprisingly, in announcing its original agreement with Equity Office, Blackstone's remarks were decidedly synergistic as well: «We believe that the skills and strengths of Equity Office will greatly enhance our existing office platform, which has been expanded through our recent acquisitions of CarrAmerica and Trizec»¹⁷⁶.

In the end, Blackstone's anticipated synergies may have been just enough to allow it to use aggressive debt financing to win the contest. At \$41 billion, Vornado's offer clearly exceeded even Blackstone's final offer, but its offer to the Equity Office stockholders consisted of a combination of 45% stock and 55% cash¹⁷⁷. In its shareholder proxy statement, Equity Office explained that this combination of consideration reduced the value of Vornado's offer as compared to Blackstone's all-cash offer for two reasons. First, Vornado would be required to obtain its own stockholders' consent before it could

¹⁷¹Vornado Realty Trust, Discussion of Offer to Acquire Equity Office Properties (Feb. 1, 2007), available at <<http://www.secinfo.com/dl1MXs.u73h.htm>>.

¹⁷²Equity Office Agrees to Be Acquired by the Blackstone Group, *supra* note 170.

¹⁷³Blackstone Group, L.P., Pre-effective Amendment to Registration Statement (Amendment 9 to Form S-1) 165 (June 21, 2007), available at <<http://www.secinfo.com/dVut2.u4V3.htm>>.

¹⁷⁴Real Estate Group, Blackstone Group, Blackstone Advantages, <<http://www.blackstone.com/realstate/advantages.html>> (last visited Feb. 20, 2008).

¹⁷⁵Equity Office Agrees to Be Acquired by the Blackstone Group, *supra* note 170.

¹⁷⁶*Id.*

¹⁷⁷Vornado Realty Trust, *supra* note 171.

issue stock in the transaction, adding uncertainty to the offer¹⁷⁸. Second, the solicitation of Vornado's stockholders would result in a significant delay in closing of up to four to six months¹⁷⁹.

Vornado, of course, was well aware of these concerns based on Equity Office's initial response to its offer and could have avoided them altogether by making an all-cash bid. Doing so, however, would have required Vornado to increase its level of debt financing, an option that would have likely conflicted with what it believed to be a satisfactory financing policy for a publicly traded REIT. In many ways, its original offer was already pushing this policy to the limit given that Vornado intended to fund the cash portion of its offer with debt financing amounting to 75% of the transaction value¹⁸⁰. However it was careful to emphasize to analysts and stockholders that it planned to reduce this debt burden to 40% of Vornado's total capitalization within one year of the transaction by selling off \$10 billion of Equity Office assets. The sales, Vornado assured analysts, «will allow us to bring leverage down and retain our balance sheet flexibility»¹⁸¹. Moreover, in addressing the question, «Why are you using 45% stock?» in its discussion of the offer with analysts, Vornado further emphasized its desire for financial flexibility:

We have always maintained a disciplined approach to our balance sheet and want to appropriately capitalize this portfolio. The amount of stock being issued is based on the amount of equity we believe will maintain our balance sheet flexibility over the long-term¹⁸².

Free from these concerns and comfortable with a highly leveraged capital structure, Blackstone could utilize a greater degree of debt financing to submit its faster, more certain offer-its final, all-cash offer was funded with debt financing amounting to 83% of its total bid¹⁸³.

So who was the optimal bidder from the perspective of allocational efficiency? Certainly, one could argue that the story of Equity Office is simply a story

¹⁷⁸Equity Office Properties Trust, Proxy Statement (Schedule 14A) (Feb. 2, 2007), available at <<http://www.secinfo.com/dsvRm.u1Ce.htm>>.

¹⁷⁹See *id.*

¹⁸⁰See Vornado Realty Trust, *supra* note 171.

¹⁸¹*Id.*

¹⁸²*Id.*

¹⁸³Equity Office Properties Trust, Proxy Statement (Schedule 14A) (Jan. 29, 2007), available at <<http://www.secinfo.com/dsvRm.ul lz.htm>>.

about how Blackstone used aggressive debt financing to impede a socially optimal bidder from acquiring target. As this Article has demonstrated, the implicit subsidy of debt financing is real, and Blackstone's financing structure would appear to be tapping into this subsidy to compete with Vornado in much the same way that ManagementCo used debt financing to compete with StrategyCo in Part II.A. Yet this conclusion is made difficult by the fact that, as a REIT, Equity Office effectively paid no corporate income tax¹⁸⁴, and Blackstone's bid was structured to ensure that the surviving business would also be treated as a flow-through entity for federal income tax purposes. As such, the normal tax shields that arise from debt financing were actually not available for the surviving firm and, consequently, could not be used by Blackstone in valuing Equity Office¹⁸⁵. Accordingly, while this Article has sought to emphasize how the implicit subsidy of debt can often affect bidding outcomes, the Equity Office transaction must ultimately serve as a telling reminder that an LBO firm acting as a quasi-strategic bidder does not necessarily need the implicit subsidy of debt finance to outbid a strategic bidder.

In the end, then, this more granular analysis of the general trend of LBO firms to compete successfully with strategic bidders makes it less than clear whether any particular buyout represents an inefficient takeover. But what remains clear is that unless we take financing seriously, takeover scholarship will continue to conclude wrongly that the highest priced offer is necessarily the optimal offer and, in the process, will continue to risk advocating legal rules that promote inefficient takeovers.

4. CONCLUSIONS

This Article has sought to introduce into legal scholarship a fact well known among financial economists, investment bankers, and company managers: it matters how a bidder finances an acquisition offer. In every acquisition, a bidder has the option of using debt financing, and when it does, an implicit government subsidy will ordinarily appear in its ultimate valuation of a target.

¹⁸⁴In a REIT, 95% of the net income is passed through to the stockholders and not taxed at the corporate level. I.R.C. §§ 856-859 (2000).

¹⁸⁵Cf Jaffe, J.F. (1991). Taxes and the Capital Structure of Partnerships, REITs, and Related Entities. *J. Fin.*, 46, 401: providing proof that the value of a REIT is invariant to leverage decisions due to the absence of corporate taxes.

Moreover, because financing policy is endogenous to a firm, bidders will differ in their use of debt financing, thereby allowing this subsidy to affect bidding contests particularly during periods of robust credit markets, such as the market that existed during 2004 to 2007.

As this Article has shown, appreciating the influence of bidders' divergent financing decisions on bidding outcomes has considerable implications for analyzing real world takeovers. For takeover scholars, bidders' divergent use of debt financing poses a fundamental challenge to the standard efficiency framework traditionally used to analyze corporate acquisitions. In particular, the ability of bidders' financing decisions to affect bidder valuations reveals the inherent difficulty of using a bidder's offer price as a proxy for its ability to put a target's assets to productive use. Given the implicit subsidy of debt financing, the highest bidder in a takeover contest may simply be the bidder that is most willing to tap into this subsidy rather than the bidder that will optimize a target's business. As a result, accurate analysis of allocational efficiency in real world takeovers requires careful attention to how bidders form their valuations.

Likewise, for corporate directors considering a takeover bid, this Article emphasizes the need to study closely the relationship between a bidder's financing decision and its valuation of the target company. In light of this relationship, a target's board can gain considerable insight into the value proposition of a proposed takeover bid by explicitly examining a bidder's anticipated financing structure¹⁸⁶. Equally important, the analysis presented here should encourage directors to understand how particular financing decisions-and therefore particular sources of acquisition premiums-are often tied to particular types of bidders. As this Article has demonstrated, the highly leveraged capital structure of an LBO is likely ill-suited for most publicly traded bidders. Understanding this feature of corporate finance might be

¹⁸⁶Not surprisingly, a discussion of a bidder's anticipated acquisition financing is a standard part of most presentations made by a target's financial advisors to a target's board of directors. See, e.g., Credit Suisse Sec. (USA) LLC & Morgan Stanley & Co., Project Hero, Presentation to the Board of Directors of HCA Inc. (July 23, 2006), available at <<http://www.secinfo.com/dsVsf.v7Fu.b.htm>>.

critical for a board seeking to discharge its fiduciary obligation of care when assessing an acquisition offer from an LBO firm¹⁸⁷.

Lastly, for Congress, too, this Article has important implications. Indeed, the fact that debt financing can impair allocational efficiency in the takeover market is fundamentally a challenge for tax policy. While it is beyond the scope of this Article to discuss the wisdom of the corporate level tax that gives rise to this challenge, it is important to address in closing at least one question implicit in this Article's thesis: should Congress be concerned if existing tax law impairs allocational efficiency?

To be sure, the goal of promoting an allocationally efficient takeover market is not one that has traditionally motivated tax policy. But one need only consider the consequences of a takeover wave dominated by highly leveraged bids to see why Congress might be concerned with the implicit subsidy of debt financing. Indeed, given the credit crisis that has followed the buyout wave of 2004 to 2007, Congress would seem to have a very real interest in any tax rule that encourages bidders to use ever-greater amounts of debt financing to remain competitive in an auction setting. To the extent bidders miscalculate the financial distress costs of leverage, such a takeover wave may significantly enhance the overall level of systematic risk in the economy. These concerns are only accentuated by considering the more prosaic effect of such

¹⁸⁷The significance of this point was vividly illustrated during late 2006 as the recent buyout wave reached its crest. Faced with the choice of approving or rejecting a buyout offer from an LBO firm, target shareholders began to vote down proposals with increasing frequency. In some cases, target shareholders explained their "no" votes on the basis that the target's own management should be able to effect the changes proposed by the LBO firms through a leveraged recapitalization, thereby allowing the target's existing stockholders to realize the considerable returns expected by the LBO bidders. Following the announcement of a proposed LBO of Clear Channel Communications, for instance, one prominent shareholder objected to the proposal on the grounds that the company's managers should engage in a «do-it-yourself leveraged buyout». Berman, D.K. & S. McBride (2007). Clear Channel Showdown Signals Investor Wariness of Private Buyouts. *Wall St. J.*, Jan. 27, at A1. As the shareholder explained, «All the analyst reports say that private equity will be making 23% [annual returns] on their investment. I find 23% a rather attractive proposition, and I want it». *Id.* (quoting Jeremy Hosking). One must, of course, take seriously the contention that a target's managers have indeed failed to optimize the target's business. Yet when it comes to mimicking an LBO firm's proposed capital structure, a target's shareholders and directors would be well advised to take seriously the central point of Part I: the ability to utilize aggressive amounts of debt financing varies among companies for reasons that may have nothing to do with agency problems. Failing to consider the very real limitations even loyal managers face in determining a firm's optimal capital structure risks overlooking-and perhaps even rejecting-the unique value offered by an LBO.

a takeover wave on tax revenue: as target firms enjoy the benefits of larger tax shields, an important source of tax revenue could quickly diminish¹⁸⁸.

In short, Congress, boards of directors, and legal academics must all take seriously the power of debt financing to affect bidding outcomes. Admittedly, such an endeavor will make more complicated and nuanced the standard efficiency paradigm that has traditionally guided takeover analysis. But to continue to ignore the systematic importance of finance in the name of analytical simplicity is to reify a model of takeovers that is not only inconsistent with the realities of everyday life but likely to confuse efficient with inefficient takeovers.

¹⁸⁸An examination of the relationship between the most recent LBO wave and tax revenue is very much in order. The primary academic study of the extent to which LBOs result in a reduction in the corporate tax base was last conducted in 1989 following the 1980s buyout wave. See Michael Jensen et al., *Effects of LBOs on Tax Revenues of the U.S. Treasury*, 42 *Tax Notes* 727 (1989). The authors estimated that, notwithstanding the reduction in corporate tax receipts due to the heavy use of leverage, the U.S. Treasury likely had a net gain in tax revenue from the buyout wave owing to an increase in capital gains taxes assessed on target shareholders, an increase in taxable interest payments paid to corporate debt holders, and an increase in corporate taxes as targets realized greater operating efficiencies. Given the considerable changes to the buyout market identified in this Article, it is unclear whether these conclusions would continue to hold today. In particular, many of the holders of leveraged loans are no longer banks, but institutional investors such as CLOs who may often be either tax exempt or non-U.S. taxpayers that pay no tax on portfolio interest. See *supra* text accompanying notes 135-40. I am grateful to Vic Fleischer for this insight.

FINANCIAMIENTO DE PROYECTOS MINEROS A TRAVÉS DE TRANSACCIONES DE *METAL STREAMING*

María Fernanda Gadea Rivera

1. INTRODUCCIÓN Y CONCEPTO

La minería es una actividad económica de gran importancia para el desarrollo del Perú, tan importante que a menudo se nos describe como un «país minero». La producción y el potencial de la minería en el Perú nos han ubicado entre los países mineros más importantes, no solo de Latinoamérica sino del mundo. «Un potencial de producción que se proyecta hasta el 2050 y la ingente cantidad de recursos geológicos aún no desarrollados confirman que el Perú tiene una extraordinaria perspectiva de país minero, actividad extractiva que puede aportar a las arcas del Estado un aproximado de 547 000 millones de dólares hasta ese año. Es una proyección que incluso puede ser conservadora, pero que tiene una buena base técnica para creer que los ingresos pueden ser mayores» (diario oficial *El Peruano*, 2018).

Con base a lo antes señalado, considerando el éxito del sector minero en el Perú, existe un apetito muy grande por desarrollar proyectos mineros y obtener el mayor provecho de la riqueza minera en nuestro país. Es por ello que las transacciones respecto de proyectos o empresas mineras en el Perú han ido incrementando cada vez más; no solo respecto de financiamientos sino también de fusiones y adquisiciones, contratos de *royalty*, reorganizaciones societarias, entre otras. Un ejemplo de ello es que, según lo señalado por EY, en el 2017 las transacciones de fusiones y adquisiciones en el sector minero incrementaron en 20.5% en cuanto a cantidad y 110.7% en cuanto al valor de las mismas (*Rumbo Minero*, 2018). Entre las principales transacciones de fusiones y adquisiciones mineras se encuentra la adquisición por parte de Glencore de un porcentaje de acciones de Volcan, la cual ha sido ubicada en

el top 5 de las transacciones mineras más importantes en Latinoamérica en el 2017 (*Rumbo Minero*, 2018). Sin embargo, en este artículo se desarrolla principalmente el financiamiento de proyectos mineros.

A lo largo del tiempo, las formas de financiar proyectos mineros en el Perú y en el mundo han sido a través de los métodos tradicionales, es decir a través del financiamiento de deuda y de capital. En particular, el financiamiento de deuda ha sido, y probablemente se mantenga por los próximos años, como la fuente principal de financiamiento en la industria minera. Cuando se trata de un financiamiento de deuda, las entidades financieras —ya sean internacionales, locales o ambas— otorgan un préstamo a favor de la empresa minera con la finalidad de que esta pueda desarrollar el proyecto minero del cual es titular.

Antes del año 2004, el principal método alternativo al financiamiento de deuda y financiamiento de capital en la industria minera era el contrato de *royalty*. En virtud de un contrato de *royalty*, el comprador (*royalty company*) realiza a favor de la empresa minera un pago de manera adelantada por una única vez y, a cambio de ello, la empresa minera le entrega un porcentaje de los ingresos del proyecto minero. La contraprestación por parte de la empresa minera será entregada al comprador en un futuro, es decir, una vez que el proyecto minero empiece a generar ingresos.

Sin embargo, a partir del 2004, las estructuras de las transacciones de *royalty* fueron evolucionado. Como consecuencia de dicho proceso de evolución se creó un nuevo método de financiamiento para los proyectos mineros que resultaba bastante más flexible que los métodos tradicionales; las transacciones de metal *streaming*. Desde aquel momento, tanto las transacciones de *metal streaming* como los *streaming companies* han ido incrementado de manera significativa.

Un contrato de *metal streaming* es un contrato de compraventa de minerales. En dicho contrato el comprador (*streaming company*) realiza un pago adelantado denominado *upfront payment* a favor de la empresa minera en calidad de vendedora. En contraprestación por el pago del precio, la vendedora otorga al *streaming company* el derecho de recibir en un futuro la cantidad de mineral que las partes hayan pactado. El pago adelantado podrá ser parcial o total y el desembolso del mismo podrá estar sujeto al cumplimiento de determinadas condiciones precedentes por parte del vendedor.

Como parte del precio, las partes pueden pactar pagos fijos adicionales al *upfront payment*, denominados *ongoing payments*, los cuales se suelen calcular en función del precio de mercado del mineral al momento de su entrega. El *upfront payment* se irá reduciendo con cada entrega de mineral, y una vez que este quede reducido a cero —es decir, una vez que el vendedor haya entregado todo el mineral equivalente al monto del *upfront payment*— el comprador continuará pagando el monto fijo pactado por todo el resto de mineral en el marco del contrato. A continuación, se desarrolla un ejemplo con la finalidad de demostrar la diferencia entre el *upfront payment* y el *ongoing payment*. Para un contrato de *streaming* se acuerda que el vendedor estará obligado a vender 500 toneladas de oro a favor del *streaming company* y este pagará de manera adelantada y parcial (*upfront payment*) un monto total de US\$ 200 millones, que representa 200 toneladas de oro del proyecto minero Pepita. Una vez que el vendedor haya entregado las doscientas toneladas de oro al *streaming company* (lo cual se dará a lo largo de los años) y el *upfront payment* haya quedado reducido a cero, el *streaming company* estará obligado al pago del *ongoing payment* como contraprestación de las 300 toneladas de oro adicionales respecto de las que el vendedor se obligó a vender al *streaming company*¹. El *ongoing payment* por esas toneladas será calculado de acuerdo al precio al momento de entrega dichas toneladas pendientes. Es así que una de las particularidades del contrato de *streaming* es que en virtud del *upfront payment* las partes fijan hoy el precio del mineral que será producido y entregado en un futuro.

Como mecanismo de protección para el comprador, se puede pactar que cualquier monto del *upfront payment* que no haya sido utilizado antes de la terminación del contrato debido a una menor producción de la mina sea devuelto al comprador. «Esta provisión, cuando se incluye en un contrato de metal *streaming*, otorga protección al inversionista respecto de la pérdida de su inversión en caso de mal desempeño de la mina». (Taplin & Patrick, 2013). Usando nuestro ejemplo anterior, si por una menor producción de la mina Pepita, esta solo llega a producir un total de 180 toneladas de oro, el vendedor estaría obligado a devolver el porcentaje del *upfront payment* que se pagó de más, es decir el monto equivalente a las 20 toneladas de oro que no se produjeron.

¹ Ejemplo incluido únicamente a modo ilustrativo.

Las transacciones de *royalty* y *metal streaming* como métodos alternativos de financiamiento tienen varios puntos en común. El punto principal es que en ambos casos el comprador realiza un pago adelantado a la compañía minera. Sin embargo, la principal diferencia entre ambas estructuras es que, en un contrato de *royalty*, como contraprestación el comprador recibe el derecho a un porcentaje de los ingresos del proyecto minero; mientras que en el caso de una transacción de *streaming*, el comprador recibe el derecho de adquirir determinada producción futura del proyecto minero.

2. ESTRUCTURA

El título décimo tercero de la Ley General de Minería² regula los contratos mineros, tales como el contrato de transferencia, contrato de opción, contrato de hipoteca, entre otros. Sin embargo, dicha ley no regula de manera expresa el contrato de *metal streaming*, con lo cual queda descartada la alternativa de que se trate de un contrato minero típico.

En ese sentido —considerando la tesis de «la autonomía de la voluntad para contratar sobre derechos mineros con mayor amplitud a la de las instituciones contractuales reconocidas en la Ley General de Minería» (Lastres Bérnizon, 2009)— se podría evaluar que estemos ante un contrato minero atípico. Este se regiría por las reglas generales del derecho común, mientras que no se oponga a lo establecido en la Ley General de Minería. Sin embargo, podemos identificar dos diferencias principales entre los contratos mineros y el contrato de *streaming*.

La primera diferencia es que los contratos mineros regulados bajo la Ley General de Minería versan sobre el derecho minero en sí. Por ejemplo, en el contrato de hipoteca minera, se crea un gravamen sobre la concesión minera; en el de cesión, se cede la concesión minera a cambio de una compensación; y en el de transferencia, se transfiere la concesión minera. Sin embargo, el contrato de *streaming* versa sobre el mineral obtenido de dichas concesiones y no sobre la concesión misma.

La segunda diferencia es que de conformidad con el artículo 163 de la Ley General de Minería, los contratos mineros deben constar por escritura pública e inscribirse en el Registro Público de Minería. Sin embargo, un contrato

² Texto Único de la Ley General de Minería aprobado por decreto supremo 014-92-EM.

de *streaming* es un contrato privado que no requiere de inscripción para su reconocimiento.

El contrato de *streaming* se aleja de la definición de contratos mineros y encaja en la estructura de un contrato de compraventa de un bien futuro. En virtud de este contrato, el *streaming company* adquiere de la empresa minera una cantidad determinada o determinable de minerales que serán producidos en el futuro a cambio del pago total o parcial del precio que se hará efectivo de manera adelantada. De esta manera, las empresas mineras logran financiar sus operaciones con la recepción del pago del precio de manera anticipada al inicio de la etapa productiva y el comprador se asegura el derecho de adquirir dicha producción en términos que suelen ser más beneficiosos que si adquiriera el mineral en el momento en el que estos existan.

Teniendo en cuenta lo antes señalado, un contrato de *streaming* bajo ley peruana debería estar sujeto a las normas de compraventa establecidas en el Código Civil. Es importante precisar que, al tratarse de una compraventa, basta con el acuerdo entre cosa (mineral) y precio para cumplir con los elementos esenciales. Todos los demás términos y condiciones serán determinados de conformidad con las necesidades de las partes. En ese sentido, existen muchas formas de estructurar o regular un contrato de *streaming*, ofreciendo la flexibilidad para ser diseñado de la manera que mejor se adecúe a la operación respecto de la cual va a ser aplicado.

Las características principales de las transacciones de *streaming* serán las de un contrato de compraventa e incluirán determinadas particularidades que la diferencian de una compraventa simple y regular:

- Precio: el comprador estará obligado al pago del precio como contraprestación del bien (minerales) que será pagado de manera anticipada no solo a la entrega del mineral, sino usualmente a la producción de dicho mineral.
- Plazo y ejecución: el contrato de *streaming* se mantiene vigente por plazos usualmente largos en función a la explotación de una determinada concesión minera. La idea es que el contrato se encuentre vigente durante el tiempo de vida de la mina. Adicionalmente, se trata de un contrato de ejecución sucesiva y diferida.

- Bien: los bienes materia del *streaming* (minerales) son bienes futuros que a la fecha de celebración del contrato no existen.

Respecto de la forma de definir el mineral que será materia de la transacción de *streaming* existen dos mecanismos que suelen ser aplicados en dichas transacciones, independientemente de cualquier método adicional alternativo que las partes pudieran diseñar de acuerdo a la estructura del proyecto en particular.

- Un primer método es el de establecer que los minerales materia de la compraventa serán los que se extraigan de determinado proyecto minero. En ese escenario, las partes pactan que la empresa minera estará obligada a entregar al comprador todo o parte del mineral obtenido de determinado proyecto minero.
- Un segundo mecanismo, el cual resulta bastante común en los contratos de *streaming*, es el de usar únicamente como referencia la producción de determinado proyecto minero. En ese sentido, el vendedor estará obligado a entregar al comprador una cantidad de mineral equivalente a determinado porcentaje de producción del mineral en determinado proyecto minero. La particularidad de este mecanismo es que el mineral efectivamente entregado al *streaming company* podrá ser extraído de cualquier mina y no estará limitado a la producción de aquel proyecto minero pactado. Una cláusula tipo para explicar este mecanismo es la siguiente: «el vendedor estará obligado a entregar al comprador una cantidad de oro y plata equivalente al 80% de la producción de oro y plata mensual extraída del Proyecto Minero X». De esta manera, se le otorga la flexibilidad al vendedor de poder entregar el mineral extraído de cualquier proyecto minero, siempre que cumpla con la cantidad (determinada o determinable) y calidad de mineral que se comprometió a entregar.

3. OBLIGACIONES Y GARANTÍAS

Los contratos de *streaming* suelen ser diseñados con la finalidad de que la empresa minera pueda desarrollar el proyecto minero y la producción de los minerales con los fondos del pago que realice el comprador. Este asume cierto riesgo en realizar el desembolso de gran parte del precio en una oportunidad en la que no solo no le han entregado los minerales, sino que

estos usualmente no existen. Es por ello que resulta indispensable que los contratos de *streaming* regulen e incluyan todas las protecciones necesarias a favor del comprador con la finalidad de garantizar el cumplimiento de las obligaciones de los vendedores, principalmente la obligación de entregar los minerales futuros al comprador.

Las cláusulas principales para buscar cubrir el riesgo antes señalado son las cláusulas de obligaciones de hacer y de no hacer del vendedor, declaraciones y garantías a ser otorgadas por el vendedor y garantías sobre activos y/o derechos del proyecto minero otorgadas a favor del comprador.

3.1. Declaraciones y garantías

En una transacción de *streaming*, el comprador buscará que el vendedor otorgue declaraciones y garantías con la finalidad de asegurar la titularidad sobre el proyecto minero, la situación legal del mismo, la validez y cumplimiento de todos los permisos, autorizaciones y licencias requeridas para la operación del proyecto, la propiedad y/o posesión sobre los activos relacionados al proyecto y la autorización y capacidad del vendedor para celebrar el contrato y asumir las obligaciones reguladas en el mismo.

3.2. Obligaciones

Las obligaciones que se regulan en un contrato de *streaming* varían dependiendo de los intereses de las partes y la situación en la que se encuentra el proyecto minero. Considerando que la finalidad del *metal streaming* es la compraventa del mineral, los vendedores deberán asumir obligaciones destinadas a mantener la situación legal, propiedad, posesión y capacidad de producción del proyecto minero materia del contrato. En ese sentido, obligaciones tales como prohibición de enajenar, transferir, disponer y/o gravar los derechos y activos relacionados al proyecto minero, obtener y mantener vigentes todos los permisos, licencias y autorizaciones requeridos para la operación del proyecto, conservar la titularidad de todos los derechos otorgados sobre las concesiones mineras, mantener la posesión de los activos relacionados al proyecto así como asegurar los mismos, entre otras, suelen regularse en un contrato de *streaming*.

Adicionalmente, las empresas mineras que no han iniciado la etapa de producción del proyecto materia del contrato, suelen asumir la obligación de

destinar los fondos que han recibido como parte del precio exclusivamente para la operación y desarrollo del proyecto minero. Sin embargo, existen supuestos en los que «[...] esto puede no ser necesario dependiendo de la capacidad financiera de la compañía minera y su capacidad de acceder a otras fuentes de capital con la finalidad de completar el proyecto» (Mackay & Bennet, 2014).

Las obligaciones reguladas en una transacción de *streaming* resultan bastante más flexibles que las que requieren los prestamistas bajo un financiamiento de deuda. En los financiamientos de deuda, los prestamistas suelen ser entidades con aversión al riesgo que buscan contar con todas las protecciones y mecanismos necesarios para asegurar la devolución del crédito. Es por ello que, ante un financiamiento de un proyecto minero, los prestamistas buscarán garantizar no solo la titularidad y el desarrollo de dicho proyecto, sino también la capacidad de la empresa minera de cumplir con el repago del préstamo. Por eso, exigirán obligaciones relacionadas al proyecto minero, y también obligaciones relacionadas a la capacidad financiera de la empresa minera, tales como obligaciones y ratios financieros y obligaciones de reporte. Por el contrario, en un contrato de *streaming*, los compradores buscarán asegurar principalmente la titularidad y desarrollo del proyecto minero, así como la venta del mineral por lo que las obligaciones estarán limitadas a aquellas relacionadas a la titularidad y desarrollo del proyecto minero. «Los términos de un *streaming* típicamente no otorgan al comprador control sobre las decisiones operativas de la mina y generalmente no requieren que la compañía minera cumpla determinados ratios financieros» (Eastman, Graves & Mariage, 2017).

3.3. Garantías

Otro de los principales aspectos a ser regulados en un contrato de *streaming* son las garantías a ser otorgadas a favor del comprador con la finalidad de garantizar la entrega del mineral futuro. Para determinar el paquete de garantías que será solicitado a la empresa minera, se debe tener en cuenta la capacidad crediticia o el grupo económico al que pertenece dicha empresa minera. Bajo ese análisis se definirá si corresponde solicitar un paquete de garantías y, de ser así, qué tan sólido y completo debe ser el mismo.

Como señala Monk (2014): «Usualmente, los derechos del comprador estarán garantizados, salvo que el operador sea una compañía minera grande y bien

establecida, la cual es poco probable que incumpla sus obligaciones bajo el contrato de *streaming*». Por ello, se han ejecutado transacciones en las cuales la capacidad crediticia del vendedor y/o del grupo económico detrás de este, han sido suficientes como para que no resulte necesario el otorgamiento de garantías a favor del comprador.

En los casos en los que sí se regula el otorgamiento de garantías, el comprador suele solicitar gravámenes sobre los derechos y/o activos relacionados al proyecto minero, siendo las más usuales las que se señalan a continuación:

- Hipoteca sobre concesiones mineras: de acuerdo a lo establecido en el artículo 172 de la Ley General de Minería, se puede constituir hipoteca sobre las concesiones inscritas en Registros Públicos. El vendedor podrá constituir hipoteca sobre las concesiones que forman parte del proyecto minero respecto del cual este es titular. La hipoteca minera únicamente puede constituirse sobre las concesiones que han sido debidamente otorgadas a favor del titular y cuyo otorgamiento ha quedado inscrito en Registros Públicos. Las concesiones que constan en petitorio y que están en proceso de otorgamiento, no podrán ser hipotecadas hasta que hayan sido debidamente inscritas en Registros Públicos a nombre de su titular.

Las partes podrán regular la obligación del vendedor de incluir todas aquellas concesiones que a la fecha de celebración de la hipoteca constan en petitorio una vez que queden inscritas en Registros Públicos, así como todas las demás concesiones que le vayan siendo otorgadas en el transcurso del tiempo. La finalidad de estas actualizaciones es que el comprador tenga un gravamen sobre todas y cada una de las concesiones relacionadas al proyecto minero. El contrato de hipoteca deberá constar inscrito en el Registro Minero.

- Hipoteca sobre inmuebles: en caso existan inmuebles que forman parte del proyecto minero y se encuentran dentro del área del mismo, el vendedor puede otorgar una hipoteca sobre dichos inmuebles a favor del comprador.
- Garantía mobiliaria sobre equipos: el vendedor puede otorgar en garantía mobiliaria los bienes, equipos y maquinarias que son utilizados para el desarrollo del proyecto minero y/o cualquier bien mueble relacionado a la producción de los minerales. Para una mayor

protección de la garantía a favor del comprador, es recomendable inscribir el contrato de garantía mobiliaria en el Registro Mobiliario de Contratos y mantenerlo actualizado conforme el vendedor vaya adquiriendo nuevos equipos relacionados a la explotación de la concesión minera.

A diferencia de los *streaming companies*, los prestamistas bajo un financiamiento de deuda suelen solicitar garantías sobre todos los activos y derechos de la empresa minera. Adicionalmente a las garantías antes señaladas, un prestamista podría solicitar una garantía mobiliaria sobre las acciones del vendedor, sobre los flujos, derechos de crédito, cesiones condicionadas de derechos bajo permisos, cesiones condicionadas de posición contractual de contratos materiales, y la entrega de pagarés en blanco con sus debidos acuerdos de llenado.

3.4. Acuerdos entre acreedores

Existe la posibilidad que los contratos de *streaming* se celebren con vendedores que ya tienen un financiamiento de deuda vigente o que, luego de celebrado el contrato de *streaming*, el vendedor obtenga un financiamiento. En esos casos, si bien hemos señalado que el paquete de garantías a ser otorgado en una transacción de *streaming* suele ser más flexible que el de un financiamiento; el prestamista y el comprador van a estar en la situación de compartir algunas de las garantías. Para ello, el comprador y el prestamista celebrarán un acuerdo entre acreedores (*intercreditor agreement*). En virtud de este regulan todos los términos y condiciones respecto del tratamiento de las garantías compartidas entre los acreedores, la ejecución de las mismas en caso de incumplimiento y el orden de pago del producto de la ejecución de dichas garantías. Las partes pueden designar a un agente de garantías con la finalidad de que este actúe en representación e interés de todos los acreedores frente al vendedor/deudor.

Los acuerdos entre acreedores tienen la dificultad de tener que encontrar un balance entre los intereses del comprador, quien buscará asegurar que el proyecto minero continúe con la finalidad de poder seguir recibiendo el mineral que le corresponde, y los intereses del prestamista, quien buscará ejecutar las garantías con la finalidad de recuperar el crédito. Sin embargo, tal como señalan MacKay & Bennet (2014):

[...] los *streaming* companies usualmente acordarán entregar el control del proceso de ejecución al banco prestamista y acordarán un periodo de *stand still* en el cual no realizarán ninguna acción de ejecución de garantías a cambio de que el prestamista acuerde que en una situación post incumplimiento, el *streaming company* continuará recibiendo la producción que le corresponde bajo el contrato mientras la mina siga en operación, y que, en caso de ejecución o insolvencia, los prestamistas no venderán o acordarán vender la compañía minera o sus activos sin que el nuevo comprador asuma las obligaciones reguladas bajo el contrato de *streaming*.

4. DIFERENCIAS CON OTRAS FUENTES DE FINANCIAMIENTO

Existen varias diferencias entre el financiamiento mediante un contrato de *streaming* y los financiamientos tradicionales de deuda o capital. A continuación, se encuentra el resumen de las principales diferencias entre estos:

	Financiamiento de deuda	Financiamiento de capital	<i>Metal streaming</i>
Acreedor	Entidades financieras	Estructuradores / inversionistas	<i>Streaming companies</i>
Dilución	No aplica	Disminuye participación	No aplica
Impacto en estados financieros	Pasivo / deuda financiera	Patrimonio / cuenta capital	Depende de la estructura del <i>streaming</i>
<i>Due diligence</i>	<i>Full due diligence</i> financiero y legal	<i>Full due diligence</i> financiero y legal	Confirmación de reservas y <i>due diligence</i> legal general acotado
Estructura	Deuda garantizada	Emisión de valores	Varía dependiendo del proyecto minero
Garantías	100% de activos y derechos del proyecto y del deudor	No aplica	Flexible, usualmente principales activos y derechos del proyecto
Obligaciones	Obligaciones financieras y reporte directo	Reporte según estándar del mercado de valores	Sujetas al proyecto, activos y producción
Condiciones de cierre	Estándar para desembolsos	Regulatorias según oferta pública o privada	Flexible

	Financiamiento de deuda	Financiamiento de capital	<i>Metal streaming</i>
Documentos de la transacción	Contrato de crédito Pagaré en blanco y acuerdo de llenado Hipoteca sobre concesiones Hipoteca sobre inmuebles Garantía sobre acciones Garantía sobre equipos y maquinaria Garantía sobre flujos y cuentas Garantía sobre intangibles e inventarios Cesión condicionada de derechos	Prospecto de emisión Contrato de emisión Contrato de colocación	<i>Metal Purchase Agreement</i> Hipoteca sobre concesiones Hipoteca sobre inmuebles Garantía sobre equipos y maquinaria Garantía sobre inventario

5. TRATAMIENTO TRIBUTARIO

El tratamiento tributario de las transacciones de *streaming* dependerá del domicilio del vendedor, de la mina y/o del comprador.

Actualmente las transacciones de *streaming* en las que el vendedor es una empresa domiciliada en el Perú no son tan eficientes como lo serían si es que el vendedor estuviera domiciliado en países cuya legislación tributaria favorece este tipo de actividades y cuenta con una baja o nula imposición.

5.1. Impuesto a la Renta

Si el vendedor es domiciliado en el Perú, tendrá que pagar impuesto a la renta corporativo, equivalente a 29.5% sobre el margen que obtenga por la venta del mineral.

Para efectos tributarios, el pago adelantado (*upfront payment*) estará vinculado a una venta diferida y, por lo tanto, el vendedor solo deberá reconocer un ingreso gravado cuando el mismo se devengue.

Debemos resaltar que para efectos del impuesto a la renta, la venta del mineral deberá estar sujeta a las normas de valor de mercado generales contenidas en el artículo 32 del Texto Único Ordenado de la Ley del Impuesto a la

Renta³, y si el *streaming company* está domiciliado en un paraíso fiscal, dicha transferencia estará sujeta a las normas de precios de transferencia recogidas en el artículo 32-4 de la mencionada ley.

5.2. Impuesto General a las Ventas (IGV)

Partiendo de la premisa que el mineral vendido bajo el contrato de *streaming* está ubicado en el Perú, la ineficiencia de este tipo de transacciones para un vendedor domiciliado en este país está principalmente vinculada al IGV (equivalente a 18%).

Por regla general, la exportación de bienes no está gravada con el IGV; sin embargo, si la propiedad de los bienes se transfiere en el Perú, la exportación no estará gravada con IGV siempre que entre la fecha de emisión del comprobante de pago y la conclusión del trámite aduanero de exportación definitiva, transcurran como máximo 60 días. Es importante señalar que, si el comprador realiza pagos parciales antes de la entrega del bien (tales como el *upfront payment*), el comprobante de pago debe ser emitido por el vendedor en la fecha y por el monto pagado anticipadamente.

Por lo tanto, en un típico escenario de *streaming*, el vendedor estará obligado a emitir los comprobantes de pago por la venta del mineral cuando el *streaming company* pague el *upfront payment*. Desde la fecha de emisión del comprobante de pago, el vendedor tendrá un plazo de 60 días para exportar el mineral; sin embargo, eso no resulta viable ya que el vendedor recibe el *upfront payment* cuando el mineral aún no existe. En ese escenario, tributariamente se entenderá que no estamos ante una operación de exportación en sí, y la transferencia bajo el contrato de *streaming* estará gravada con IGV.

Estos efectos tributarios, tanto del impuesto a la renta como del IGV, pueden encarecer la transacción desde un punto de vista financiero y económico.

En ese sentido, no resulta muy eficiente para un vendedor domiciliado en el Perú, realizar una transacción de *streaming*. Sin embargo, en los últimos años se han visto transacciones que han sido diseñadas de determinada manera con la finalidad de obtener estructuras tributarias más eficientes.

³ Decreto supremo 179-2004-EF.

6. VENTAJAS Y DESVENTAJAS

Del análisis de los principales términos, condiciones y estructura de las transacciones de *streaming*, se puede determinar que estas tienen varias ventajas frente a otros tipos tradicionales de financiamientos. Es por ello que el número de transacciones de *streaming* ha ido incrementando cada vez más.

Una de las principales ventajas de las transacciones de *streaming* es que brinda a las empresas que desarrollan proyectos mineros la posibilidad de vender la producción futura de sus proyectos y recibir un gran porcentaje del precio de manera adelantada sin que ello les genere obligaciones tan rígidas como las de un financiamiento de deuda y sin que los accionistas de dicha empresa minera tengan que ver reducida su participación como consecuencia de levantamientos de capital.

En ese sentido, tal y como ha quedado reflejado a lo largo del presente artículo, las obligaciones, garantías, declaraciones y umbrales bajo un contrato de *streaming* serán más flexibles que las que establecen los bancos en un financiamiento de deuda. Ese es uno de los motivos más relevantes por el cual las empresas mineras, principalmente las empresas mineras pequeñas que no están en capacidad de asumir condiciones tan rígidas, están optando por financiarse a través de transacciones de *streaming*.

También es importante señalar que los plazos y costos en los que se debe incurrir para estructurar una transacción de *streaming* usualmente resultan menores a los que se deben incurrir para estructurar un financiamiento de deuda. Estas diferencias de plazos y costos se dan principalmente debido a que en una transacción de *streaming*, el comprador no realiza un *due diligence* profundo ni detallado del vendedor ni del proyecto minero, sino que busca identificar asuntos muy puntuales. Adicionalmente, en las transacciones de *streaming*, al tratarse de una compraventa, cada parte suele asumir los costos en los que incurren para estructurar la transacción; sin embargo, en un financiamiento de deuda los costos son asumidos por el prestatario, en este caso, la empresa minera.

Por otro lado, en los financiamientos de deuda, el interés del prestamista es lograr el cobro de su crédito. Sin embargo, en una transacción de *streaming*, tanto el comprador como el vendedor están alineados en buscar maximizar la producción de la mina. «El comprador deseará obtener el monto máximo de

metal a un precio menor que al de mercado, mientras que la empresa minera deseará maximizar la producción de los metales» (Taplin & Deutscher, 2013).

Otra de las principales ventajas que diferencia a las transacciones de *streaming* del financiamiento de deuda, es que la primera no genera intereses ya que se trata de un pago de precio adelantado y no de un préstamo. Asimismo, la flexibilidad de las transacciones de *streaming* permite estructurarlas de manera tal que el pago adelantado no sea calificado como deuda de la empresa minera. De acuerdo a lo señalado por Anderson & Honeyman (2013) «si (el *streaming*) se estructura de manera correcta, el depósito (del *upfront payment*) puede ser registrado como ingreso diferido en vez de como deuda para efectos contables [...]». Asimismo, según señalan Taplin & Deutscher (2014) «Moody's considera a las operaciones de *metal streaming* como un tipo de inversión de capital en lugar de un tipo de financiamiento de deuda». En esa línea, dichos autores establecen que de acuerdo al reporte denominado North American Mining Industry: *Streaming Deals Provide Alternative Sources of Capital for Mining Companies* elaborado por Moody's Investors Service, existen determinadas características de una transacción de *streaming* que podrían llevar a que el pago adelantado se considere deuda. Entre estas características se incluyen: corto plazo de vigencia del contrato, obligación de devolver el pago adelantado en caso de incumplimiento, prioridad en el rango de las garantías otorgadas a favor del *streaming company*, entre otras. En este sentido, se entiende que, si las transacciones de *streaming* están estructuradas de manera adecuada, evitando los supuestos antes señalados, el *upfront payment* no debería ser considerado deuda en los estados financieros del vendedor.

Dentro de las desventajas se encuentra el punto tributario señalado en la sección 5 anterior sobre la onerosidad que supone para el vendedor peruano el pago del IGV. Adicionalmente, cabe señalar que una transacción de *streaming* puede reducir el valor de la empresa minera en el marco de una venta de dicha compañía, más aún si el valor de los metales materia del *streaming* incrementa de manera significativa.

Asimismo, las partes estarán expuestas a la variación del precio de los metales. Es decir, si el valor de los metales materia del *streaming* se reduce, la empresa minera se verá beneficiada y el comprador perjudicado, pero si el valor de los metales sube, el comprador se beneficiará y la empresa minera se verá perjudicada.

7. PRINCIPALES TRANSACCIONES

Una de las principales transacciones de *streaming* en el Perú es la de Wheaton Precious Metals (WPM), el *streaming company* más grande en el mundo, y Hudbay Minerals, sobre la mina Constancia.

Constancia es una mina que se encuentra al sureste de los Andes del Perú, en la provincia de Chumbivilcas, departamento de Cusco y produce principalmente cobre, plata, oro y molibdeno.

En agosto del año 2012, dos años antes del inicio de la producción de Constancia, las partes suscribieron un *Precious Metal Purchase Agreement* (PMPA), en virtud del cual WPM se obligó a adquirir el 100% de la plata de la mina Constancia. En el 2013, se celebró una adenda al contrato con la finalidad de, entre otros acuerdos, incluir como parte de la venta el 50% del oro de la mina Constancia.

WPM realizó un pago adelantado (*upfront payment*) a Hudbay de aproximadamente USD 430 millones y se obligó a realizar pagos adicionales (*ongoing payments*) equivalentes al monto que resulte menor entre un monto fijo pactado y el precio de mercado por onza al momento de entrega de la plata. De acuerdo a lo señalado en la revista Forbes (2014): «Silver Wheaton obtendrá una ganancia de alrededor de USD 11.20 millones al año en promedio, o alrededor de 25% del costo anual promedio en su contrato de *streaming* sobre la mina Constancia».

Adicionalmente, en el año 2014 Hudbay recibió un financiamiento de varios bancos para el desarrollo y operación de la mina Constancia. Gracias a dicho financiamiento, se suscribió un acuerdo entre acreedores con la finalidad de que WPM y los prestamistas compartan las garantías que inicialmente Hudbay otorgó a favor de WPM en el marco del contrato de *streaming*.

Otra de las principales transacciones de *streaming* en el Perú es la que celebraron Compañía Minera Milpo, a través de su subsidiaria Milpo UK Limited, y Triple Flag Mining Corp. usando como referencia la producción de plata de la unidad minera Cerro Lindo, una mina polimetálica ubicada en el distrito de Chavín, departamento de Ica.

En virtud de dicha transacción *Triple Flag* realizó un pago adelantado a favor de Milpo por un monto aproximado de USD 250 millones y realizará pagos

futuros sobre la base de un porcentaje del precio de mercado al momento de la entrega del mineral.

Finalmente, otra de las transacciones más importante en el Perú es la que celebraron Glencore y WPM. En el año 2015 dichas partes celebraron un contrato de *streaming*, en virtud del cual WPM realizó un pago adelantado ascendente aproximadamente a USD 900 millones por la adquisición de plata equivalente a un porcentaje de plata producida por Antamina, ubicada en el departamento de Ancash. Adicionalmente, WPM se obligó al pago de determinado porcentaje del precio spot vigente al momento de la entrega del mineral una vez reducido todo el *upfront payment*.

8. CONCLUSIONES

Las transacciones de *streaming* son métodos alternativos de financiamiento para proyectos mineros que han ido adquiriendo más relevancia en los últimos años. Teniendo en cuenta todas las ventajas que ofrecen estas transacciones, principalmente la flexibilidad para estructurar la transacción de la forma más eficiente, se espera que en los próximos años continúe el incremento de transacciones de *streaming* e incluso podría llegar a convertirse en una opción clave al momento de evaluar el método de financiamiento del proyecto, dejando de ser un método únicamente alternativo.

Como se ha señalado, las transacciones de *streaming* se iniciaron hace aproximadamente catorce años en el mundo; sin embargo, en el Perú tardaron un poco más en desarrollarse y se observa que el incremento de estas transacciones en el Perú se ha centrado en los últimos cinco años. Si bien se han realizado transacciones de *streaming* muy importantes en el Perú, como las que hemos señalado en la sección 7, resulta indispensable que este tipo de operaciones se sigan desarrollando y perfeccionando en nuestro país para realizar un análisis de las mismas con detalles más profundos y se pueda tener una mayor certeza y precisión sobre las estructuras, características, y ventajas o desventajas de este tipo de transacciones.

BIBLIOGRAFÍA

- Amm, M. (2014). *Torys LLP. Streaming Transactions in the Mining Sector: a Financing Linchpin*. <https://www.torys.com/insights/publications/2014/06/streaming-transactions-in-the-mining-sector-a-financing-linchpin>
- Anderson, J. & J. Honeyman (2013). *Stikeman Elliot. Stream financing: A primer*. <https://www.stikeman.com/en-ca/kh/canadian-mining-law/stream-financing-a-primer>
- BBVA Research (2017). ¿Qué tan competitivo es Perú para atraer inversión minera en los próximos años? <https://www.bbva.com/es/bbva-research-tan-competitivo-peru-atraer-inversion-minera-proximos-anos>
- De la Piedra, R. (2011). Aspectos relevantes sobre la adquisición de proyectos mineros en el Perú. *Advocatus*, 25, 95.
- Lastres, E. (s/f). Los contratos mineros. *Círculo de Derecho Administrativo*, 11-23. <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/derechoadministrativo/articulo/viewFile/13982/14604>
- MacKay, K. & M. Bennett (2014). *Goodmans. Under the Rocks are the Words: How a Metal Purchase Agreement Revolutionized Alternative Financing and Launched the New Majors -A Look Back at the First Decade of Metal Streaming Transactions*. <http://www.goodmans.ca/files/file/docs/Under%20the%20Rocks%20are%20the%20Words%20-%20Kari%20MacKay.pdf>
- Mason, R. (2015). *Canadian Mining Journal. Metals Streaming is a Financial Option*. <http://www.canadianminingjournal.com/features/metals-streaming-financial-option/>
- Monk, A. (2017). Edwards, K. & LL.P. Bray. *Understanding Streaming Agreements and Royalty Agreements: Alternatives to Traditional Financing*. <http://www.ekb.com/wp-content/uploads/2017/10/Understanding-Streaming-Agreements-and-Royalty-Agreements-Alternatives-to-Traditional-Financing.pdf>
- Mordant, N. (2015). Glencore logra acuerdo de venta producción futura de mina en Perú con Silver Wheaton. *Reuters*. <https://ta.reuters.com/article/businessNews/idLTAKCN0ST01U20151104>
- Mordant, N. & E. Roch (2015). Private Equity, Pension Funds Eye more Metal Streaming Deals. *Reuters*. <https://www.reuters.com/article/us-mining-financing-streaming-idUSKBN0TY05220151215+&cd=1&hl=es&ct=clnk&gl=pe>
- Taplin, R. & P. Deutscher (2013). Financing in Difficult Times: Metal Streaming Transactions. *McCarthy Tétrault*. <https://www.mccarthy.ca/en/insights/blogs/mining-prospects/financing-difficult-times-metal-streaming-transactions>

- Taplin, R. & P. Deutscher (2014). Moody's Provides Guidance on Metal Streaming Transactions. *McCarthy Tetrault*. <https://www.mccarthy.ca/en/insights/blogs/mining-prospects/moodys-provides-guidance-metal-streaming-transactions>
- Tenaille, F. (2015). International Monetary Fund. Modalidad de financiamiento, operaciones derivadas y gestión de riesgo. *Gowlings*. <https://www.imf.org/external/spanish/np/seminars/2015/andean/pdf/sesion3-tenaille.pdf>
- Torres Álvarez, H. & S. Cueva Chauca. Nuevas Tendencias del Derecho civil en el ámbito minero. *Ius et Veritas*, 44.
- Trefis Team (2014). A Look at Silver Wheaton's Streaming Agreement for the Constancia Mine. *Forbes*. <https://www.forbes.com/sites/greatspeculations/2014/10/01/a-look-at-silver-wheatons-streaming-agreement-for-the-constancia-mine/#487353694c37>
- Zurita, M. (2018). Minería: ¿Qué se viene para el cobre, zinc y oro en el 2018? *El Comercio*.

BREVES APUNTES SOBRE LOS FIBRAS Y FIRBIs. EL EMPLEO DE ESTOS VEHÍCULOS PARA COMBATIR EL DÉFICIT HABITACIONAL

Erick Lau

1. EL MERCADO INMOBILIARIO PERUANO

Sin lugar a dudas, el mercado inmobiliario peruano ha sido, desde los últimos veinte años, uno de los sectores más dinámicos de la economía nacional.

Podemos indicar que el crecimiento estable de este sector se produjo a partir del año 2002, en el cual se impulsaron una serie de políticas que dinamizaron este sector, principalmente en el rubro de vivienda. En particular, ello se dio con la activación del Fondo Mivivienda, la creación del Ministerio de Vivienda, Construcción y Saneamiento, regulación en materia de desarrollo urbano y la implementación de subsidios y programas de vivienda (Valdivia, 2015). Estas políticas impulsaron el desarrollo de un mercado inmobiliario que había estado caminando a oscuras las décadas pasadas.

A partir de dicho momento el mercado inmobiliario inició un proceso de institucionalización con un crecimiento constante que perduró hasta los años 2011-2012. Como un signo de lo anterior, de acuerdo a Zubiato, la venta de viviendas en Lima y Callao pasó de la colocación de 3000 viviendas al año en el año 2002, a 22 000 viviendas al año en el 2012. Esto representó «un crecimiento acumulado promedio de 19% durante 10 años» (2015). Ello tuvo como correlato, asimismo, un incremento en los precios de los inmuebles durante dicho período.

Sin embargo, desde el 2013, producto de la crisis externa, la desaceleración en la economía peruana, el descenso en la generación del empleo y el endurecimiento de las políticas crediticias de las instituciones financieras, entre otros factores, se produjo un descenso en el mercado inmobiliario,

materializado principalmente, en una reducción en el nivel de ventas en el rubro de viviendas (Villahermosa, 2014); quizá, el principal rubro de este sector.

A este rubro lo siguió el mercado de oficinas, que a partir del segundo semestre del año 2013 inició un proceso de contracción en precios de colocación, así como un aumento en el nivel de vacancia, principalmente, debido a la sobreoferta de oficinas (Cámara de Comercio de Lima, 2017, pp. 11-12). Sin embargo, este descenso no ha significado la completa detención de este sector, sino que el mismo está en un proceso de adaptación a las nuevas necesidades demandadas.

En los últimos años, el sector inmobiliario está mostrando cierta mejoría. Sin embargo, la crisis política y los escándalos de corrupción han sido algunos de los factores que han causado que la recuperación del sector se haya retardado. Para el 2018 y 2019 se proyecta una recuperación del sector. Sin embargo, esta recuperación se daría de manera lenta y sin llegar a alcanzar los niveles a los que se llegó en los años 2012 y 2013 (Altamirano, 2018).

Como quiera que este mercado ha ido evolucionando en los últimos años, la forma de acceder al mismo también viene desarrollando estructuras más complejas que permiten una inversión más sofisticada en este rubro.

Como se mencionó en un trabajo anterior, la dinámica del mercado inmobiliario presenta una serie de características particulares que lo singularizan respecto de otros mercados; así, el elevado costo para el acceso a proyectos inmobiliarios y/o adquisición de inmuebles, los altos costos y el tiempo involucrados en un adecuado saneamiento físico/legal de inmuebles, así como la necesidad de contar con cierto grado de especialización para la inversión en la materia son algunos de los factores que determinan que este sector, en cuanto refiere a las grandes inversiones inmobiliarias, esté destinado a unos pocos (Lau, 2018).

Estos requisitos causan que el mercado inmobiliario en nuestro país se «haya encontrado difuminado entre pequeñas empresas cuya cartera se limitaba a uno o unos cuantos proyectos poco relevantes (incluso empresas informales), principalmente en el ámbito de viviendas; y, por otro lado, unas cuantas grandes empresas con dominio en el mercado y concentración de una gran cartera de proyectos en distintos rubros» (Lau, 2018).

El presente trabajo tiene como objetivo analizar uno de los principales instrumentos introducidos en el mercado inmobiliario peruano en los últimos años, el cual busca dinamizar y aumentar la participación en este sector. Asimismo, la posibilidad de que, a través de estos instrumentos, se atienda uno de los más importantes problemas del sector inmobiliario, el déficit habitacional.

1.1. El déficit habitacional como característica del mercado inmobiliario peruano

Uno de los principales problemas presentes en el mercado inmobiliario peruano se encuentra en el déficit habitacional existente, entendido este como «la carencia del conjunto de requerimientos que tiene la población para contar con una vivienda digna» (Instituto Nacional de Estadísticas e Informática, INEI, 2018, p. 181).

A efectos del cálculo del déficit habitacional, de acuerdo al INEI, se toman en cuenta dos factores:

- **Componente cuantitativo:** considera la carencia de viviendas aptas para cubrir las necesidades habitacionales de los hogares que no poseen viviendas, de tal manera que cada vivienda pueda albergar en su interior a un solo hogar.
- **Componente cualitativo:** considera las deficiencias en la calidad de la vivienda ya sea materialidad (paredes y pisos), espacio habitable (hacinamiento) y servicios básicos (agua potable, desagüe y electricidad). Este cálculo busca determinar (identificar) aquellas viviendas que requieren ser mejoradas en cuanto a su infraestructura en los aspectos mencionados (INEI, 2018. p. 181).

De acuerdo con el Ministerio de Vivienda, el déficit habitacional nacional alcanzaría la cifra de 18 000 00 viviendas, entre viviendas faltantes y precarias.

Otras cifras nos presentan un escenario incluso más abrumador, de acuerdo con la Encuesta Nacional de Hogares, citado como fuente por Zubiate, el déficit cuantitativo de viviendas alcanzaría la cifra de 1 914 000, mientras que el déficit cualitativo de vivienda alcanzaría la cifra de 3 328 000 (2018). Ello supone que:

[...] en el Perú hay casi dos millones de familias que no tienen una vivienda individual y que se resuelve viviendo en más de un hogar (o grupo familiar) por vivienda [y] [...] que hay más de tres millones de viviendas con deficiencias. Ejemplos son las viviendas de madera en los asentamientos humanos que no protegen del frío ni de las lluvias y que, en su gran mayoría, no tienen ni agua ni desagüe (Zubiate 2018).

Tradicionalmente, la oferta de vivienda social ha sido ofrecida mediante programas y subsidios en vivienda promovidos por el gobierno; sin embargo, el involucramiento del sector privado en la inversión en este tipo de productos ha sido más bien tibio y no ha sido suficiente para mellar el déficit existente.

Justamente, entre uno de los factores que destaca el Ministerio de Vivienda como causa de este problema es la ausencia de grandes inversiones en el sector vivienda, ya que la vivienda social no es «atractiva para los desarrolladores y las Instituciones Financieras Intermediarias (IFI)».

Tomando en cuenta lo anterior, incluso en el período de mayor auge del desarrollo inmobiliario, este se centró principalmente en los sectores *retail*, de oficinas y de viviendas para sectores medios de la población, siendo un progreso menor en proyectos de vivienda social, en proporción a las necesidades existentes.

A ello se suma la informalidad que también se encuentra en este sector. A manera de ejemplo, de acuerdo a *El Comercio*, el 70% de las viviendas en Lima son informales, precisando, además, que «[a] nivel nacional esta cifra se puede elevar hasta 80%» (2018a); asimismo, de acuerdo a la Asociación de Desarrolladores Inmobiliarios, citado por Gestión, «las viviendas formales que se construyen en un año en Lima son aproximadamente 18 000, mientras que la cifra de las construidas de manera informal es de 30 000 es decir, casi el doble, según información de la Asociación de Desarrolladores Inmobiliarios (ADI)» (2017).

El problema de las construcciones informales es que, muchas veces, estas no cuentan con estudios y elementos técnicos adecuados que brinden seguridad al producto desarrollado, o simplemente estas se realizan sin abarcar todas las necesidades que tiene que cubrir una vivienda «digna». El fenómeno de las viviendas informales generalmente va ligado a la «autoconstrucción» y a la vasta presencia en el mercado inmobiliario de empresas informales, respuesta a la poca presencia del sector privado formal en este rubro.

Con ello, si bien la informalidad puede cubrir, en parte, el vacío cuantitativo de vivienda social, no lo hace de manera cualitativa en todos los casos; con lo cual, no resulta una solución al problema del déficit habitacional.

Ahora bien, el problema del déficit habitacional es, a la vez, uno de los motores que podría generar un mayor crecimiento en el mercado inmobiliario. De acuerdo con PROINVERSIÓN, este (junto con la mayor capacidad adquisitiva de la población, así como un mayor alcance cuantitativo del sistema crediticio) es uno de los factores que favorece el dinamismo del sector (2016).

Y es que, justamente, el déficit de vivienda es un motor generador de una demanda desatendida, cuyo crecimiento va a la par con el crecimiento poblacional. Sin embargo, pareciera que el sector privado aún no encuentra la fórmula para lograr que la inversión en este rubro sea rentable.

Es necesario pues, a efectos de atender estos problemas en el sector inmobiliario, como es el déficit habitacional, una evolución en la forma en cómo se ha ido desarrollando tradicionalmente este mercado.

2. LA NECESIDAD DE UNA EVOLUCIÓN EN EL SECTOR INMOBILIARIO

La evolución del mercado inmobiliario requiere una readaptación de las instituciones jurídicas existentes que respondan a las necesidades de dicho sector. Y ello es justamente algo que viene ocurriendo en la actualidad.

En palabras de Echaíz Moreno:

El desarrollo de la actividad inmobiliaria en el Perú ha redefinido el tradicional y conservador mundo de los Derechos Reales, rescatando antiguas instituciones como el derecho de superficie, incorporando nuevas instituciones como la multipropiedad y acercándose a emergentes y modernas figuras contractuales como los contratos de *leasing* inmobiliario, lease-back inmobiliario, shopping center, management inmobiliario, real estate service y real estate consulting, así como los contratos de engineering y B.O.T. (build, operate and transfer) en modalidades llave en mano, a suma alzada, etc. (2014, p. 39)

En ese sentido las formas de contratación, así como los mecanismos de financiamiento han ido evolucionando con respecto a las estructuras tradicionales de compra ventas típicas empleadas de forma previa a la evolución del mercado inmobiliario.

Sin embargo, la estructura para las transacciones inmobiliarias no solo supone una modificación en las herramientas que son utilizadas para la contratación inmobiliaria; sino que también ha supuesto una sofisticación en los actores que participan de este mercado y en los productos ofrecidos.

Muchas de las empresas inmobiliarias tradicionales han debido adaptar sus procesos internos y sus mecanismos de toma de decisiones para las contrataciones que involucren activos inmobiliarios. Asimismo, asistimos a una «revolución» de las edificaciones que son ejecutadas por los desarrolladores inmobiliarios, que vienen adaptándose a «una demanda cada vez más cambiante y sofisticada» (*El Comercio*, 2018b).

Las necesidades en este sector han evolucionado de acuerdo a las formas de hacer negocios y, de la misma forma, responden a las posibilidades que el propio mercado plantea. Ejemplo de ello lo encontramos en las nuevas demandas de productos inmobiliarios, tales como oficinas compartidas o espacios de *co-working*, apartamentos en rentas, entre otros; los cuales se están haciendo más comunes a nivel global.

Como parte de la necesidad de evolución de los actores en el mercado inmobiliario y el acceso de mayores inversores distintos a los ya tradicionales, el gobierno, en los últimos años, impulsó una serie de medidas (con un mayor o menor grado de éxito) a efectos de dinamizar el sector inmobiliario. La implementación del arrendamiento venta o el denominado *leasing* inmobiliario, impulsado por el gobierno a partir del 2015, fueron un ejemplo de ello.

Otra de las medidas antes indicadas, del cual surge el tema principal de este trabajo, fue la inclusión de nuevos actores en el mercado inmobiliario. En primer lugar, los Fondos de Inversión en Renta de Bienes Inmuebles (FIRBIs) y luego los Fideicomisos de Titulización para Inversión en Renta de Bienes Raíces (FIBRAs).

3. ANTECEDENTES INTERNACIONALES

Ahora bien, los FIRBIs y FIBRAs no son una innovación o invención local. Por el contrario, la regulación que se viene desarrollando al respecto de los mismos en nuestro país encuentra sus antecedentes en distintas experiencias y vehículos desarrollados en el extranjero, en donde estos vehículos ya han

venido operando en sus correspondientes mercados inmobiliarios o en donde están en proceso de inserción y desarrollo.

Así, antes de pasar a revisar el contexto nacional de estos vehículos, revisaremos los antecedentes internacionales de los mismos. Si bien figuras similares se encuentran a la fecha en treinta y ocho países del mundo, bajo distintas denominaciones (REIT en Estados Unidos, FIBRA en México, UK-REIT en Inglaterra, J-REIT en Japón, SOCIMI en España, SIIQ en Italia, entre otros) (BVL, 2018), nos centraremos en analizar, por la relevancia de su influencia en nuestro país, a los REITs estadounidenses y a los FIBRAs mexicanos.

3.1. Experiencia en Estados Unidos

Uno de los antecedentes de los FIBRAs y FIRBIs peruanos lo encontramos en la experiencia estadounidense de los REITs (Real Estate Investment Trusts), los cuales llevan presente más de cincuenta años en el mercado de dicho país.

De acuerdo a la sección 856 del *Internal Revenue Code*, un REIT puede consistir en una corporación, un fideicomiso o una asociación que cumpla con una serie de características para ser considerado como tal, debe distribuir el 90% de su ingreso imponible anual a sus participantes y cumplir con una serie de condiciones de orden organizacional y en cuanto a sus activos e ingresos (Lipschultz, 2016, p. 408).

Los antecedentes de la existencia de los REITs se remontan a 1880, año en el que se inicia el uso de los fideicomisos como instrumentos de inversión inmobiliaria, ante la posibilidad de, a través de estos, evitar una doble imposición tributaria. Sin embargo, dicho beneficio tributario del cual gozaban estos instrumentos fue revertido en el año 1930 (Fass, Shaff & Zief, 2017, p. 3).

Luego de la segunda guerra mundial, en los años sesenta —a efectos de atender la demanda inmobiliaria, de encontrar nuevas fuentes de capital para el desarrollo inmobiliario y que pequeños inversores puedan acceder a este mercado— el gobierno estadounidense creó la estructura de los REITs y les otorgó un tratamiento tributario neutro que eliminó la doble imposición tributaria de este tipo de fideicomiso (Fass, Shaff & Zief, 2017, pp. 3-4). De esta forma, se restableció el tratamiento de los REITs como *pass-through entities*, en virtud de lo cual se «considera que se conserva la misma condición

de renta obtenida a nivel del patrimonio fideicometido y al momento de su atribución al inversionista» (Villanueva, 2013, p. 48).

Ahora bien, el desarrollo y apogeo de los REITs no se dio sino hasta treinta años después, ello, principalmente, debido a que el diseño de estos instrumentos limitaba su participación en el mercado inmobiliario a la tenencia de propiedades, mas no a la operación y desarrollo. Asimismo, debido a la incapacidad de su estructura para trasladar pérdidas a sus participantes, a diferencia de las sociedades en las cuales sí se permitía dicho traspaso, los REITs se encontraron en una desventaja frente a otros mecanismos de inversión (Fass, Shaff & Zief, 2017, p. 4).

El inicio del *boom* de los REITs en Estados Unidos se produjo recién a partir del inicio de los años 90: (i) luego de la reforma llevada a cabo por la *Tax Reform Act of 1986* que liberalizó las facultades para que los REITs pudiesen operar y manejar las propiedades de las cuales fueran titulares y (ii) luego de la recesión ocurrida en el mercado inmobiliario a inicios de los 90, que supuso una reducción en la disponibilidad de los créditos para la inversión inmobiliaria (Fass, Shaff & Zief, 2017, p. 5). En ese sentido:

[...] starting in 1992, many private real estate companies realized that the best and most efficient way to access capital was from the public marketplace through REITs. At the same time, many investors decided that it was a good time to invest in commercial real estate—assuming recovering real estate markets were just over the horizon». [...] a inicios del año 1992, muchas compañías inmobiliarias se dieron cuenta que la mejor y más eficiente forma de acceder a capital era del mercado público a través de los REITs. Al mismo tiempo, muchos inversores decidieron que era un buen momento para invertir en inmuebles comerciales, asumiendo que los mercados inmobiliarios en recuperación estaban justo sobre el horizonte. (Fass, Shaff & Zief, 2017, p. 5).

A partir de 1992, la industria de los REITs creció exponencialmente, superando la crisis financiera que se produjo en los años 2007 y 2008. En el segundo trimestre del 2017, el número de REITs públicos presentes en el mercado estadounidense era de 224, con una capitalización en el mercado superior a un trillón de dólares, es decir, un billón de dólares de acuerdo a nuestro sistema de medición (Fass, Shaff & Zief, 2017, pp. 5-6).

Sin duda, la experiencia y evolución de los REITs en Estados Unidos hacen que la estructura, regulación y usos sea mucho más compleja que las que veremos para el caso mexicano y el caso peruano.

Así, a efectos de que una entidad sea considerada un REIT, esta debe ser controlada por uno o más *trustees* o directores, la titularidad se tiene que ver reflejada en acciones, certificados o derechos transferibles, sus beneficios deben ser de titularidad de más de cien personas, salvo excepciones, su titularidad no debe estar concentrada en un número pequeño de inversores y no puede ser una institución financiera o empresa de seguros (Lipschultz, 2016, p. 408).

En cuanto a los requisitos respecto de la titularidad en los activos, la regulación estadounidense requiere, principalmente, que, por lo menos, el 75% de los activos debe consistir en activos inmobiliarios, activos líquidos o bonos gubernamentales. La particularidad de este requisito es que, entre dichos activos, no solo se incluyen inmuebles, sino también derechos sobre inmuebles, hipotecas, participaciones en otros REITs, así como inversiones en activos no inmobiliarios, de carácter temporal, consistente en acciones o instrumentos de deuda. Finalmente, en cuanto a los requisitos respecto de sus ingresos, el 95% de sus ingresos brutos debe derivar de las rentas que se generen por los activos antes indicados (Lipschultz, 2016, p. 409).

Sobre la base de las posibilidades que permite su regulación, los REITs han avanzado en distintos sectores inmobiliarios. Al caracterizarlos, principalmente se les agrupa en *Equity REITs*, aquellos cuya inversión se centra en la titularidad de activos inmobiliarios; *Mortgage REITs*, aquellos REITs que se dedican a otorgar préstamos u otros créditos garantizados con derechos sobre inmuebles e *Hybrid REIT*, los cuales combinan la inversión de las dos anteriores (Fass, Shaff & Zief, 2017, p. 56).

Los *equity REITs* son los principales REITs en el mercado estadounidense. Estos se distribuyen a lo largo de una gran y variada gama de ramas del sector inmobiliario, los cuales van desde los clásicos productos inmobiliarios como son el mercado de apartamentos, centros comerciales, oficinas y locales industriales, a sectores más especializados como son hospitales, prisiones y viviendas universitarias (Fass, Shaff & Zief, 2017, pp. 256-261).

Es claro que los REITs han sido instrumentos exitosos en el mercado inmobiliario estadounidense, siendo su principal ventaja el permitir la

participación de un gran número de inversores en un mercado caracterizado por tener costos prohibitivos, significando ello una fuente de capital e inyección de recursos alternativa que, a su vez, permitió el crecimiento del mercado inmobiliario en dicho país.

3.2. Experiencia en México

Tomando en cuenta la experiencia estadounidense, en los años 2003 y 2004 se introdujo en la regulación mexicana a los FIBRAs (Fideicomisos de Inversión en Bienes Raíces). Sin embargo, el intento por constituir el primero de estos vehículos tardaría aún en materializarse.

De acuerdo con Arellano, un primer paso para el ingreso de los FIBRAs al mercado mexicano tuvo que ver con la sofisticación de este sector, el mismo que tuvo como antecedente el TLC con Estados Unidos. Esto permitió que se introdujeran «nuevos estándares de empresas americanas que se fueron estableciendo en México para producir y distribuir productos» (Arellano, 2013, p. 25).

Sin embargo, pese a la regulación básica que había sido introducida, aún se necesitaba una serie de reformas; en especial, desde el punto de vista tributario, a efectos de que las FIBRAs fueran instrumentos competitivos para el inversionista mexicano. En ese sentido, «[e]n 2010 se habían publicado ya las reglas complementarias para instrumentar el primer fideicomiso de este tipo. Hasta entonces se puede decir que el mercado estaba listo para la búsqueda de clientes idóneos para los FIBRAs» (Arellano, 2013, p. 25).

Fue recién a partir del año 2011 que se produjo la primera incursión de un FIBRA en la Bolsa de Valores Mexicana (BMV). La primera de ellas fue FIBRA UNO con una colocación de \$300 millones de dólares. Como un dato particular, cabe mencionar que la colocación de los certificados emitidos por FIBRA UNO se produjo recién en una segunda oferta lanzada por dicho fideicomiso, toda vez que, en un primer intento, dadas las condiciones del mercado, no se logró un precio aceptable que permitiese el crecimiento del FIBRA (Real Estate Market/Lifestyle 2016, pp. 63-64).

A partir del ingreso de FIBRA UNO al mercado mexicano, muchos otros FIBRAs iniciaron su desarrollo. Para el 2017, existían ya once FIBRAs con una capitalización (en el primer trimestre de dicho año), conforme a lo indicado

por la BMV, ascendente a \$13 786 900 000 (Martínez, 2017, p. 91); mientras que, a mediados de 2017, dicho número aumentó a doce (Celis, 2017).

Alfredo Sanchez y Roberto Padilla (2013, pp. 13-14) nos indican cuáles son las principales características que deben cumplir estos entes para calificar como FIBRAs, destacando, entre ellas:

- que se tratan de fideicomisos fiscalmente transparentes, cuyo fiduciario debe ser una empresa financiera domiciliada en México;
- el objetivo del FIBRA es la adquisición de inmuebles o construcción de edificaciones para renta o en derechos a recibir rentas y otorgar financiamiento hipotecario;
- que el 70% de su inversión se encuentre alocada en los rubros indicados en el numeral anterior y el resto se invierta en documentos de deuda emitidos por el gobierno mexicano;
- los inmuebles adquiridos y/o construidos por el FIBRA no pueden ser transferidos en un período de cuatro años desde la adquisición/construcción;
- los certificados emitidos por el FIBRA deben ser colocados de manera pública o, en el caso de FIBRAs privados, deben ser adquiridos por, al menos, 10 inversores no vinculados, ninguno de los cuales debe poseer más del 20% del total de certificados emitidos; y,
- el FIBRA debe distribuir al menos el 95% de sus resultados a sus participantes, de forma anual.

Como veremos en los acápite siguientes, el esquema de requisitos y características de los FIBRAs mexicanos fue la base para la regulación de los FIRBIs y FIBRAs en nuestro país.

A diferencia de lo que ocurre en Estados Unidos, en donde los REITs se especializan en sectores específicos del mercado inmobiliario, en México ello no ha sido la tendencia. Por el contrario, y salvo algunas excepciones (como es el caso de FIBRA HOTEL) los FIBRAs iniciaron sus operaciones invirtiendo en distintos sectores del mercado inmobiliario. Un ejemplo de esta diversificación lo encontramos en FIBRA UNO, en cuyo prospecto de emisión de valores «Prospecto de colocación del programa Multivalor» llevado a cabo en octubre de 2017, indicaba que su cartera estabilizada incluía la

inversión en «325 operaciones comerciales [...], 106 operaciones industriales [...] y 90 operaciones de oficinas» (2017, p. 136).

Si bien en el mercado mexicano los FIBRAs tienen una presencia práctica de cerca de siete años, su inclusión sigue siendo relativamente novedosa (es un mercado en constante evolución). Como muestra de ello, Del Barrio señala que ejemplos de esta evolución son el logro exitoso de los FIBRAs de colocar «deuda bursátil, como una fuente adicional de obtención de financiamiento» o «la incorporación de activos en proceso de desarrollo dentro de las FIBRAs» (2018, p. 160).

No solo ello, sino que, a medida que los FIBRAs se han ido compenetrando en el mercado inmobiliario, ellos han tenido que ajustar sus esquemas iniciales de acuerdo a las demandas y necesidades de dicho mercado: la especialización de los FIBRAs en sectores específicos del mercado, el establecimiento regulatorio de límites máximos para el apalancamiento, la posibilidad de recompra de certificados de propia emisión o la misma «creación de la Asociación Mexicana de Fibras Inmobiliarias (Amefibra)» (Del Barrio, 2018) son muestras de que el mercado de los FIBRAs en México se va adaptando a medida que estas instituciones se acoplan al mercado.

Un nuevo escenario que se presenta en el mercado mexicano es el caso de los Fideicomisos de Inversión en Energía e Infraestructura (FIBRA E), la cual se encuentra orientada para proyectos de infraestructura. Con algunas características distintas a los FIBRAs tradicionales, la aparición de este tipo de instrumento supone una interesante evolución y readaptación a las necesidades del mercado.

La implementación de los FIRBIs y FIBRAs en el Perú ha recogido mucho de la experiencia de los FIBRAs mexicanos. Es por ello que muchas veces al explicar la existencia de estos «nuevos» instrumentos recurrimos a la revisión de la experiencia en dicho país. Sin embargo, otra enseñanza que nos deja este mercado es que la adaptación de estos instrumentos dependerá mucho de cómo se logren acomodar en nuestro particular mercado inmobiliario, una vez que se asienten en el mismo.

4. EVOLUCIÓN EN EL MERCADO PERUANO

La evolución de la regulación en torno a los FIRBIs y FIBRAs en el mercado peruano se ha ido produciendo de manera lenta y progresiva y ha estado enfocado en dos vertientes: el diseño y estructuración de estos instrumentos y el régimen tributario aplicable a los mismos.

La inserción se inició con la inclusión de los FIRBIs en la regulación relativa a los fondos de inversión. En ese sentido, en el año 2014, se emitió la resolución SMV 029-2014-SMV-01, mediante la cual se aprobó el Reglamento de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras. Dicha norma introdujo, en su Cuarta Disposición Complementaria Transitoria, la regulación con respecto a los FIRBIs; así como los requisitos que deberían atender los fondos de inversión para acogerse a esta regulación.

Posteriormente, el 24 de noviembre de 2016, mediante la resolución SMV 038-2016-SMV-01, bajo la premisa que indica que es relevante «promover la constitución de fideicomisos de titulación que emitan exclusivamente certificados de participación colocados por oferta pública primaria y cuya finalidad sea la adquisición o construcción de bienes inmuebles que se destinen a su arrendamiento u otra forma onerosa de cesión en uso» se incluyó en el Reglamento de los Procesos de Titulación de Activos (que fuera aprobado por resolución CONASEV 0001-1997), en la Tercera Disposición Complementaria Transitoria, los Fideicomisos de Titulación para Inversión en Renta de Bienes Raíces-FIBRA.

Adicionalmente, la resolución antes indicada estandarizó los elementos constitutivos de los FIRBIs, de forma tal que los requisitos fueran sustancialmente similares a los exigidos a los nuevos FIBRAs (en específico, el requisito de que los certificados de participación colocados por los FIRBIs sean adquiridos, por lo menos, por diez inversionistas no vinculados). Cabe mencionar que el régimen de los FIRBIs, para dicho momento, ya había sufrido una leve modificación, a través de la resolución SMV 019-2016-SMV-01 del 30 de junio de 2016.

Ahora bien, ¿por qué en nuestro país se estructuraron dos tipos de instrumentos distintos que, como hemos visto en el caso de Norteamérica y de México, responden a una única estructura? Consideramos que ello se debe al contexto y el momento en el que se encontraba nuestro mercado inmobiliario al momento en que inició el interés de reglamentar estos vehículos.

Al momento en que el gobierno reglamentó los FIRBIs, en el mercado inmobiliario ya había presencia de fondos de inversión que se especializaban (y crecían) con la inversión en bienes raíces. Ejemplo de ello son los fondos de inversión administrados por Larrain Vial SAFI, que, al 2008, había iniciado operaciones con un primer fondo denominado Fondo de Inversión en Bienes Raíces Larrain Vial-Colliers (FIBRA¹) y, para el 2012, lanzó un segundo fondo FIBRA II (FIBRA, 2018).

Estos fondos, principalmente privados, ya habían adquirido y desarrollado un gran número de proyectos inmobiliarios en distintos sectores, principalmente oficinas y *retail*; en ese sentido, incluir instrumentos similares a los REITs vía fondos de inversión parecía lo más natural.

Por otro lado, los procesos de titulación públicos, pese a su temprana regulación, no han sido mecanismos que han tenido mucha acogida en el Perú. Así, como indican Tong y Díaz:

[e]n nuestro país se han realizado contados procesos de titulación por un pequeño número de empresas, lo que es consecuencia de la poca profundidad del mercado peruano, de los costos inherentes a toda titulación y al hecho de que pocas empresas pueden reunir las características necesarias para titular montos elevados de activos (2003, p. 23).

Adicionalmente a ello, los fideicomisos de titulación que han surgido se enmarcan más en estructuras de financiamiento para proyectos específicos, no así en estructuras de inversión mediante la administración de activos, como ocurre con los fondos de inversión y como está pensada la regulación para los FIBRAS.

Sin embargo, la demora en el surgimiento de los FIRBIs, la intención del gobierno de promover el mercado de valores y la inversión inmobiliaria y, la experiencia del modelo mexicano, fomentó la inclusión de los REITs en la forma de fideicomiso de titulación, surgiendo así los FIBRAS.

Así, a diferencia de lo sucedido en otros países, en Perú han surgido dos vehículos que, con algunas particularidades, cumplirían la misma finalidad y promoverían la inversión en el mercado inmobiliario.

¹ No confundir con los fideicomisos FIBRA de los que trata el presente trabajo.

Teniendo en cuenta lo anterior, a partir del 2016, pese a que la regulación relativa a los FIBRAs y FIRBIs se encontraba en evolución, inició su aparición el primer FIRBI en nuestro país.

En ese sentido, el primer FIRBI que fue inscrito ante la SMV fue el FIRBI SURA Asset Management, administrado por Fondos SURA SAF, el 4 de marzo de 2016, cuyo inicio de actividades se produjo en junio de ese mismo año. La principal inversión objetivo de este FIRBI fue el rubro de oficinas administrativas, principalmente en los distritos de San Isidro y Miraflores.

A finales del 2016, el FIRBI SURA Asset Management administraba un patrimonio neto de USD 11 734 383.83 (FIRBI SURA Asset Management 2017, 13), mientras que, a finales del 2017, USD 73 990 438.29 (FIRBI SURA Asset Management 2017, 13).

A partir de ahí, nuevos emprendimientos para constituir FIRBIs fueron surgiendo, pero no fue hasta luego de las modificaciones normativas realizadas en el año 2017, incluyendo los incentivos tributarios que se fueron perfeccionando durante este proceso, que los actores del mercado comenzaron a concretar las inscripciones de nuevos FIRBIs. FIRBI F Rentas Inmobiliarias, administrado por Larrain Vial SAFI, en febrero de 2018; FIRBI Metroport y FIRBI AC Capitales Renta, administrado por W Capital SAFI y AC Capitales SAFI, respectivamente, ambos en el inicio del segundo trimestre de 2018, fueron nuevos fondos que se crearon en el presente año.

Dada la regulación posterior de los FIBRAs, estos aún están tardando un tiempo adicional para realizar su ingreso al mercado. A la fecha de elaboración del presente artículo, el primer FIBRA del Perú se encuentra *ad-portas* de salir al mercado, habiendo sido inscrito su Primer Programa de Emisión el 29 de agosto de este año, hasta por un monto de USD 500 millones (Gestión, 2018b).

Sin perjuicio de lo anterior, incluso hasta la fecha, el mercado y los entes reguladores siguen adaptando y precisando las reglas aplicables a los FIRBIs y FIBRAs. Una de las últimas modificaciones normativas se dio con respecto a ciertos aspectos tributarios aplicables a dichos vehículos, lo cual se produjo por el decreto legislativo 1371, publicado el 2 de agosto de 2018, que trataremos en la siguiente sección.

5. CARACTERÍSTICAS DE LOS FIRBIs Y FIBRAS

Tanto los FIBRAS como los FIRBIs consisten en patrimonios autónomos administrados por una sociedad debidamente autorizada para tal fin. Para el caso de los fideicomisos de titulización, administrada por una sociedad titulizadora, y en el caso del fondo de inversión, por una sociedad administradora de fondos de inversión.

La particularidad de estos vehículos consiste en estar dedicados a la actividad y explotación inmobiliaria, con la posibilidad de obtener los recursos para dicho fin a través de un aporte público. De esta forma, tanto los FIBRAS como FIRBIs obtienen sus recursos a través de colocaciones públicas en el mercado de valores, en las cuales los inversionistas podrían aportar capital o activos inmobiliarios, a cambio de un número de certificados de participación.

A estos patrimonios autónomos se les otorga un tratamiento tributario especial, en caso de que los mismos cumplan una serie de requisitos específicos. Estos son regulados en los respectivos reglamentos que gobiernan cada uno de estos vehículos.

De esta manera, tomando en cuenta el Reglamento de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras y el Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos; así como las distintas modificaciones que se han realizado al respecto de estos, los requisitos comunes exigidos a estos vehículos son los siguientes:

- Los certificados de participación hayan sido colocados exclusivamente por una Oferta Pública Primaria (OPP).
- El objetivo de su inversión sea la adquisición de inmuebles o construcción de edificaciones.
- Los bienes inmuebles adquiridos o construidos deben ser destinados a arrendamiento u otras formas de cesión en uso.
- El vehículo debe invertir el 70% de su patrimonio en activos inmobiliarios.
- Los bienes inmuebles no pueden ser transferidos en un período de cuatro años.
- El FIBRA o FIRBI debe distribuir anualmente por lo menos el 95% de la utilidad neta distribuible.

- Los certificados de participación que emita deben ser colocados entre, por lo menos, diez inversionistas no vinculados entre sí.
- En caso el FIBRA o FIRBI se dedique a desarrollar proyectos inmobiliarios, la actividad constructiva debe ser llevada a cabo por un tercero.

Como se ve, los principales requisitos exigidos a los FIBRAs y FIRBIs tienen que ver con el ámbito de la inversión que realizan (inversión inmobiliaria con carácter de permanencia para explotación vía obtención de rentas); captación de inversión pública (mediante oferta pública y dirigida por lo menos a diez distintos inversionistas) y el aseguramiento de un alto retorno respecto de las utilidades que pudiera producir el fondo.

Se ha mencionado que una de las grandes dificultades del ingreso a la inversión en el mercado inmobiliario tiene que ver con la necesidad de contar con un alto grado de especialización para realizar inversiones que puedan ser rentables y perdurables en el tiempo. Tomando en cuenta ello, la normativa en la materia también exige a los FIRBIs y FIBRAs el contar con un órgano especializado que permita brindar a los inversionistas la seguridad de que la inversión que realice se será colocada en un proyecto rentable y con bajo riesgo o riesgos controlados.

En el caso de los FIRBIs, que se encuentran bajo la regulación de los fondos de inversión, deberá contar con un comité de inversiones quien, conforme al artículo 138 del reglamento correspondiente, es el responsable de «adoptar las decisiones de inversión del Fondo, de la valorización de las inversiones incluyendo la evaluación de los precios y tasas proporcionados por la Empresa Provedora de Precios, así como de otras funciones establecidas en el Reglamento de Participación relativas a la actividad de gestión del Fondo».

Dado que los fideicomisos de titulización no cuentan, de forma natural, con un comité que tome las decisiones de inversión, y siguiendo la regulación establecida en el caso de los fondos de inversión, la regulación de los FIBRAs incluyó la exigencia de que este fideicomiso cuente con un comité técnico, análogo al comité de inversiones en el caso de los FIRBIs.

Ahora bien, una vez cumplido los requisitos antes indicados, serán aplicables a estos vehículos un régimen tributario particular, principalmente, en lo referido al Impuesto a la Renta y el Impuesto de Alcabala. Este régimen especial es similar para ambos vehículos, con algunas particularidades.

Las normas básicas que establecieron este régimen especial fueron el decreto legislativo 1188, que otorga incentivos fiscales para promover los Fondos de Inversión en Bienes Inmobiliarios, del 20 de agosto de 2015, para el caso de los FIRBIs, con vigencia a partir del 1 de enero de 2016; y, la ley 30532, que promueve el desarrollo del Mercado de Capitales, del 22 de diciembre de 2016, para el caso de los FIBRAS, con vigencia a partir del 1 de enero de 2017.

En ambos casos, por decreto legislativo 1371, de fecha 1 de agosto de 2018, con vigencia a partir del 1 de enero de 2019, se complementó y precisó los regímenes aplicables a cada uno de estos vehículos.

En ese sentido, los principales beneficios con los que cuentan los FIRBIs y FIBRAS de acuerdo a las normas antes indicadas, son los siguientes:

- En primer lugar, si bien el aporte de inmuebles a los FIRBIs y FIBRAS sería una enajenación que, en dicho momento, debería pagar el Impuesto a la Renta correspondiente, el régimen especial aplicable permite (para ambos vehículos) un diferimiento del pago de dicho impuesto hasta que:
 - (i) El FIBRA/FIRBI transfiera, bajo cualquier título la propiedad del inmueble a un tercero o a un fideicomisario/partícipe.
 - (ii) El fideicomisario/partícipe transfiera los certificados emitidos por el FIBRA/FIRBI como consecuencia del aporte del inmueble.
 - (iii) El FIBRA/FIRBI pierda su condición de tal (por haber dejado de cumplir alguno de los requisitos necesarios para ser considerados como FIBRA o FIRBI, respectivamente), siendo esto aplicable a partir del 1 de enero de 2019.
- Asimismo, cumplidos una serie de requisitos, las personas naturales participantes de un FIBRA/FIRBI gozan de una tasa reducida del 5% por las rentas obtenidas de los arrendamientos u otras formas de cesión en uso.

Con anterioridad a la dación del decreto legislativo 1371, los requisitos para aplicar a esta tasa especial consistían en (i) que el fideicomisario/partícipe no tenga la propiedad, directa o a través de vinculados, del 20% o más del total de certificados de participación; (ii) que la actividad de construcción o administración inmobiliaria sea realizada por un tercero; (iii) no vinculación entre los fideicomisarios/partícipes,

la sociedad tituladora/sociedad administradora y/o, en general, con cualquier tercero contratado que sirva a los fines del FIBRA/FIRBI.

Luego de la modificación normativa y a partir del 1 de enero de 2019, se flexibilizará la aplicación de la tasa preferencial, indicando que los requisitos únicamente se limitarían a que (i) el fideicomiso/fondo tenga la calidad de FIBRA/FIRBI; y, (ii) ser titular, directa o indirectamente, de menos del 20% de los certificados de participación emitidos.

De no existir este beneficio, la persona natural, en su calidad de contribuyente, estaría sometida al pago del impuesto correspondiente en la tasa correspondiente a renta empresarial en caso invierta a través de un fondo de inversión o en la tasa de renta de segunda categoría en caso invierta en un fondo no calificado como «empresarial» (Pedroza, 2018). En ambos casos, a una tasa mayor al 5% aplicable a este régimen especial.

- Un beneficio adicional consiste en que, en el caso de los FIRBIs, estos también pueden diferir el pago del impuesto hasta que el fondo transfiera los activos inmobiliarios o el partícipe transfiera los certificados de participación correspondientes.

Ello no es así en el caso de los FIBRAs pues, debido a su naturaleza, el aporte fiduciario de inmuebles no se encuentra afectado al pago de dicho impuesto.

- Finalmente, de conformidad con la ley 30341 —que fomenta la liquidez e integración del mercado de valores— modificada por el decreto legislativo 1262 el 10 de diciembre de 2016, la negociación y transferencia de los certificados de participación que emitan los FIRBIs o FIBRAs se encontrará exonerada del Impuesto a la Renta hasta el 31 de diciembre de 2019; siempre que los mismos sean (i) enajenados «a través de un mecanismo centralizado de negociación supervisado por la SMV»; y, (ii) tengan presencia bursátil.

Cabe indicar que el diferimiento del Impuesto a la Renta y del Impuesto de Alcabala, en el caso de los FIRBIs, se encuentra limitado a los aportes inmobiliarios realizados entre el 1 de enero de 2016 hasta el 31 de diciembre de 2019. Para el caso de los FIBRAs, la ley 30532 estableció un término de diez años desde su entrada en vigencia para gozar de los beneficios tributarios

del diferimiento del Impuesto a la Renta y la tasa preferencial del 5% como base para el cálculo del Impuesto a la Renta.

Como hemos mencionado, incluso a la fecha, pese a que algunos FIRBIs y un FIBRA vienen iniciando operaciones, la normativa se viene adaptando a las nuevas inquietudes del mercado y, en general, viene se encuentra tendiente a flexibilizar y hacer más atractiva la inversión a través de estos vehículos.

6. VENTAJAS DE INVERTIR A TRAVÉS DE UN FIRBI O UN FIBRA

Analizadas las características y beneficios que poseen los FIRBIs y FIBRA consideramos pertinente indicar cuáles consideramos las principales ventajas de la inversión en FIRBIs y FIBRA en el rubro inmobiliario.

Para ello, consideramos pertinente hacer una distinción respecto de quiénes podrían ser los actores que lograrían una situación ventajosa a través de la inversión por medio de estos vehículos. Así, siguiendo a la Bolsa de Valores de Lima, creemos que estas ventajas pueden ser distinguidas desde el punto de vista de los inversionistas y desde el punto de vista de las empresas que buscan recursos para llevar a cabo/gestionar proyectos inmobiliarios (2018).

6.1. Ventajas para los inversionistas

Por el lado de los inversionistas, los FIRBIs y FIBRA abren un nuevo rubro de inversión en un mercado que, como señalamos anteriormente, se caracteriza por tener costos prohibitivos para inversiones individuales. De esta manera, toda vez que no se incurriría en el costo que involucra el adquirir la totalidad de un inmueble o de un proyecto inmobiliario, sino en certificados de representación que, indirectamente, representarían parte de uno o más proyectos inmobiliarios, más personas podrían acceder a este mercado.

Un segundo aspecto relevante en este análisis también se encuentra asociado a las complejidades del mercado inmobiliario. La adquisición de inmuebles, así como el desarrollo de proyectos, requiere de contar con una experiencia particular en este rubro. Desde entender el estado de un inmueble y los riesgos que podría implicar algún vicio en el mismo, conocer los mecanismos de saneamiento de los inmuebles, saber en qué tipo de proyecto inmobiliario invertir, cómo realizar dicha inversión; así como el retorno esperado de dicha inversión, son algunos de los conceptos que deben estar claros al invertir en un proyecto inmobiliario.

Pues bien, al exigir la regulación de la materia que los FIRBIs y FIBRAs cuenten con un comité técnico profesional, con experiencia en el rubro, que evalúe las inversiones que son llevadas a cabo por estas, se cubre la necesidad de especialización en este mercado, buscando que el capital aportado por los inversionistas sea destinado a inversiones rentables.

Por otro lado, este tipo de vehículos está pensado en la realización de inversiones en una cartera de activos, y no solo en un inmueble o proyecto en particular. Esto supone una diversificación en las inversiones que realizan los FIRBIs y los FIBRAs, lo cual brinda cierto grado de seguridad y mayores chances de que el capital invertido tenga más altos y mejores rendimientos. De esta forma, el riesgo de la inversión no responde a las vicisitudes de un solo proyecto inmobiliario; sino que encuentra estabilidad entre las ganancias y/o pérdidas que puedan generarse en una variada cartera de proyectos.

Al requerir que los certificados de participación de los FIBRAs y FIRBIs sean colocados a través de una oferta pública, y, por tanto, la inscripción en el Registro Público del Mercado de Valores, estos vehículos se encuentran obligados a compartir de manera pública la información importante que pudiera afectar sus inversiones. De esta manera, el inversionista puede realizar un seguimiento de las inversiones que se encuentra realizando el vehículo en donde ha invertido su capital; así como tomar las decisiones que considere pertinentes.

Asimismo, a efectos de lograr captar mayor capital, los gestores de los FIBRAs y FIRBIs buscarán que su estructura de negocios genere la confianza suficiente en los inversionistas para que involucren su dinero en dichos vehículos. A estos efectos, las empresas gestoras diseñarán políticas y aplicarán principios de buen gobierno corporativo para generar esta confianza, repercutiendo en beneficio de los inversionistas.

Finalmente, otro de los principales beneficios que consideramos poseen los FIBRAs y FIRBIs consiste en la liquidez que proveen los certificados de participación en caso se decida la desinversión en este negocio. Normalmente, si se desea obtener liquidez cuando se ha invertido en un negocio inmobiliario, se tendrá que disponer total o parcialmente del activo involucrado, lo cual no resulta sencillo ni rápido; por el contrario, a través de los certificados de participación que se obtienen por invertir en un FIRBI o FIBRA, la forma de obtener liquidez se dará a través de la transferencia de parte de dichos

certificados, lo cual puede realizarse a través de un mecanismo centralizado de negociación; de esta manera, se podrá transferir los certificados suficientes para cubrir la liquidez requerida, de una manera más sencilla y rápida (Bravo, 2017).

6.2. Ventajas para las empresas y gestores

Ahora bien, por el lado de las empresas, consideramos la principal ventaja para las empresas o gestoras cuyo objetivo sea el manejar o administrar una cartera inmobiliaria, la posibilidad de acceso a una gran fuente de capital que permite realizar inversiones que, de forma individual, atraerían aparejados costos altísimos para financiarlos. Sumado a otras fuentes de financiamiento, se abre toda una serie de posibilidades para realizar mayores inversiones.

De la misma forma, si tomamos en cuenta los beneficios tributarios que hemos mencionado en el acápite anterior, se reducen los costos involucrados en el inicio de la inversión inmobiliaria; postergándolos a un momento en el cual estas inversiones hubieran producido ciertos réditos.

Si bien se trata de una exigencia en beneficio de los inversionistas, consideramos que el hecho de que los FIRBIs y FIBRAS deban ser transparentes con la información que poseen que pueda afectar las inversiones, así como deben poseer un adecuado gobierno corporativo e integrar en su administración una comisión especializada en inversiones inmobiliarias, también resulta en beneficio de estos, a efectos de gestionar las inversiones inmobiliarias que realicen de una manera adecuada.

Finalmente, no debemos dejar de recordar que los FIBRAS y FIRBIs no solo suponen una gran oportunidad para los inversionistas y/o para las empresas que pretendan desarrollar proyectos inmobiliarios a través de ellos; sino que también supone una gran oportunidad de desarrollo para el mercado inmobiliario en sí, que podrá ver un mayor desarrollo y crecimiento a través del empleo de estos vehículos.

7. FIRBIs y FIBRAS COMO UNA ALTERNATIVA PARA ATACAR EL DÉFICIT DE OFERTA DE VIVIENDA SOCIAL

Como se ha indicado al inicio de este artículo, uno de los principales problemas y oportunidades que presenta nuestro mercado inmobiliario

tiene que ver con la deficiencia en la oferta para cubrir la demanda de vivienda social de la población. Pues bien, los FIBRAs y FIRBIs pueden ser herramientas valiosas para cubrir esta oferta faltante y ayudar a mitigar el déficit habitacional.

Y es que la capacidad de los FIBRAs y FIRBIs de captar recursos podría ser empleada para el desarrollo de proyectos inmobiliarios de este tipo, cuyos altos costos no lo hacen atractivo para una buena parte de las empresas inmobiliarias tradicionales.

En Estados Unidos existen distintos ejemplos que han involucrado la participación de REITs con desarrollo de vivienda social. Uno de los primeros casos se dio en la década de los años cincuenta, a través de The Mutual Real Estate Investment Trust (M-REIT). Este REIT, impulsado por Morris Milgram, desarrolló la comunidad el Concord Park Homes, una de las primeras comunidades que integraban población negra y blanca (Huang, 2010, p. 25).

Los REITs encuentran atractivo el mercado de viviendas sociales norteamericano en primer lugar, por la alta demanda respecto a los mismos, pero, principalmente, por los programas que favorecen la vivienda social otorgados por el gobierno. En particular, por el programa de subsidio previsto en la *Section 8* del *Housing Act of 1937*. A través de este programa:

[...] tenants only need to pay about 30% of their income for rent, and the rest of the rent would be paid to landlord with federal funding. The Program can both be attached with low-income tenants or affordable units. If a tenant involved in to Section 8, his landlord would get paid fully market-rate rent by both the tenant's income and the federal subsidy. If an affordable unit attached with Section 8, the landlord would also get paid with market-rate rent whatever his tenant's income level would be. [...] los arrendatarios únicamente necesitan pagar cerca del 30% de sus ingresos para renta, y el resto de la renta será pagado al landlord a través de fondos estatales. El programa puede estar dirigido a arrendatarios de bajos ingresos o a unidades asequibles. Si a un arrendatario le es aplicable la Sección 8, el arrendador recibirá el monto total de la renta, a valor de mercado, del arrendatario y del subsidio estatal. Si a una unidad inmobiliaria le es aplicable la Sección 8, el propietario recibirá también la renta, a valor de mercado, no importando el nivel de ingresos del arrendatario. (Huang, 2010, pp. 26-27).

Operar unidades inmobiliarias con el apoyo del programa contenido en la Sección 8 otorga seguridad en las inversiones en vivienda social a los REITs, en tanto una parte de la renta generada viene otorgado por parte del Estado; de igual manera, ante el riesgo de impago, la demanda por vivienda social podría cubrir rápidamente la plaza perdida.

Por otra parte, tenemos el programa de *Low Income Housing Tax Credit Program* (LIHTC), que formó parte de la *Tax Reform Act* de 1986. A través de la misma se otorgan beneficios tributarios a las empresas que se dediquen a la construcción o rehabilitación de viviendas sociales, a través de un crédito fiscal sobre la base de porcentaje de la inversión realizada que hubiese sido dedicado a vivienda social, para su uso en un período de 10 años (Lipschultz, 2016).

Sin embargo, los REITs, por los beneficios tributarios que posee y dado que distribuye la mayor parte de sus utilidades, no podrían utilizar el crédito otorgado por el LIHTC o trasladarlo a los inversores; por lo que el aprovechamiento del LIHTC, en este sentido, viene dado por la venta de este crédito fiscal a un valor castigado o por el desarrollo de inversiones conjuntas en donde participan los REITs con otras formas societarias que sí pudieran utilizar este crédito fiscal (Huang, 2010, pp. 28-29).

Estados Unidos posee varios ejemplos en los que los REITs se han visto involucrados en el desarrollo de vivienda social, en donde la aplicación de los beneficios gubernamentales para el desarrollo de este tipo de vivienda ha sido sumamente importante para atraer a los inversionistas.

De la misma forma, su estructura también ha sido empleada por iniciativas no lucrativas cuyo objetivo es el desarrollo de vivienda social, a efectos de obtener capital público a través de estos vehículos. Casos como el de *Community Development Trust (CDT)*, un REIT creado en 1998 por el *Local Initiatives Support Corporation* para financiar los desarrollos comunitarios (Huang, 2010, p. 31) o el de *Mercy Housing, Inc.*, que, en el 2013, junto con un REIT privado credo por dicha organización no lucrativa, adquirió viviendas sociales para preservar viviendas sociales existentes (Pruitt & Watopka, 2013).

En México, con menores años de experiencia, se vienen desarrollando los primeros proyectos de inversión en vivienda, no necesariamente del tipo de vivienda social, por parte de los FIBRAs. Ejemplos como SíRenta que, desde finales del año pasado, busca insertarse en el mercado inmobiliario mexicano

(Valle, 2017) o Fibra Plus (Valle, 2018b), son los primeros casos de estos instrumentos involucrándose en el mercado residencial. A partir de ellos, el salto a la vivienda social, en un mercado parecido al nuestro, parece ser un paso natural en los próximos años.

En nuestro país, los FIRBIs creados y los FIBRAs que se encuentran en camino de iniciar operaciones se han centrado, principalmente, en el mercado de oficinas, industrias y retail; siendo que el mercado residencial aún no se encuentra en la mira de estos vehículos; menos aún el rubro de vivienda social. Sin embargo, creemos que, dadas las demandas del mercado, este será uno de los siguientes rubros al cual deberán apuntar las inversiones a través de estos vehículos.

Ahora bien, desarrollar proyectos inmobiliarios en vivienda y formalizar la construcción de viviendas sociales, podría mejorar el componente cualitativo utilizado para medir el déficit habitacional; y, en el aspecto cuantitativo, podría aumentar el número de viviendas sociales disponibles.

Sin embargo, los FIBRAs y FIRBIs están pensados para la inversión en inmuebles para renta, por lo que, a efectos de atacar la falta de vivienda propia, podría pensarse que no se trata del instrumento ideal para este fin, en principio. Ello no es del todo correcto, en tanto que los FIRBIs y FIBRAs sí podrían adaptar sus estrategias de inversión para el caso de proyectos de vivienda, de forma tal que se permita la venta de inmuebles luego de transcurrido el período requerido por la regulación en la materia. Así, celebrar arrendamientos con opciones de compra permitiría que los FIBRAs y FIRBIs participen directamente en el mercado inmobiliario de vivienda social.

Y en este sentido, los FIBRAs y FIRBIs pueden ser combinados con los otros instrumentos creados por el gobierno a efectos de atacar el déficit de vivienda social, tales como el arrendamiento venta y *leasing* inmobiliario, instrumentos con larga data en nuestra legislación, pero que recibieron un impulso gubernamental adicional a efectos de la adquisición de vivienda a partir de la dación del decreto legislativo 1177, que estableció el Régimen de Promoción del Arrendamiento para Vivienda, en el año 2015. De esta manera, los FIBRAs y FIRBIs también podrían gozar de los beneficios otorgados bajo este régimen.

Asimismo, será importante el adaptar los instrumentos de fomento a la adquisición de vivienda social para estos instrumentos. La promoción

y el acceso de estos vehículos a los programas del Fondo Mivivienda y, en particular, del programa Techo Propio, pero que respondan a las particularidades de los FIBRAs y FIRBIs, será importante para permitir su crecimiento en el ámbito de la vivienda social e incentivar a los inversores en el ingreso a estos vehículos.

Visto lo anterior, consideramos que los FIBRAs y FIRBIs pueden constituirse en instrumentos trascendentales que podrían servir para mitigar el déficit habitacional existente en el sector inmobiliario. La posibilidad de acceder a una gran fuente de capital permite a estos vehículos invertir en grandes proyectos de vivienda, ampliando la oferta en este sector. Por su parte, con los incentivos adecuados, los FIBRAs y FIRBIs podrían encontrar el rubro de vivienda social rentable para su inversión en el mismo.

8. CONCLUSIÓN

A lo largo de este trabajo se ha analizado el ingreso al mercado inmobiliario peruano —necesitado de una evolución— de los fondos FIRBIs y los fideicomisos FIBRAs, a través de los impulsos del gobierno para este fin. Asimismo, hemos tomado en cuenta para ello, el éxito obtenido por vehículos similares en Estados Unidos y México, tal vez los antecedentes más directos de nuestra regulación.

Las primeras iniciativas privadas para iniciar actividades a través de estos vehículos ya se han producido y se vienen desarrollando; sin embargo, estos emprendimientos aún no han puesto objetivo en el mercado residencial, y menos aún en vivienda social.

El déficit habitacional es un problema que nuestro mercado no ha sabido, aún, hacer frente, pese a la alta demanda en el rubro de vivienda social que supone una gran oportunidad de inversión. Frente a ello, consideramos que los FIRBIs y FIBRAs, por su alta capacidad de obtener recursos a través del mercado de valores, suponen instrumentos ideales para mitigar este déficit. En ese sentido, el alto nivel en el déficit habitacional, aparejado con la alta demanda en vivienda social, podrían inclinar la balanza en la decisión de inversión de estos vehículos en este mercado.

BIBLIOGRAFÍA

- Altamirano, L. (4 de enero de 2018). Sector inmobiliario se recuperará de forma parcial hacia el 2018. *Semana Económica*. <http://semanaeconomica.com/article/sectores-y-empresas/inmobiliario/258694-recuperacion-parcial-2>
- Arellano, A. (2013) FIBRAs, el instrumento activo en México. Una herramienta transparente del mercado inmobiliario. *Real Estate Market & Lifestyle*, 89, 24-26. <https://realestatemarket.com.mx/articulos/capital-markets/11675-fibras-el-instrumento-activo-en-mexico>
- Arellano, A. (2018). Las Fibras como vehículos transformadores. *Real Estate Market & Lifestyle*, 11, 164-166. <https://realestatemarket.com.mx/articulos/capital-markets/23067-las-fibras-como-vehiculos-transformadores>
- Ayala, D. & R. Román (2015). Fibras deben aprender de los REIT. *El Economista*, 20 de enero de 2015. <https://www.economista.com.mx/mercados/Fibras-deben-aprender-de-los-REIT-20150120-0196.html>
- BBVA Research (2008). *Perú Situación Inmobiliaria 2008*. https://www.bbvaresearch.com/KETD/fbin/mult/revista_BBVA_situacion_inmobiliaria_tcm346-189944.pdf
- BBVA Research (2017). *Perú Situación Inmobiliaria 2017*. <https://www.bbvaresearch.com/wp-content/uploads/2018/01/SituacionInmobiliarioPeru2017.pdf>
- Beals, P. & A.J. Singh (2002). The evolution and development of Equity REITs: The securitization of equity structures for financing the U.S. lodging industry. *The Journal of Hospitality Financial Management*, 10(1), 15-33.
- Bennet, R.H.; Lazarevic, K.; Lewis, M.; Rand, M. & R.L. Smotrich (2012). U.S. REITs. *Barclays. Equity Research*. http://urbanland.uli.org/wp-content/uploads/sites/5/2013/10/USREITs_REITs_101_An_Introduction.pdf
- Bolsa de Valores de Lima (2018). *Promoción de FIBRAS y FIRBIS en el mercado de capitales peruano*. <https://www.bvl.com.pe/includes/FIBRAS-JUNIO2018.pdf>
- Borchersen-Keto, S. (2017). A New Benchmark for the Fibra Industry. *NAREIT Real estate working for you*. <https://www.reit.com/news/reit-magazine/september-october-2017/new-benchmark-fibra-industry>
- Bravo, C. (2017). Organizando o participando en un fondo de inversión inmobiliaria. *Conexión ESAN*. <https://www.esan.edu.pe/conexion/bloggers/finanzas/2017/08/organizando-participando-en-un-fondo-inversion-inmobiliaria/>

- Cámara de Comercio de Lima (2017). Tendencias del mercado de oficinas y locales comerciales en Lima. *La Cámara. Revista de la CCL*, 794, 10-12. https://www.cameralima.org.pe/RepositorioAPS/0/0/par/EDICION794/ED_DIG_794.pdf
- Celis, F. (23 de agosto de 2017). ¿Qué son y cómo funcionan las FIBRAS? *Forbes*. <https://www.forbes.com.mx/que-son-las-fibras>
- ¿Cuáles son las tendencias del sector inmobiliario? *El Comercio*, 3 de abril de 2018. <https://elcomercio.pe/especial/zona-ejecutiva/actualidad/cuales-son-tendencias-sector-inmobiliario-noticia-1993141>
- Del Barrio, M.A. (2018). Evolución y transparencia en las FIBRAS. *Real Estate Market & Lifestyle*, 119, 158-163. <https://realestatemarket.com.mx/articulos/capital-markets/23066-evolucion-y-transparencia-en-las-fibras>
- Díaz, E. & J. Tong (2003). *Titulización de activos en el Perú*. Lima: Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico.
- Echaiz, D. (2014). El consumidor en los contratos inmobiliarios. *Foro Jurídico*, 13, 38-43.
- El alto riesgo de las viviendas informales. (2018a). *El Comercio*, 26 de febrero de 2018.
- Fass, P.; Shaff, M. & D. Zief (2017). *Real Estate Investment Trust Handbook*. Massachusetts: Thomson Reuters.
- Firbi Sura Asset Management (2017). *Memoria anual 2016*.
- Firbi Sura Asset Management (2018). *Memoria anual 2017*.
- Fondo de Inversión en Bienes Raíces Larraínvial – Fibra (15 de agosto de 2018). *Nuestra experiencia*. <https://www.fibra.com.pe/experiencia>
- Fondo Mivivienda (s/f). *Documento de Trabajo. Dinámica del déficit habitacional en el Perú*. <http://www.mivivienda.com.pe/PortalCMS/archivos/documentos/DinamicadeDeficitHabitacionalenelPeru.pdf>
- FIBRA Prime será el primer FIBRA del Perú, ¿cuándo iniciará sus colocaciones? (2018a). *Gestión*. Lima, 21 de agosto de 2018. <https://gestion.pe/economia/empresas/fibra-prime-sera-primer-fibra-peru-iniciara-colocaciones-242211>
- Perú tendría registrados FIBRA y FIRBI por más de US\$ 1,910 millones a fin de año (2018b). *Gestión*. Lima, 2 de setiembre de 2018. <https://gestion.pe/economia/mercados/peru-tendria-registrados-fibra-firbi-us-1-910-millones-ano-243299>
- Grant, P. & J. Morrissey (2016). A Young Mexican REIT Market Evolves. *The Wall Street Journal*. <https://www.wsj.com/articles/a-young-mexican-reit-market-evolves-1478009286>

- Hendrix, S. (2013). ABC para entender las Fibras. *Forbes*. 19 de junio de 2013. <https://www.forbes.com.mx/abc-para-entender-las-fibras>
- Huang, Y. (2010). *An Investigation into the Use of REITs to Finance Affordable Housing in Mainland China* (Tesis de maestría). City Planning, Massachusetts: Massachusetts Institute of Technology. Department of Urban Studies and Planning. <https://dspace.mit.edu/bitstream/handle/1721.1/59741/670429726-MIT.pdf?sequence=2>
- Instituto Nacional de Estadística e Informática, INEI (2018). *Encuesta Nacional de Programas Presupuestales 2011-2017*. Lima: Instituto Nacional de Estadística e Informática. https://www.inei.gob.pe/media/MenuRecursivo/publicaciones_digitales/Est/Lib1520/libro.pdf
- Ipf Research Programme (2009). Real Estate Investment Trust: The US Experience and lessons for the UK. Research Findings. *IPF Research Programme 2006-2009*. <http://www.ipf.org.uk/asset/FCD16E82-045E-4442-89D5D7B47E8F720E>
- Keenan, C. (19 de setiembre de 2014). Fibras get their footing. *NAREIT Real estate working for you*. <https://www.reit.com/news/reit-magazine/september-october-2014/fibras-get-their-footing>
- Lau, E. (1 de marzo de 2018). FIBRA's y FIRBI's y una nueva forma de inversión inmobiliaria. *Enfoque Derecho*. Lima. <https://www.enfoquederecho.com/2018/03/01/fibras-y-firbis-y-una-nueva-forma-de-inversion-inmobiliaria>
- Las FIBRAs en México (2015). *Fibra Uno*. <http://granforoimobiliario.com/conferencias/2015/GonzaloRobina%20.pdf>
- Lerner, M. (1 de noviembre de 2012). FIBRA UNO introduces REITs to Mexico». *NAREIT Real estate working for you*. <https://www.reit.com/news/reit-magazine/september-october-2012/fibra-uno-introduces-reits-mexico>
- Lipschultz, M. (2016). Merging the public and private: the LIHTC program and a formula for more affordable housing. *Review of Banking & Financial Law*, 36(1), 379-414.
- Martínez, C. (2017). Las 11 FIBRAs en México tienen un valor de capitalización de 248 mil 549.6 millones de pesos. *Inmobiliare Latam*, 17(103), 90-99. <http://inmobiliare.com/digital/INMOBILIARE-103.pdf>
- Meza, N. (21 de octubre de 2015). 10 claves para entender la Fibra E. *Forbes*. <https://www.forbes.com.mx/10-claves-para-entender-la-fibra-e/>
- Meza, S. (2016). *La vivienda social en el Perú. Evaluación de las políticas y programas sobre vivienda de interés social. Caso de estudio: Programa «Techo Propio»* (Tesis

- de maestría). *Recerca en Gestió i Valoració Urbana*. Barcelona: Universitat Politècnica de Catalunya. Escola Tècnica Superior d'Arquitectura de Barcelona. https://upcommons.upc.edu/bitstream/handle/2117/87782/MEZA_TESIS_MASTER.pdf
- Ministerio de Vivienda, Construcción y Saneamiento (2015a). *Memoria Institucional 2015*. <http://www3.vivienda.gob.pe/MemoriasAnuales/memorias/Memoria-Anual-2015.pdf>
- Ministerio de Vivienda, Construcción y Saneamiento (2015b). *Plan Estratégico Sectorial Multianual (PESEM) 2016 – 2021*. [http://perseo.vivienda.gob.pe/Documentos_resoluciones/Emitidos/RM-354-2015-VIVIENDA-PESEM%202016.compressed%20\(1\).pdf](http://perseo.vivienda.gob.pe/Documentos_resoluciones/Emitidos/RM-354-2015-VIVIENDA-PESEM%202016.compressed%20(1).pdf)
- Ministerio de Vivienda, Construcción y Saneamiento (s/f). *Vivienda y Urbanismo*. http://www3.vivienda.gob.pe/ejes/vivienda-y-urbanismo/vivienda_y_urbanismo.html
- Nareit (s/fa). *The Reits Through the years*. <https://thereitway.com/reits-through-the-years>
- Nareit (s/fb). *The REIT Industry*. <https://thereitway.com/the-reit-industry>
- Nareit (s/fc). *History of REITs*. <https://www.reit.com/what-reit/history-reits>
- Oxford Business Group (2013). *Crecimiento de los REITs en México*. <https://oxfordbusinessgroup.com/news/crecimiento-de-los-reits-en-mexico>
- Padilla, R. & A. Sánchez (2013). FIBRAs insight: Towards a decade of Mexican REITs. *International Tax Review*, 13-14. <http://www.chevez.com/ingles/upload/files/PerspIng2013-07.pdf>
- Pedraza, E. (2018). Introducción al tratamiento tributario de los Fondos de Inversión en renta de bienes inmuebles (FIRBI). *Enfoque Derecho*. <https://www.enfoquederecho.com/2018/08/04/introduccion-al-tratamiento-tributario-de-los-fondos-de-inversion-en-renta-de-bienes-inmuebles-firbi/>
- Polo, R. (2017). Los fibras y firbis y el impuesto a la renta». *Ius 360*. <http://ius360.com/columnas/los-fibras-y-firbis-y-el-impuesto-la-renta>
- Prospecto de colocación del programa Multivalor (2017). *Fibra Uno*. http://funo.mx/panel/archivos_subidos/Prospecto_DEFINITIVO-Programa_Multivalor.pdf
- Proinversión, Agencia de Promoción de la Inversión Privada (s/f). *Construcción inmobiliaria*. <https://www.investinperu.pe/modulos/JER/PlantillaStandardsinHijos.aspx?are=0&prf=0&jer=5787&sec=1>
- ¿Se viene un nuevo boom inmobiliario en el Perú? (2018). *El Economista América*, 28 de febrero de 2018. <http://www.economistaamerica.pe/economia-eAm-peru/>

noticias/8972333/02/18/Se-viene-un-nuevo-boom-inmobiliario-en-el-Peru.html

- Quispe, Jesús; Arias, T. & P. Maquet (2009). El problema de la vivienda en el Perú, retos y perspectivas. *Revista INVI*, 20(53), 20-44. <http://www.revistainvi.uchile.cl/index.php/INVI/article/view/333/877>
- Ramírez, M. (23 de noviembre de 2017). En 5 años, Fibras han invertido 350 mil mdp en México: BMV». *Milenio*. <http://www.milenio.com/negocios/5-anos-fibras-invertido-350-mil-mdp-mexico-bmv>
- Real Estate Market & Lifestyle (2016a). El nacimiento de las FIBRAs, 107, 42-46. <https://realestatemarket.com.mx/articulos/capital-markets/18723-el-nacimiento-de-las-fibras>
- Real Estate Market & Lifestyle (2016b). La historia que no conocías de FIBRA UNO, 107, 58-62. <https://realestatemarket.com.mx/articulos/capital-markets/18726-la-historia-que-no-conocias-de-fibra-uno>
- Sánchez, R. (2011). *Haciendo Ciudades Sostenibles. Segundo Foro Interamericano de Financiamiento Habitacional*. Lima: Unión Interamericana para la Vivienda (UNIAPRAVI). <http://www3.vivienda.gob.pe/dgprvu/docs/Estudios/10%20Haciendo%20Ciudades%20Sostenibles.pdf>
- Valdivia, G. (2015). Desafíos y oportunidades para el sector inmobiliario peruano. *Asociación de Desarrolladores Inmobiliarios*. <http://www.adiperu.pe/wp-content/uploads/INMOBA2015-Desafios-y-oportunidades-para-el-sector-inmobiliario-peruano.pdf>
- Valle, A. (7 de agosto de 2017). SiRenta quiere convertirse en la primera FIBRA de vivienda en renta». *Expansión*. <https://expansion.mx/empresas/2017/08/07/sirenta-quiere-convertirse-en-la-primera-fibra-de-vivienda-en-renta>
- Valle, A. (23 de febrero de 2018a). FIBRA UNO ya superó los 8 millones de m2 en propiedades. *Expansión*. <https://expansion.mx/empresas/2018/02/23/fibra-uno-ya-supero-los-8-millones-de-m2-en-propiedades>
- Valle, A. (15 de febrero de 2018b). La primera FIBRA que apuesta por la vivienda en renta. *Expansión*. <https://expansion.mx/empresas/2018/02/14/la-estrategia-de-fibra-plus-con-la-vivienda-en-renta>
- Villahermosa, L. (30 de junio de 2014). Conozca el presente del mercado inmobiliario peruano. *América economía*. <https://www.americaeconomia.com/negocios-industrias/conozca-el-presente-del-mercado-inmobiliario-peruano>
- Villanueva, W. (2013). El fideicomiso y sus implicancias tributarias, *Ius et Veritas*, 47, 264-277.

- Viviendas informales que se construyen al año es casi el doble de las formales (2017). *Gestión*. <https://gestion.pe/tu-dinero/inmobiliarias/viviendas-informales-construyen-ano-doble-formales-135748>
- World Office Forum (30 de setiembre de 2015). *Vivienda en Perú: escasa oferta y sobreoferta de oficinas*. <http://worldofficeforum.com/vivienda-en-peru>
- World Office Forum (17 de febrero de 2016a). *Vivienda en Lima; desafíos y oportunidades (Perú)*. <http://worldofficeforum.com/vivienda-en-lima-desafios-opportunidades>
- World Office Forum (21 de diciembre de 2016b). *La informalidad: 600.000 viviendas secuestradas en Perú*. <http://worldofficeforum.com/la-informalidad-600-000-viviendas-secuestradas-peru/>
- World Office Forum (18 de enero de 2017). *500.000 viviendas en 5 años: Bien, pero no basta (Perú)*. <http://worldofficeforum.com/500-000-viviendas-5-anos-bien-no-basta-peru>
- Zubiate, A. (20 de mayo de 2015) El boom inmobiliario y la supuesta burbuja inmobiliaria. *Semana Económica*. <http://semanaeconomica.com/boominmobiliario/2015/05/20/el-boom-inmobiliario-y-la-supuesta-burbuja-inmobiliaria/>
- Zubiate, A. (19 de julio de 2018). La gran oportunidad del alquiler de viviendas. *Semana Económica*. <http://semanaeconomica.com/boominmobiliario/2018/07/19/la-gran-oportunidad-del-alquiler-de-viviendas/>

LA CLÁUSULA DE ACELERACIÓN O DE VENCIMIENTO ANTICIPADO EN LA CONTRATACIÓN CONTEMPORÁNEA. CON ESPECIAL ÉNFASIS EN LOS NEGOCIOS JURÍDICOS FINANCIEROS

Walter Vásquez Rebaza

1. INTRODUCCIÓN

La praxis transaccional ofrece cláusulas que viabilizan el desenvolvimiento de todo financiamiento a la par de sus términos comerciales elementales¹. Nos referimos a disposiciones tales como las garantías (reales y personales), *covenants*², derechos de pago anticipado, comisiones, seguros, indexaciones, *pari passu*, representaciones y garantías (*representations and warranties*), indemnidades e incumplimiento cruzado (*cross-default*). Dentro de este selecto grupo se encuentran las cláusulas de aceleración, también denominadas aceleratorias o de vencimiento anticipado.

¹ Independientemente de la estructura contractual que lo canalice, un financiamiento puede ser definido como aquella operación económica por la cual un sujeto (denominado prestamista o financiador) cede la disponibilidad de un capital (también denominado principal) a un prestatario durante un tiempo establecido, asumiendo así cierto costo de oportunidad a causa del rendimiento que el financiador hubiese podido obtener directamente del capital. Por su parte, el prestatario o deudor se compromete a pagar a futuro una deuda global (usualmente fragmentada en cuotas) compuesta por los siguientes elementos: (i) restitución del capital, (ii) intereses compensatorios (que vienen a ser la remuneración del financiador fijada como consecuencia del costo de oportunidad ocasionado por la privación temporal de su capital) y (iii) conceptos tales como comisiones, gastos e impuestos. En esta línea, se aprecia que los contratos de financiamiento tienen como principales componentes comerciales a los intereses (incluyendo la definición de su exigibilidad y cuantía) y el tiempo en que se efectuará el pago de la deuda. Según los usos y costumbres, este último componente se plasma habitualmente en un cronograma de cuotas que incluye la periodicidad y fechas para la exigibilidad de estas últimas, así como el plazo global en que se amortizará la totalidad del monto del préstamo.

² Para efectos del presente trabajo, entenderemos a los *covenants* como las obligaciones asumidas por el prestatario en el marco de contratos financieros que se caracterizan por limitar (positiva o negativamente) la libertad de acción del prestatario con el objeto de evitar el incremento de los riesgos asumidos por el financista (Hahn, 2010, pp. 232 y ss.), los cuales fueron identificados y dimensionados al momento de celebrar el contrato.

En efecto, en la actualidad, la estructuración de negocios jurídicos financieros (o aquellos que cuentan con componentes financieros) suele conceder enorme importancia a la incorporación de términos como los siguientes:

- El incumplimiento por parte del deudor en su obligación de pagar cualquiera de las cuotas de la deuda en las fechas detalladas en el cronograma de pagos ocasionará que el acreedor se encuentre habilitado para exigir al deudor el inmediato pago del íntegro saldo remanente. Se dan por vencidas las cuotas que estuviesen pendientes al momento de verificado el aludido incumplimiento.
- Si algún evento de incumplimiento ocurre, el banco —mediante aviso que por escrito remita al prestatario— podrá declarar todos los montos que el prestatario deba pagar en virtud de este contrato de préstamo. Estos pagos pueden ser exigibles con posterioridad a la fecha del aviso, como inmediatamente exigibles y pagaderos. En cualquiera de los casos, las partes convienen en que, a partir de ese momento, tales montos serán exigibles y pagaderos sin que medie diligencia, exhortos, avisos, presentación para el pago, requerimiento judicial, protesto u otras formalidades a las que el prestatario renuncia en forma expresa.

De manera muy general puede afirmarse que el pacto de aceleración es aquel que permite que un instrumento financiero con fecha fija de vencimiento se haga exigible antes de la oportunidad acordada (Chafee, 1919, p. 749³; Cerezola, 1977, pp. 659-660). Por ende, se trataría de una estipulación mediante la cual se faculta al acreedor a precipitar la oportunidad de pago de la deuda en cabeza del prestatario⁴.

Pero el financiador no suele reservarse la facultad de anticipar el cobro sino a causa de ciertos eventos asociados —directa o indirectamente— a

³ El autor sostiene que los referidos pactos son la resultante de combinar los instrumentos de crédito con una fecha fija de maduración con aquellos otros que cuentan con una oportunidad de pago variable fijada por el acreedor ante el acaecimiento de un evento. De otro lado, con ocasión al estudio de los títulos de crédito y su aptitud para circular en el tráfico jurídico, esta opinión precisa que el detonante no puede ser extrínseco al cobro, sino vinculado a este (Chafee, 1919, p. 756). Desde luego, semejante limitación no resulta aplicable a la contratación financiera, en la cual resulta admisible estipular eventos gatilladores extrínsecos a la restitución de la deuda, como lo serían las *due-on clauses*, que examinaremos posteriormente.

⁴ Así, para Hahn (2010, p. 235), las cláusulas ahora analizadas «legitiman al prestamista [...] a acelerar la totalidad del principal frente a la verificación de eventos específicos y a hacerlo exigible y pagadero independientemente de los términos del contrato».

la protección de sus propios intereses. Entre tales detonantes se encuentra el incumplimiento de alguna condición del contrato por el deudor, la verificación de una contingencia específica o, de manera general, la ocurrencia de un evento capaz de generar inseguridad en la no obtención del retorno deseado.

El desarrollo teórico y funcional otorgado en el *civil law* a los aludidos pactos no resulta precisamente abundante. Ello se opone a la importancia conferida al fenómeno en el *common law*.

En el Perú, a pesar del enorme nivel de difusión de la cláusula de aceleración (hasta llegar al grado de la estandarización), sus contornos conceptuales, efectos jurídicos y lógica económica se encuentran lejos de contar con una delimitación exhaustiva. Tan es así que no resulta extraño que en nuestro medio los aludidos pactos sean equiparados a una noción no solo diversa, sino antagónica: la cláusula resolutoria expresa.

En tal contexto, las presentes líneas tienen como propósito analizar —desde el punto de vista estructural y funcional— la cláusula de aceleración con el fin de facilitar su adecuada aplicación a la solución de problemas jurídicos cotidianos en el Perú. En particular, intentaremos arrojar luces sobre la función, requisitos, presupuestos, límites y efectos compatibles con el ejercicio del pacto materia de estudio.

2. LA CLÁUSULA DE ACELERACIÓN EN LOS MODELOS COMPARADOS

A continuación, se abordará el objeto de las presentes líneas en ciertos cuerpos normativos y modelos comparados de especial interés.

2.1. Antecedentes jurisprudenciales en los Estados Unidos y regulación de la *Garn-St Germain Depository Institutions Act*

El pacto aceleratorio —que hizo su aparición en el mercado norteamericano a mediados del siglo XIX (Gilligan, 1939, p. 83)— debe su posicionamiento en la contratación contemporánea a sus dos principales subespecies. Nos referimos a la *due-on-sale clause* y a la *due-on-encumbrance clause*. Dichas estipulaciones, actualmente generalizadas en los instrumentos financieros, le permiten al prestamista declarar inmediatamente debido y pagadero el balance ante la ocurrencia de ciertos detonantes específicos.

Cuando se habla de la *due-on-sale clause*, el financista se encuentra facultado para dar por vencida la deuda si el prestatario celebra un acto de transferencia del activo (generalmente, un inmueble) sobre el cual recaía la garantía del acreedor⁵. En cambio, en una *due-on-encumbrance clause*, la facultad aceleratoria del acreedor nace a causa de la constitución de un gravamen sobre el bien objeto de garantía por el deudor⁶.

Desde inicios de los años sesenta, la aplicación de la *due-on-sale* y de la *due-on-encumbrance clause* generó incertidumbre tanto en la doctrina como en la jurisprudencia norteamericana. Los estudiosos de aquel modelo concibieron dos polos interpretativos opuestos para las referidas estipulaciones: por un lado, aquel que propugnaba su aplicación automática y, por el otro, aquel favorable a su aplicación circunstancial.

El primer grupo de estudiosos optó por considerar que para la aplicación de las aludidas cláusulas bastaba únicamente la verificación de su evento gatillador (el acto de enajenación o gravamen, respectivamente). Ello sin importar que, en cada caso concreto, se acredite que el mencionado detonante llegó o no a afectar la posición del acreedor.

Para sustentar su posición, los defensores de la aplicación automática de las *due-on clauses* argumentaban, en primer lugar, que el financiador tenía un interés directo en que el deudor siga siendo el titular del bien objeto de la garantía (Cohen, 1975, pp. 1113-1114).

Semejante consolidación subjetiva habría resultado crucial para la banca dado que el deudor, individualizado y previamente evaluado por aquella, contaba con los requisitos y características indispensables para el otorgamiento del préstamo. Si dicho deudor hipotecario —evaluado favorablemente— continuaba al mismo tiempo siendo propietario y poseedor del bien objeto de la garantía, el financiador podía confiar en que aquel mantendría una

⁵ Según Roszkowski (1986, p. 25): la *due-on-sale clause* es una «provisión que le permite al acreedor hipotecario, a su sola decisión, declarar que el balance íntegro del préstamo hipotecario es inmediatamente debido y pagadero si el bien materia de garantía se vende o se transfiere de alguna otra forma sin el previo consentimiento del acreedor hipotecario». Una definición casi idéntica había sido ensayada por la Corte Suprema de los Estados Unidos en el caso *Fidelity Federal Savings and Loan Association v. de la Cuesta* (1982).

⁶ Como se aprecia, la estructura de ambos pactos supone la presencia de un *covenant* limitativo de la libertad del deudor. La violación de dicho pacto (ya sea mediante los actos de transferencia o gravamen) configura el detonante que faculta al acreedor a precipitar las cuotas debidas en virtud del poder aceleratorio.

disposición positiva hacia la conservación del bien (que representaba la garantía del prestamista).

Como contrapartida, un tercer individuo —que no fue calificado ni aprobado por la banca— expondría al activo objeto de garantía a un eventual desgaste, deterioro o, en el peor de los casos, pérdida⁷. Esto resultaría alarmante para el acreedor si se considera que el desgaste no tiene que reducir a 0 el valor del bien para perjudicarlo gravemente. En efecto, tal como explica Cohen, si «la propiedad se deteriora al punto en que vale menos que la deuda pendiente, el prestatario muy probablemente incumplirá, dejando de este modo al prestamista absorber la pérdida total» (1975, p. 1115).

Al respecto, en el caso *Cherry v. Home Savings & Loan Association* (1969), la Corte de Apelaciones de California ha explicado la importancia de la consolidación subjetiva deudor-propietario de la garantía en los siguientes términos:

El riesgo de pérdida se reduce desde la perspectiva del financista si se sabe que el prestatario es cuidadoso, experto y capaz. Si el prestatario fuese capaz de vender el bien objeto de garantía sin preocuparse por la deuda, aquel podría tomar los ingresos de la venta y dirigirlos hacia destinos desconocidos, y el nuevo propietario del bien podría permitir la ruina y depreciación.

Por su parte, Bonanno desarrolla el argumento expuesto de esta manera:

[...] el financiador originalmente prestó el dinero con la expectativa que el prestatario sea una persona responsable que, como poseedor, no permita que las propiedades lleguen a deteriorarse tanto como para perjudicar el valor de la garantía. Si la posesión de las propiedades fuese transferida a otro comprador, el financista no estaría seguro de la seguridad continuada de la garantía sin primero investigar al nuevo comprador para asegurarse que este sea tan responsable como el prestatario (1972, p. 287).

En segundo lugar, los defensores de la tesis automática sostenían que la enajenación o el gravamen del bien objeto de garantía (sobre todo cuando dicho acto buscaba garantizar un segundo financiamiento) podían ser signos

⁷ Sobre la base de la filosofía subyacente a la sexta edición del PMBOK, definiremos al riesgo como aquel evento (latente o sobrevenido) de ocurrencia incierta pero objetivamente cuantificable que, en caso de verificarse, genera un impacto (positivo o negativo) para una o ambas partes en por lo menos uno de los objetivos de un proyecto: costo, alcance, calidad o tiempo.

que comprometían la solvencia o integridad del deudor (quien hacía las veces de transferente o enajenante) (Bonanno, 1972, p. 275).

Como consecuencia de ello, los mencionados actos habrían sido indicadores de incremento del riesgo de incobrabilidad en el financiador (esto es, un peligro de lesión a sus intereses), frente al cual aquel debía tomar medidas de remediación. Desde esta perspectiva, las *due-on clauses* canalizarían la legítima reacción del acreedor frente a una contingencia específica: la insolvencia de su contraparte.

El panorama mencionado grafica las funciones típicas (esto es, los propósitos ordinarios) que los agentes económicos persiguieron mediante las *due-on clauses*⁸. Tales funciones se relacionaban a la mitigación de dos riesgos concretos: (i) aquel asociado al desgaste, deterioro y eventual pérdida del bien dado en garantía y (ii) aquel asociado al eventual deterioro financiero (y probable insolvencia o descapitalización total) del deudor.

Ahora bien, la tendencia automática terminó por permitirle a los financiadores institucionales emplear los referidos pactos para perseguir una función económica ajena a aquellas típicas, la cual resultaba de crucial importancia en un contexto económico de inflación. Dicha función colateral consistía en darles a los prestamistas la posibilidad de incrementar, previa renegociación, las tasas de interés originalmente convenidas en su portafolio de colocaciones hipotecarias a largo plazo ante incrementos de las tasas del crédito en el mercado⁹.

En efecto, el alza de las tasas de interés ocasionó que los financiadores se vean en la necesidad de revisar los ratios de retorno convenido en sus colocaciones vigentes¹⁰ con la finalidad de evitar disminuciones en sus ganancias y, con ello, prevenir repercusiones negativas en los ahorristas. Ante la ausencia de estipulaciones específicas, los financistas hallaron en las transferencias y

⁸ Un análisis de validez de estas cláusulas no puede dejar de considerar las funciones que aquellas despliegan para el financiador. Sin embargo, lo mencionado no siempre es tenido en consideración por los autores del *civil law*. Ver a manera de ejemplo: Campos, 2016, pp. 100 y ss., para quien la cláusula no supera el análisis de validez ni desde una perspectiva civil ni desde una perspectiva de protección al consumidor. A diferencia de ello, tal como veremos en el apartado 6.2, la Ley de Hipoteca Inversa confirma la regularidad de la estipulación de las *due-on clauses* en contratos de financiamiento en el Perú.

⁹ Ver, entre muchos otros: Hill, 1977, pp. 215 y ss; y Cohen, 1975, p. 1111: «Y ello sin incurrir en atrasos y costos asociados al cobro del préstamo en la etapa de ejecución».

¹⁰ Principalmente en aquellas colocaciones a largo plazo, tal como señala Cohen (1975, p. 1110).

gravámenes del deudor (detonantes de las *due-on clauses*) una oportunidad para lograr el mencionado propósito.

El procedimiento era el siguiente: ante la verificación de un acto de disposición o gravamen (gatilladores de las *due-on clauses*), el financista se presentaba ante el deudor (o su sucesor) para ofrecerle alguna de las siguientes alternativas: (i) la aceleración del cronograma, cobro y ejecución inmediata del balance¹¹; o, (ii) la dispensa del ejercicio de cláusula a cambio de un pago específico y un incremento de la tasa de interés compensatorio vigente.

De esta manera, las *due-on clauses* les permitieron a los financiadores limpiar su portafolio de préstamos con bajas tasas de interés intercambiándolas por tarifas competitivas. Como consecuencia, las cláusulas ahora analizadas se convirtieron una forma de aislar los portafolios del prestamista de la volatilidad cíclica de las tasas de interés (Jennings, 1986, pp. 1152-1154 y 1166)¹².

El caso *Fidelity Federal Savings and Loan Association v. de la Cuesta* (1982) nos presenta argumentos favorables a la función colateral —antes descrita— de las *due-on clauses*. En dicho pronunciamiento se considera que la tendencia circunstancial (opuesta a la aplicación automática) habría acarreado una serie de consecuencias perniciosas asociadas a la obstaculización de la aplicación de la *due-on-sale clause*:

- Habría ocasionado una reducción sustancial del flujo de caja e ingresos netos de las asociaciones financieras federales. Para compensar tales

¹¹ En otras ocasiones, las entidades financieras otorgaban, además, alguna de las siguientes alternativas a los deudores: la asunción expresa del préstamo por los compradores del deudor, reducciones del principal y la concesión de alguna garantía adicional para el préstamo (Bonanno, 1972, p. 278).

¹² A ojos de sus defensores, semejante aplicación de las cláusulas resultaba justa, entre otras cosas, porque, a diferencia de los financistas institucionales, los deudores sí contaban una cobertura contra el riesgo de la fluctuación de las tasas de interés en el mercado. En efecto, si tales ratios disminuían, los clientes podrían obtener fondos a menores tasas de otras fuentes de financiamiento y prepagar (total o parcialmente) los intereses más altos a los que se habían comprometido originalmente, en detrimento del prestamista (Bonanno, 1972, p. 270); Bonanno (1972, p. 275) nota que a medida que las tasas de interés se incrementaron en California, la oposición de los deudores a las *due-on sale* o *encumbrance clauses* se elevó proporcionalmente. Entre otros pronunciamientos, este fue el criterio de la Corte de Apelaciones de California en el caso *Cherry v. Home Savings and Loan Association*, en el cual la Corte encontró que la *due-on-sale clause* constituía un medio legítimo para proteger al financiador contra el riesgo de la pérdida del beneficio de los incrementos ulteriores de las tasas de interés cuando aquel había colocado dinero a una tasa más baja que la actual.

pérdidas, es probable que las mencionadas asociaciones se habrían visto forzadas a aplicar tasas más elevadas de interés y comisiones de préstamo de manera generalizada a los préstamos de vivienda.

- Habría restringido y afectado la capacidad de las asociaciones federales para transferir sus préstamos de vivienda en el mercado hipotecario secundario. De esta manera, dichos préstamos se volverían intransferibles o tendrían que ser transferidos a precios exigüos, reduciendo de este modo el flujo de nuevos fondos para préstamos residenciales, los cuales de otro modo habrían estado disponibles.

La segunda aproximación a las *due-on clauses* en el modelo norteamericano es aquella circunstancial (Hill, 1977, p. 230).

Esta perspectiva consideró que, para ejercer regularmente la facultad de acelerar, los financistas no solo debían acreditar objetivamente el detonante contenido en las cláusulas, sino que, además de ello, debían probar en cada caso concreto que los referidos eventos habían afectado realmente sus intereses. Semejantes repercusiones negativas podían estar dadas tanto por el desgaste del objeto de la garantía —y consiguiente reducción de su valor— como por la eventual descapitalización del deudor.

La tendencia circunstancial propugnaba que, una vez producido el detonante de la *due-on clause* capaz de poner en jaque la responsabilidad financiera y/o la integridad del deudor, las cortes debían efectuar un análisis prospectivo que tome en consideración, por ejemplo, los ingresos del deudor, sus créditos o récords laborales, estado marital, ingresos totales o las propias condiciones generales de mercado. En el caso de afectación al bien objeto de garantía, los tribunales deberían tener en cuenta, además, factores como si el valor del activo resultaba suficiente para garantizar el pago del saldo (Cohen, 1975, pp. 1114 y 1122-1223).

Si, a falta de indicios, el financiador no lograba acreditar la repercusión negativa a sus intereses, la aplicación de la *due-on clause* debía ser calificada como inejecutable por las cortes¹³. En otras palabras, si no se probaba que

¹³ Los distintos autores del modelo angloamericano no aprecian escenarios de invalidez (total ni parcial) del contrato en tales casos. En cambio, lo que se suele limitar es la aplicación de la cláusula en un cierto sentido (considerado como lesivo o irregular). Este remedio parece estar previsto en la Sección 2-392 del *Uniform Commercial Code*: «Si la Corte, como una cuestión de derecho, encuentra que el contrato o cualquier cláusula del contrato resulta *unconscionable* al momento

la *due-on clause* perseguía alguno de sus propósitos económicos típicos, su aplicación habría devenido en irregular y podría ser vetada por los tribunales.

Los impulsores de la lectura circunstancial de las estipulaciones ahora analizadas objetaron el criterio automático (y el favorecimiento mostrado por aquel a la función colateral de las *due-on clauses*), pues consideraban que si el financiador aplicaba tales estipulaciones únicamente para impulsar un reajuste en las tasas de interés, estaría empleándolas como un escudo frente a virtualmente cualquier riesgo de negocio, incluyendo los peligros previsibles (Cohen, 1975, pp. 1116-1117)¹⁴.

El principal soporte legal del que se valió la tendencia circunstancial para vetar la aplicación de las *due-on clauses* (cuando su detonante se reveló inocuo para el acreedor) fue hallado en la prohibición legal de restringir irrazonablemente las transferencias del deudor¹⁵. Así, por ejemplo, el Código Civil de California disponía lo siguiente:

en que fue elaborada, la Corte puede rechazar la ejecución del contrato, puede determinar la ejecución del resto del contrato sin la cláusula *unconscionable* o puede limitar la aplicación de cualquier cláusula *unconscionable* para evitar un resultado *unconscionable*. [Énfasis agregado]

¹⁴ Según la corriente ahora analizada, tales fines no podrían ser considerados como dignos de protección por el sistema. A decir de Cohen (1975, pp. 1120-1121 y 1123), la *perspectiva de la razonabilidad* acarreará incerteza en las transacciones comerciales y un incremento de la litigiosidad; empero, aquella contaría con el mérito de «proteger al prestamista contra aceleraciones injustificadas e imponer en el prestamista un estándar de conducta comercial ahora común en el Derecho comercial».

¹⁵ Contra ello no valdría alegar el hecho de que el contenido de la prohibición alcanza únicamente a las restricciones absolutas (como sería una renuncia expresa al poder de transferir), situación bastante infrecuente en la praxis transaccional. Por el contrato, este tipo de prohibiciones cobra sentido cuando toca las restricciones relativas, como los compromisos u obligaciones dirigidas a desprender consecuencias jurídicas negativas de la transferencia o gravamen. Precisamente en este último grupo se encuentran las *due-on sale* y *due-on encumbrance clauses*. Por su parte, Hill (1977, pp. 215) destaca que —históricamente— las restricciones a la transferencia de terrenos fueron introducidas en el *common law* por los señores feudales, siendo que su transgresión se encontraba acompañada de sanciones como el decomiso o multas. La razón de ser de semejantes restricciones voluntarias habría sido preservar la tierra en las manos de los familiares de los señores y, aún más importante, evitar que estas caigan en manos de extranjeros o enemigos. Ciertas enajenaciones se encontraban absolutamente prohibidas, mientras otras solo requerían una autorización y pago al señor feudal. Tal limitación —a la que se le ha reconocido aristas constitucionales (Cohen, 1975, pp. 1111-1112; Jennings, 1986, p. 1154)— se habría dado cuando la restricción afectaba la vivienda familiar. En ese sentido: «Más allá del uso y ocupación de una propiedad, el derecho más significativo del deudor es su capacidad de vender, transferir, o incluso de gravar la propiedad cuando quiera. Tal venta o gravamen de la vivienda del deudor puede ser necesaria como consecuencia de una tragedia familiar, gastos médicos inesperados, un financiamiento inverso, o por una mudanza a otra ciudad, donde se puede necesitar dinero

Código Civil de California. Art. 711.-

Las condiciones que restringen la transferencia, cuando son incompatibles con el interés creado, se encuentran prohibidas.

El razonamiento esbozado por los partidarios de la tendencia ahora revisada respecto a la aplicación de la disposición normativa se basaba en dos premisas.

Por un lado, los *covenants* asociados a las *due-on clauses* limitaban la libertad de un agente económico: el deudor. Ello en la medida que, al imponer consecuencias patrimoniales negativas por realizar enajenaciones o gravámenes, terminaban por ser verdaderos obstáculos para que los deudores puedan celebrar tales operaciones. Se trataba entonces de genuinas condiciones que restringían la transferencia.

Por otro lado, la compatibilidad del ejercicio de las *due-on clauses* con el «interés creado» solo se daría cuando el acreedor aceleraba el balance para obtener alguna de las funciones típicas de aquellas cláusulas (reaccionar contra el desgaste de la garantía y la descapitalización del deudor). Únicamente en estos casos las restricciones a la transferencia debían ser calificadas como razonables y admisibles por el sistema legal. Fuera de ello, la activación de los pactos sería abarcada por la prohibición del artículo 711, por constituir restricciones irrazonables a la transferencia.

En síntesis, la tendencia favorable a la aplicación circunstancial de las *due-on clauses* vetó la posibilidad de emplear estos pactos únicamente con el afán de perseguir su función colateral (no típica): reajustar las tasas de interés a causa del incremento de su precio de mercado. Y es que, en estos casos, a pesar de haber ocurrido el detonante asociado a las *due-on clauses*, el financiador no había acreditado ningún perjuicio con el cual las cláusulas típicamente estuvieron destinadas a lidiar (riesgo de desgaste o riesgo de insolvencia del deudor).

disponible para la cuota inicial de una nueva residencia» (Cohen, 1975, p. 1112). Como se aprecia, para esta posición constituiría un derecho esencial del deudor mantener la posibilidad de convertir su vivienda familiar en patrimonio líquido para satisfacer sus más diversas necesidades. Por otro lado, la cláusula privaría a los deudores del beneficio de transferir un financiamiento hipotecario de bajo interés a favor de compradores solventes (Cohen, 1975, p. 1125). Según otras posiciones, resulta posible enervar la restricción a las transferencias o gravamen de la propiedad mediante la teoría de la *unconscionability*, las doctrina del *waiver*, *estoppel* y *good faith*. Ello básicamente cuando las *due-on clauses* sean empleadas exclusivamente para obtener un incremento de la tasa de interés aplicable en un contexto inflacionario.

No faltaron soluciones intermedias a los polos configurados por la tendencia automática y aquella circunstancial. Una de las más conocidas fue la adoptada por la Corte Suprema de California en el caso *La Sala v. American Savings Loan Association* (1971), donde terminó por acoger un doble estándar en función al tipo de *due-on clause* de que se trate.

El problema jurídico relevante en el caso presentado puede ser sintetizado de la siguiente forma: ciertos prestatarios tomaron un financiamiento de la American Savings Loan Association para lo cual suscribieron instrumentos financieros que incorporaron una *due-on-encumbrance provision*. Posteriormente, los deudores obtuvieron un segundo financiamiento con garantía inmobiliaria de otros prestamistas. Finalmente, los prestatarios recayeron en los eventos gatilladores de la cláusula aludida en primer lugar. Como consecuencia de ello, la American Savings Loan Association remitió a los tomadores del crédito una comunicación ofreciendo dispensar su derecho a acelerar a cambio de (a) el pago de USD 150 y (b) un incremento de alrededor de 30% en la tasa de interés correspondiente al primer financiamiento.

Ante tales acontecimientos, la Corte analizó la interacción entre la aplicación concreta de las *due-on clauses* y las normas que prohibían restringir las transferencias en el tomador del préstamo¹⁶. Tras ello, concluyó que no todas las restricciones a los actos de gravamen o disposición del propietario-deudor debían ser invalidadas, sino únicamente aquellas que, a la luz de las circunstancias, calificaban como irrazonables.

Aplicando la referida premisa al caso específico, por un lado, la Corte Suprema de California consideró que si bien en sí misma la *due-on-encumbrance clause* no constituía una restricción ilegal a la transferencia del deudor financiado, su ejercicio por el acreedor debía ser analizado caso por caso según un juicio de razonabilidad. Si, como producto de semejante evaluación casuística, se

¹⁶ Código Civil de California. Art. 711.- «Las condiciones que restringen la transferencia, cuando son incompatibles con el interés creado, se encuentran prohibidas». En tal contexto, aludiendo a su razonamiento en el caso *Coast Bank v. Minderhout* (1964), el referido Colegiado señaló lo siguiente: «Nuestra opinión explicó que los casos anteriores habían establecido que cualquier restricción a la transferencia era inválida; hemos notado que esta posición absoluta sucumbió a la crítica según la cual «perdía de vista los propósitos de la regla e innecesariamente invalidaba las restricciones razonables para proteger intereses justificables de las partes [...]». Observamos además que los estatutos o decisiones judiciales han respaldado restricciones razonables a los *spendthrift trust*, cesiones de alquileres, dominios vitalicios, acciones corporativas y contratos inmobiliarios ejecutables».

concluía que el gravamen del deudor no ocasionó peligro real para el acreedor (sino que le era indiferente), entonces la activación del pacto sería inejecutable por afectar irrazonablemente el poder de disposición (entendido en sentido amplio) del deudor¹⁷.

De ello fluye que si el acreedor activaba la aludida cláusula tras haber acreditado un impacto negativo para sus intereses (por ejemplo, mediante transferencia de posesión a un tercero), la aceleración sería considerada un ejercicio regular de un derecho contractual que limitaba razonablemente el poder de enajenar del deudor-prestatario¹⁸.

En suma, si bien el Colegiado no condenó en sí misma a la *due-on-encumbrance clause*, sí concluyó que aquel pacto sería inejecutable a menos que sea razonablemente necesario para que el financiador proteja el bien otorgado en garantía (Bonanno, 1972, p. 282). Como se advierte, este razonamiento es propio de la tendencia circunstancial.

Sin embargo, la Corte Suprema de California aplicó un estándar diametralmente distinto para la *due-on-sale clause*. En efecto, dicho Órgano consideró que, una vez acaecida la transferencia del activo materia de garantía, la aludida cláusula permitía al financiador ejercer la aceleración, prescindiendo de un análisis casuístico y de razonabilidad. Se trataba, así, de una aplicación *automática* del pacto¹⁹. Ello en la medida que, a diferencia de lo que ocurre

¹⁷ En nuestra opinión, la propia estipulación de una *due-on clause* debe acarrear la presunción de la afectación del interés del acreedor tras la verificación de su detonante. En otras palabras, en cada caso concreto, el financiador solo deberá acreditar la verificación del evento gatillador, más no la afectación concreta a su interés, para valerse de sus efectos. Como contrapartida, el deudor que busque objetar la acción basándose en estándares como el abuso de derecho o la buena fe objetiva, tendrá como carga acreditar la inexistente afectación del interés del acreedor a consecuencia de la verificación del detonante. En palabras del Colegiado, aunque la *due-on-encumbrance clause* «no es per se una restricción ilegal de la transferencia [del prestatario y titular del bien objeto de garantía], la ejecutabilidad de dicha cláusula restringe irregularmente la transferencia cuando la celebración por el prestatario de un gravamen junior no pone en peligro la garantía del prestamista».

¹⁸ En tal contexto, resultaría improbable que el impacto adverso en el financiador requerido para la activación de la cláusula se presente por su mero encuentro con la adversidad económica (como ocurre en los escenarios de volatilidad financiera). Luego, aun cuando se verifique el supuesto de hecho previsto en una *due-on-encumbrance clause*, el financiador no podía ejercerla única y exclusivamente con el propósito de reajustar las tasas de interés originalmente comprometidas.

¹⁹ Bonanno (1972, p. 284) considera que lo mencionado configura un paso hacia atrás por las dos siguientes razones. En primer lugar, porque al cerrar la puerta a un análisis circunstancial mediante el cual se pueda cuestionar el empleo de la *due-on-sale clause*, se daría lugar a un asentimiento en blanco al ejercicio del pacto incluso cuando el detonante de las cláusulas termine siendo inocuo para el financista. En segundo lugar, si lo que en el fondo se busca desde el punto de vista

en la *due-on-encumbrance clause*, el perjuicio a los intereses del prestamista se hallaría típicamente implícito —casi sin que quepa prueba en contrario— en el detonante del pacto²⁰.

El criterio de la Corte en *La Sala v. American Savings Loan Association* puede sintetizarse de la siguiente forma: mientras los prestamistas pueden aplicar automáticamente la *due-on-sale clause*, la ejecutabilidad de la *due-on-encumbrance clause* dependería de si la conducta posterior del deudor ponía en peligro real la garantía del prestamista. Solo en este último caso el pacto habría sido razonablemente necesario para proteger los intereses del financiador y, por ende, la cláusula será ejecutable. Fuera de ello —es decir, cuando no se acreditaba peligro alguno para el financiador— la *due-on-encumbrance clause* no sería exigible al ser una restricción ilegal de la transferencia²¹.

económico es permitir que los financiadores renegocien las tasas de interés en períodos de alza, no hay nada que justifique dicha renegociación en las aceleraciones por venta y que lo impida en las aceleraciones por gravamen. En otras palabras, si lo que se desea es reajustar las tasas de intereses, la estipulación de una *due-on-sale-clause* y de una *due-on-encumbrance clause* debería ser indistinta. Luego, la Corte habría hecho mal en permitir una y prácticamente prohibir la otra.

²⁰ En palabras de la Corte, aludiendo al caso *Cherry v. Home Savings & Loan Association* (1969): «El riesgo de pérdida se reduce desde la perspectiva del financista si se sabe que el prestatario es cuidadoso, experto y capaz. Si el prestatario fuese capaz de vender el bien objeto de garantía sin preocuparse por la deuda, aquel podría tomar los ingresos de la venta y dirigirlos hacia destinos desconocidos, y el nuevo propietario del bien podría permitir la ruina y depreciación. El razonamiento de estos casos, si bien justifica la ejecutabilidad de las *due-on-sale provisions*, claramente no se aplicaría con la misma fuerza a los gravámenes futuros. La venta de una propiedad normalmente despoja al vendedor de cualquier interés en dicha propiedad, e involucra la transferencia de posesión, con la responsabilidad por el mantenimiento y cuidado, al comprador. Un gravamen *junior*, por el otro lado, no elimina el interés del deudor en la propiedad, y raramente involucra la transferencia de posesión. Una carga *junior*, desde luego, crea la posibilidad de futura ejecución y, por ende, de una futura transferencia de posesión. Pero el riesgo de futura ejecución —un riesgo que llega a materializarse solo en una minoría de casos— no puede justificar otorgar al prestamista una discreción incontrolada para acelerar ante la celebración de un gravamen *junior*. Un derecho a acelerar cuando ocurra la ejecución, o esta parezca inminente, protegería plenamente al prestamista. Los demandados sostienen que cuando el tomador del préstamo obtiene un segundo préstamo, su propia conducta demuestra que se ha vuelto financieramente irresponsable o por lo menos que cuenta con un alto riesgo crediticio. Sin embargo, tal afirmación es una sobregeneralización, una proposición verdadera para algunos prestatarios, pero no para otros. Además, *American* no reclama el derecho a acelerar ante la notificación de que el tomador del préstamo ha atravesado una adversidad económica. A la luz de tales consideraciones, no encontramos justificación de la ejecución arbitraria de *American* ante la constitución de un segundo gravamen, un hecho que no necesariamente es indicador de la reducción de la habilidad crediticia, como fundamento de la aceleración».

²¹ Y es que según el citado Colegiado, afirmar que el prestamista tiene absoluta discreción para aplicar la *due-on encumbrance clause* crearía un abuso potencial demasiado serio.

La incertidumbre respecto de la aplicación automática o circunstancial de las *due-on clauses* se disipó con dos importantes hitos acontecidos a inicios de los años 80: (i) la intervención de la Corte Suprema de los Estados Unidos en el caso *Fidelity Federal Savings and Loan Association v. de la Cuesta* (1982) y (ii) la promulgación de la *Garn-St Germain Depository Institutions Act* (1982).

El primero de los hitos mencionados tuvo como antecedente una norma promulgada por la *Federal Home Loan Bank Board*²² en 1976:

[una asociación federal de ahorro y préstamo] continúa teniendo el poder de incluir, como aspecto contractual entre aquella y el prestatario, una cláusula en el instrumento de préstamo por la cual la asociación pueda, a su decisión, declarar inmediatamente debidas y pagaderas las sumas aseguradas por el instrumento de garantía de la asociación si toda o alguna parte de la propiedad real que asegura el préstamo es vendida o transferida por el prestatario sin la previa autorización de la asociación.

Como se advierte, el estatuto explicitado buscó blindar la aplicación de las *due-on-sale clauses*. Al respecto, la Corte Suprema de los Estados Unidos consideró que el precepto bajo mención derogó la aplicación de la doctrina sustentada por la Corte Suprema de California en el caso *Wellenkamp v. Bank of America* [1978] (favorable a la tendencia circunstancial de las *due-on clauses*²³).

El impacto del caso *Fidelity Federal Savings and Loan Association v. de la Cuesta* se circunscribió al ámbito federal. Luego, las instituciones financieras estatales permanecieron sujetas a los vaivenes jurisdiccionales respecto a la ejecutabilidad de las cláusulas analizadas en el presente trabajo (Jennings, 1986, p. 1156)²⁴.

Sin embargo, el Congreso Americano contribuiría a solucionar la incertidumbre interpretativa sobre las *due-on clauses* mediante la promulgación de la *Garn-St Germain Depository Institutions Act* (1982), la cual tuvo un ámbito de aplicación federal y estatal.

²² Se trató de una agencia regulatoria Federal independiente creada en 1932 para emitir estatutos aplicables a las instituciones financieras otorgando primacía a las mejores prácticas de las instituciones de ahorro mutuo local y financiamiento para vivienda en los Estados Unidos.

²³ En efecto, el mencionado criterio determinaba que los prestamistas solo podían ejercer la *due-on-sale clause* cuando puedan demostrar que la transferencia de propiedad había afectado su garantía. De este modo, *Wellenkamp* impide a las instituciones financieras ejercer la mencionada cláusula con el único fin de ajustar, a las tasas vigentes, las tasas de interés de sus colocaciones a largo plazo.

²⁴ Por tal razón, los consumidores privilegiaron la negociación con instituciones financieras estatales antes que con aquellas Federales.

Se trató de un estatuto normativo destinado a «[r]evitalizar la industria de la vivienda mediante el fortalecimiento de la estabilidad financiera de las instituciones de préstamos hipotecarios y la disponibilidad de préstamos hipotecarios»²⁵. Los autores de esta norma, promulgada en el marco de una fuerte política de desregulación, entendieron que era una parte fundamental de aquella política volver a asignar a las instituciones financieras la facultad de mantener vigentes sus portafolios (Jennings, 1986, p. 1157).

En este orden de ideas, la *Garn-St Germain Act* dispuso expresamente que, ante la verificación del evento gatillador de una *due-on-sale clause* (la transferencia del activo objeto de garantía), el acreedor se encontraba facultado para renegociar la tasa de préstamo hipotecario en condiciones comerciales a aquel favorables.

Sin embargo, el citado estatuto exhortó a los financistas a no distanciarse radicalmente de los ratios de interés originalmente convenidos.

Garn-St Germain Depository Institutions Act. Sección 341.a.1

[...]

3) En el ejercicio de su opción en virtud de una *due-on-sale clause*, se alienta al prestamista a permitir la asunción de un préstamo hipotecario a la tasa de interés del contrato vigente o a una tasa que sea igual o inferior al promedio entre la tasa del contrato y la tasa de mercado, y nada en esta sección será interpretado en el sentido de prohibir tal asunción. [...]

El que la *Garn-St Germain Act* permitiera expresamente al financiador emplear la *due-on-sale clause* para perseguir una función colateral (el reajuste de las tasas de interés a los valores vigentes) y no necesariamente una de las funciones típicas para las que estaba prevista, suponía que la aceleración no se encontraba supeditada a la acreditación de un impacto típicamente desfavorable²⁶

²⁵ En su Sección 341.a.1., el citado cuerpo normativo dedica un interesante tratamiento a la *due-on-sale clause*, a la que define como aquella disposición «que autoriza al prestamista, a su sola discreción, a declarar debidas y pagaderas las sumas garantizadas por el instrumento de garantía del prestamista [...]» ante un evento gatillador específico cuya presencia acarrearía un riesgo para el acreedor: la venta de la propiedad que garantiza el préstamo hipotecario (o un interés en esta) «sin el asentimiento previo y por escrito del prestamista».

²⁶ Un ejemplo de dicho impacto estaría dado por el desgaste del bien objeto de la garantía o por la insolvencia del acreedor verificada en el caso concreto.

para el acreedor (tal como sostenían los partidarios de la tendencia circunstancial)²⁷.

De este modo, es posible afirmar que el legislador norteamericano de 1982 tomó partida abiertamente por una lectura automática de la *due-on-sale clause*, descartando así la tendencia circunstancial.

En líneas generales, la importancia de la *Garn-St Germain Act* radicó en que dicho cuerpo normativo (i) autorizó a todos los prestamistas institucionales —sin importar si fuesen estatales o federales— a incluir y ejecutar *due-on-sale clauses* en sus préstamos y, además, (ii) inmunizó a dicha cláusula contra las normas constitucionales estatales, estatutos o decisiones judiciales adversas. La cláusula había pasado a ser claramente una materia de «pura autonomía contractual» (Jennings, 1986, p. 1158).

Finalmente, interesa advertir que la Sección 341.a.2. de la *Garn-St Germain Act* excluye ciertas operaciones específica del ejercicio de una *due-on-sale clause*. Se trata de las denominadas transferencias no materiales (*nonsubstantive transfers*) (Jennings, 1986 p. 1158).

En efecto, no serán idóneas para activar el poder acelerador del financista: la constitución, sobre el bien objeto de garantía, de cargas subordinadas no relacionadas a la transferencia de derechos de ocupación sobre el inmueble, las transferencias por legado, sucesión o por causa de muerte, las transferencias debidas a la separación de bienes en que la cónyuge pasa a ser la titular del inmueble y la transferencia a un *trust* del cual el deudor es beneficiario sin perder los derechos de ocupación sobre el inmueble.

2.2. La regulación del *Restatement (Third) of Property: Mortgages*

También se aprecia una interesante disciplina de la cláusula de aceleración en el *Restatement (Third) of Property: Mortgages* (1997)²⁸. La Sección 8.1. del mencionado dispositivo define la cláusula objeto de estudio como aquel:

²⁷ Y es que, si el acreedor hubiese tenido necesidad de probar dicha repercusión negativa en cada caso concreto como premisa para ejercer legítimamente su facultad aceleratoria, la cláusula (i) no hubiese podido ser empleada para aquellos escenarios donde no concurren las contingencias típicas que la cláusula está destinada a mitigar y (ii) no podría haber sido empleada para lograr un fin alternativo a aquellos típicos.

²⁸ Según Whitman, el mencionado estatuto a menudo adopta aproximaciones no respaldadas por la mayoría de autoridades (1998, p. 417).

[...] término incluido en una hipoteca, o en la obligación asegurada por aquella, que legitima al acreedor hipotecario, frente al incumplimiento del deudor hipotecario, a declarar toda la obligación garantizada como debida y pagadera. Una aceleración surte efectos en la fecha establecida en la comunicación escrita del acreedor hipotecario al deudor hipotecario remitida tras el incumplimiento.

Como se observa, el *Restatement* configura al pacto en función a su efecto típico: «declarar toda la obligación garantizada como debida y pagadera», es decir, precipitar las armadas debidas por el prestatario. Del mismo modo, la norma acoge un modelo electivo para la operativa de la cláusula, pues no concibe la producción automática del efecto aceleratorio, sino que faculta al acreedor para producir dicha consecuencia mediante una declaración voluntaria.

Finalmente, la norma determina que la legitimación para que el financiador acelere el cronograma se generará solo ante la ocurrencia de un detonante específico: el incumplimiento del deudor.

La Sección 8.1 del citado estatuto legislativo complementa la configuración de la cláusula de aceleración de la siguiente manera:

Restatement (Third) of Property: Mortgages.

Sección 8.1.-

[...]

Antes de la fecha en que la aceleración surtirá efectos, el deudor hipotecario puede remediar el incumplimiento y restaurar la obligación garantizada pagando, u ofreciendo al acreedor hipotecario, el monto a ese momento debido de la obligación garantizada o cumpliendo cualquier otro deber que el deudor esté obligado a ejecutar bajo los términos de los documentos del financiamiento hipotecario.

Luego de que la aceleración se ha verificado y con sujeción a la Subsección (d), el deudor hipotecario puede evitar la ejecución únicamente pagando, u ofreciendo al acreedor hipotecario, la íntegra obligación garantizada acelerada.

Un deudor hipotecario puede objetar la aceleración y restaurar la obligación garantizada pagando, u ofreciendo al acreedor hipotecario, la cantidad adeudada y pendiente al momento de la oferta, a falta de aceleración, y ejecutando cualquier otra conducta inobservada, a falta de aceleración, si:

(1) tal acción se encuentra autorizada por la legislación o los términos de los documentos del financiamiento;

- (2) el acreedor hipotecario ha dispensado (*waived*) su derecho a activar la aceleración; o
- (3) el acreedor hipotecario ha celebrado el contrato en fraude, mala fe u otra conducta que haga que la aceleración sea *unconscionable*.

Como se aprecia, el estatuto ahora analizado establece limitaciones de indudable interés al ejercicio del pacto. Entre ellos, el *Restatement* dictamina que si el acreedor ha dispensado (*waived*) al deudor de la aplicación de la cláusula, la eventual activación de esta última no generará su efecto típico²⁹.

Del mismo modo, la norma disciplina la remediación post aceleración del deudor y el impacto inhibitorio de la ejecución que aquella genera. Más adelante tendremos oportunidad de pronunciarnos sobre estos acápites esenciales de la disciplina normativa ahora revisada.

2.3. La regulación del Uniform Commercial Code

El Uniform Commercial Code se refiere a la cláusula de aceleración en la Sección 1-309 como «opción de acelerar a voluntad», disciplinándola de la siguiente forma:

Un término que estipula que una de las partes o su sucesor interesado puede acelerar el pago o la ejecución o exigir garantía o garantía adicional «a voluntad» o cuando la parte «se considere insegura» significa que la parte tiene poder para hacerlo solo si de buena fe cree que la expectativa de pago o ejecución se afectada. La carga de establecer la ausencia de buena fe se encuentra en la parte contra la cual se ha ejercido el poder.

Al respecto, los comentarios al precepto han señalado que la opción de acelerar a voluntad «no resulta aplicable para solicitar instrumentos u obligaciones cuya naturaleza propia permita solicitarlas en cualquier momento o de manera inopinada». Por el contrario, la disciplina reproducida resultaría aplicable «únicamente a una obligación de pago o cumplimiento que en principio es debida en una fecha futura» (Scott & Kraus, 2013, p. 93).

Conforme al modelo del Uniform Commercial Code, el poder de acelerar carece de un evento gatillador objetivo y acotado, a diferencia de lo que ocurre, por ejemplo, en *Restatement (Third) of Property: Mortgages* y en la *Garn-St Germain Act*.

²⁹ De ello se desprende que, bajo ciertas circunstancias, el efecto del pacto que nos ocupa podría quedar inhibido para el caso concreto. Sobre el particular, véase el numeral 5.2 del presente trabajo.

Empero, sería incorrecto afirmar que el estatuto analizado en este apartado no enlaza la aceleración a ningún detonante. Y es que, tal como aclara Comentario Oficial de la Sección 1-309, la norma no libra opción de acelerar al capricho de una de las partes, sino que esta «solo puede ejercerse en la creencia de buena fe de que la expectativa de pago o ejecución ha sido deteriorada» (Scott & Kraus, 2013, p. 93).

Es esta misma línea, Patti considera que en el Uniform Commercial Code las cláusulas de aceleración:

deben ser interpretadas de un modo tal de permitir al acreedor de aprovecharlas solo en los casos en los cuales, en buena fe, aquel considere que la capacidad del deudor de cumplir se vea comprometida. La carga de probar la ausencia de buena fe es colocada en cabeza de la parte frente a la cual la cláusula es hecha valer (2015, pp. 229-230).

Es posible advertir que el cuerpo normativo en mención limita el poder del titular de la aceleración supeditando su activación a cualquier situación que hubiese generado en el acreedor la creencia razonable de que sus derechos de cobro se verán comprometidos. Como se aprecia, el detonante de la aceleración resulta no solo genérico, sino primordialmente subjetivo (aunque morigerado en todo caso por la regla de la buena fe³⁰).

2.4. La regulación de la Convención de UNIDROIT sobre el arrendamiento financiero internacional

La Convención de UNIDROIT sobre el arrendamiento financiero internacional³¹ (1994) (en adelante, la Convención) es una importante

³⁰ El entendimiento contemporáneo de los alcances de la aceleración no parece diferir sustancialmente a la configuración esbozada en ciertos estudiosos del Reino Unido. Así, ciertos autores consideran lo siguiente: «Si un evento de incumplimiento ocurre (o, más frecuentemente, está ocurriendo), el contrato de préstamo legitimará al prestamista [...] a tomar medidas para proteger sus intereses y recuperar el préstamo. Estos derechos incluyen la declaración del préstamo (y los intereses generados) como inmediatamente adeudado y pagadero, «acelerando» de este modo el préstamo» (Wells & Doulai, 2013, p. 571). Dicha opinión precisa que, ante un evento de incumplimiento, el prestamista puede declarar inmediatamente debidos o pagaderos los siguientes conceptos: (i) el principal adelantado, (ii) los intereses generados, incluyendo los intereses moratorios; y (iii) cualquier otro monto pendientes según el contrato de préstamo (y los otros documentos del financiamiento), incluyendo costos y gastos en que el prestamista hubiese incurrido y costos de ruptura del financiamiento (Wells & Doulai, 2013, p. 571).

³¹ Como se sabe, este contrato cuenta con una función económica de financiamiento (aunque instrumentada a través de un intercambio entre la sociedad de *leasing* y el usuario). En el marco

normativa destinada a «remover impedimentos jurídicos al arrendamiento financiero internacional de equipos y mantener un justo equilibrio de los intereses de las distintas partes de la operación».

En la praxis transaccional internacional, resulta frecuente que las partes del contrato de *leasing* incorporen una estipulación por la cual, en caso el usuario incumpla con el pago de cierto número de cuotas del arrendamiento financiero (o alguna otra obligación relevante), la sociedad de *leasing* disponga de la facultad de declarar el vencimiento del monto total de la deuda (originalmente fragmentada en un cronograma que habría de culminar en una fecha determinada) con la finalidad de cobrarla inmediatamente.

La Convención regula la facultad descrita anteriormente del siguiente modo:

Convención de UNIDROIT sobre el arrendamiento financiero internacional. Artículo 13.2.

Cuando el incumplimiento del arrendatario es substancial, el arrendador, sujeto a lo que se prevé en el párrafo 5, podrá también exigir el pago anticipado del valor de las rentas futuras, si así lo prevé el contrato de arrendamiento [...].

Del texto fluye que la aceleración no se erige como una norma supletoria (es decir, que se integre a la relación jurídica automáticamente), sino que las partes tendrán la carga de incluirla expresamente entre los términos y condiciones del arrendamiento financiero.

Se precisa, asimismo, que el *trigger event* no está constituido por un incumplimiento de cualquier índole perpetrado por el arrendatario, sino por un incumplimiento substancial.

Por otro lado, la Convención prevé la necesidad de otorgar al arrendatario aviso y posibilidad razonable de superar su incumplimiento para la exigibilidad del efecto aceleratorio:

Convención de UNIDROIT sobre el arrendamiento financiero internacional. Artículo 13.5.

del *leasing*, el usuario se compromete a pagar un cronograma de cuotas o cánones al término de los cuales podrá ejercer eficazmente una opción de compra sobre los bienes arrendados. Cada canon no remunera el uso programado a cargo de la sociedad durante un período específico, sino que amortiza la facilidad financiera prestada por aquella de cara a la potencial adquisición del bien objeto del arrendamiento financiero. A mayor detalle, la estructura económica de la cuota de *leasing* incluye el principal, los intereses, los gastos y comisiones del arrendador.

El arrendador no podrá exigir el pago anticipado de las rentas futuras [...] en virtud del párrafo 2, salvo que haya avisado y dado al arrendatario una posibilidad razonable de remediar su falta si esta es remediable.

Cabe agregar, finalmente, que el citado artículo 13.2 de Convención concibe una importante distinción entre resolución y aceleración del arrendamiento financiero. A pesar de la importancia de ello, esta diferenciación conceptual y funcional parece ajena a nuestro Decreto Legislativo 299, que regula el arrendamiento financiero en el Perú.

2.5. La cláusula de aceleración en los modelos del *civil law*

Ciertos modelos del *civil law*, como el chileno, se han ocupado de la cláusula de aceleración.

Así, para un sector de la jurisprudencia chilena esta cláusula:

faculta al acreedor para exigir el total de lo adeudado en caso de mora o retardo en el pago del capital o intereses, es una estipulación establecida en favor del acreedor, quedando a su arbitrio ejercer la acción destinada al cobro en el tiempo que considere oportuno, mientras no prescriba aquella (Corte de Punta Arenas [1981] y Corte Suprema [1989]).

En la misma línea, los tribunales sureños han reconocido que aquella disposición se encuentra:

[...] establecida en beneficio del acreedor, por lo que una vez que él manifiesta su voluntad de ejercer esta facultad, comienza a correr la prescripción. La cláusula de caducidad convencional del plazo que no opera de pleno derecho, por el solo retardo en el pago o por la mera concurrencia de alguna de las otras situaciones previstas por las partes, no produce la exigibilidad anticipada de la deuda y para que ello ocurra es necesario que el acreedor manifieste su voluntad de hacer uso de la facultad que se le ha otorgado. Ejercida la opción referida, queda el acreedor sometido a todas las consecuencias jurídicas que de su determinación deriven, entre las relacionadas con la prescripción de sus acciones (Corte de Santiago [1993 y 1994]).

En el formante doctrinal, hay quien se ha referido a la categoría estudiada con ocasión a la obligación exigible, concebida como aquella respecto de la cual no existe plazo, condición o ningún otro requisito legal que suspenda su cumplimiento. Siguiendo esta premisa, las cláusulas aceleratorias vendrían a ser pactos por los cuales los contratantes «confieren al acreedor la facultad

de anticipar el vencimiento del crédito, ya sea por causas fundadas, o bien, por su mera expresión de voluntad» (Baraona, 1997, pp. 507 y ss. esp. 509).

Para el referido autor debe distinguirse entre las cláusulas que operan de pleno derecho de aquellas que actúan previa manifestación del acreedor de acogerse a ella. En estas últimas, el acto de voluntad que anticipa el cumplimiento tiene una naturaleza de suyo recepticia y, por ello, para ser eficaz debe ser puesto en conocimiento del deudor (Baraona, 1997, pp. 509 y 514).

Otra opinión ha precisado que la aceleración radica en provocar la caducidad de los plazos. A mayor detalle, vendría a ser «una decisión discrecional del acreedor que se traduce en conductas de las que se desprende o en las que consta su voluntad de considerar toda la obligación exigible, como si se tratara de plazo vencido» (Talvolari, citado por Baraona, 1997, p. 512).

La doctrina chilena ha considerado que el poder de acelerar cuenta con un evento gatillador específico, tal como cualquiera de los siguientes:

enajenar el inmueble hipotecado sin autorización del acreedor, cambiar de destino del inmueble sin autorización de acreedor, retrasarse en el pago de las contribuciones de bienes raíces, etcétera. Pero sin duda la circunstancia que más frecuentemente ocurre y que ha llegado a conocimiento de los tribunales recurrentemente, es la morosidad en el pago de algunas de las cuotas a la fecha de su vencimiento (Lecaros, 2007, p. 197).

Una vez verificada la causa para su activación el ejercicio de la facultad aceleratoria por el acreedor es discrecional.

3. HACIA UNA NOCIÓN DE CLÁUSULA DE ACELERACIÓN

3.1. Premisas conceptuales elementales

Como premisa para definir a la aceleración desde la perspectiva compatible con el *civil law*³², resulta importante revisar ciertos aspectos conceptuales relacionados al plazo o término del contrato y de la obligación.

³² El legislador de 1984 parece haber equiparado a dos categorías que por su naturaleza resultan distintas: el plazo del negocio jurídico y el plazo de cumplimiento de la prestación. Y es que ambos conceptos son disciplinados conjuntamente en el Título V «Modalidades del Acto Jurídico» del Libro II «Acto Jurídico». Sin embargo, la jurisprudencia nacional ha dirigido esfuerzos a superar semejante imprecisión conceptual. En efecto, se ha aclarado que, por un lado, el plazo del negocio jurídico «determina el momento de nacimiento o de la extinción de una obligación (o de un efecto en general) [...]» mientras que, por el otro, «el plazo de cumplimiento indica el momento en que

A pesar de que el factor terminológico podría llevar a confusión, el plazo o término del contrato es una categoría bastante diversa al plazo o término de la prestación³³. Este último —el único a ser analizado en estas líneas— puede ser definido como «el tiempo en el cual o durante el cual la prestación debe ser ejecutada» (Bianca, 1990, pp. 209 y 210)³⁴.

Dependiendo del caso, el término activa o limita la exigibilidad o la ejecutabilidad de la prestación. La exigibilidad es el poder del acreedor de pretender el débito, mientras que la ejecutabilidad es el poder del deudor de liberarse de aquel. Ambas categorías se encuentran favorecidas o restringidas dependiendo de si el plazo de la prestación se encuentra en favor del deudor, en favor del acreedor o en favor de ambos.

Cuando el plazo de la prestación es a favor del deudor³⁵, aunque la prestación ya se ha constituido jurídicamente, no será exigible por el acreedor³⁶ sino hasta el momento de vencimiento del débito. Empero, en este escenario el deudor bien podría voluntariamente ejecutar la prestación antes del referido término. De este modo, el tiempo existente entre el surgimiento de la obligación y su exigibilidad puede ser aprovechado por el deudor, por lo que se dice que aquel posee el beneficio del plazo.

En síntesis, cuando el término favorece el deudor, «la prestación ya es ejecutable por parte del deudor, pero aún no es exigible por parte del acreedor»

debe ser ejecutada la prestación relativa a una obligación ya surgida [...]» (IX Pleno Casatorio Civil, 2017).

³³ Quizás la diferencia más relevante entre ambos conceptos radica en que si el término inicial del contrato no se ha vencido, no habrán surgido situaciones jurídicas finales entre las partes (principalmente, derechos y obligaciones). En tales casos, podría hablarse de créditos y obligaciones futuras. Como contrapartida, si el término inicial de la prestación no se ha verificado, la obligación existirá (como situación jurídica final constituida), aunque será inexigible, en el sentido en que el acreedor verá limitada su pretensión dirigida a obtener la prestación. Como derivación de lo antes mencionado, si el deudor decide pagar voluntariamente una obligación futura, constituirá un pago indebido. Empero si el deudor paga una obligación existente pero inexigible por el acreedor, se configurará un pago propiamente dicho. Por ende, en este último caso el deudor no podrá efectuar repetición alguna.

³⁴ El plazo o término de la prestación puede ser inicial o final. El primero es aquel que fija el momento a partir del cual la prestación se torna exigible. El término final, en cambio, indica el momento hasta el cual el cumplimiento del deudor puede ocurrir. Se trata, en otras palabras, de un criterio de determinación del contenido del débito.

³⁵ Código Civil. Artículo 179.- «El plazo suspensivo se presume establecido en beneficio del deudor, a no ser que del tenor del instrumento o de otras circunstancias, resultase haberse puesto en favor del acreedor o de ambos».

³⁶ Se trata entonces de un límite al derecho de crédito.

(Bianca, 1990, p. 218). Dicho de otra manera, antes del vencimiento del plazo, la ley favorece la ejecutabilidad de la obligación (por el deudor) a la par que se restringe su exigibilidad (por el acreedor).

En cambio, cuando el término de la prestación ha sido estipulado a favor del acreedor, este último se encuentra en posibilidad de pretender el cumplimiento del débito no solo a su vencimiento, sino también en cualquier momento anterior a este (aunque posterior a la constitución jurídica de la obligación)³⁷. Por el contrario, el deudor no cuenta con el poder de liberarse antes del vencimiento de la prestación.

En suma, cuando el término favorece al acreedor, la ley suspende la ejecutabilidad de la prestación (la cual no podrá ser cumplida por esta sino hasta el momento de su vencimiento), pero favorece la exigibilidad obligacional anticipada por el acreedor.

En fin, el plazo puede estar a favor de ambas partes. En este caso, el legislador restringe, antes del vencimiento del débito, tanto la exigibilidad de la prestación por el acreedor como su ejecutabilidad por el deudor. Es decir, el acreedor podrá hacer cumplir el débito solo al momento de su vencimiento y el deudor no tendrá derecho a ejecutarlo antes de aquel momento³⁸.

Ahora bien, en rigor, el efecto de la aceleración no parece radicar en traspasar el beneficio del plazo del deudor al acreedor. De ser así, se requeriría una manifestación adicional de voluntad del acreedor para provocar la caducidad del plazo y vencimiento efectivo del débito.

El baricentro de la aceleración, como remedio jurídico, reside en el poder del acreedor consistente en anticipar el tiempo del cumplimiento de la deuda a la par que requiere su cumplimiento. Así, mediante la cláusula evaluada —al margen de que el plazo se encuentre en beneficio de una o a ambas partes— el acreedor se reserva el derecho a declarar inmediatamente pagadero un débito futuro o, como coloquialmente se señala, el derecho a precipitar el cobro del cronograma de cuotas.

³⁷ Código Civil. Artículo 1839.- «El depositario debe devolver el bien en cuanto lo solicite el depositante, aunque hubiese plazo convenido, salvo que el contrato haya sido celebrado en beneficio o interés del depositario o de un tercero».

³⁸ De este modo, cuando el término favorece a ambas partes halla protección «el interés del deudor en beneficiarse de cierto tiempo antes de verse en la necesidad de ejecutar la prestación y el interés del acreedor en no recibir la prestación antes del tiempo previsto para su utilización o conservación» (Bianca, 1990, p. 220).

En este orden de ideas, la redacción del artículo 181 del Código Civil, que regula «pérdida del derecho a utilizar el plazo»³⁹ debe ser tomada en un sentido lato, según el cual la pérdida del beneficio sea equiparable al «vencimiento anticipado de la deuda o, si se prefiere, a una anticipada exigibilidad del crédito» (Diez-Picazo, 2007, p. 333).

3.2. Noción y tipos de aceleración

A la luz del desarrollo hasta aquí expuesto, podemos afirmar que una cláusula estándar de aceleración es un pacto que, ante la verificación de un evento gatillador convenido por las partes, faculta al acreedor de una deuda fragmentada en cuotas a dar por vencidos los plazos correspondientes a cada fragmento de débito antes de las fechas fijas originalmente establecidas para tal efecto. Cuando ello ocurra, el acreedor verá satisfecho su interés en obtener el cumplimiento del monto total del préstamo, frecuentemente con el fin de reparar una lesión (o peligro de lesión) sufrida.

Desde esta perspectiva, la eficacia de la cláusula transforma una multiplicidad de armadas con diversas fechas de vencimiento futuro en una deuda global, única, indivisible e inmediatamente exigible por el acreedor. Paralelamente a la precipitación de la deuda global, mediante la cláusula analizada el acreedor suele incoar la acción de cumplimiento dirigida al cobro. Para tal efecto, podrá recurrir a todos los remedios legales y contractuales asociados a aquella acción.

Puesto en otros términos, la aceleración genera un cambio específico en la realidad jurídica: la caducidad del plazo del que disponía el deudor de una obligación (principalmente pecuniaria⁴⁰) para el cumplimiento de un cronograma de cuotas distribuido en el tiempo. Con ello, el acreedor logra que el íntegro de las armadas fragmentadas con vencimientos futuros se adelanten y conviertan en inmediatamente pagaderas: múltiples cuotas futuras separadas temporalmente se habrán transformado en una única e indivisible obligación (el balance total) en cabeza del deudor.

El acto que produce el efecto aceleratorio viene acompañado —aunque en un momento lógicamente posterior a la producción de aquel efecto— por

³⁹ Lo cual encuentra correspondencia con las voces doctrinarias que se refieren a «la pérdida del beneficio del plazo».

⁴⁰ En general, la caducidad del plazo a favor del deudor resulta aplicable a cualquier tipo de obligación (sea de dar, hacer o de no hacer). En cambio, la aceleración resulta primordialmente a las deudas pecuniarias (sub-especie de las obligaciones de dar).

la pretensión de cumplimiento contractual del acreedor. De ello se deduce que, a diferencia de la tutela resolutoria, el vencimiento anticipado conserva la relación contractual primigenia, aunque con un cambio en los tiempos primitivamente convenidos para el abono de las armadas.

El acreedor no suele reservarse la facultad de anticipar el cobro sino a causa de la ocurrencia de ciertos detonantes o eventos gatilladores asociados —directa o indirectamente— a la protección de sus intereses. Cuando se estipule dichos detonantes nos encontraremos frente a una cláusula de aceleración causada. Entre los referidos eventos se encuentra el incumplimiento de ciertas obligaciones del deudor, la inobservancia de *covenants*, la falsedad de *representations* o *warranties* o la verificación de circunstancias previstas en el pacto (cuyo mantenimiento o no producción interesa de alguna forma al financiador).

La aceleración halla su plena razón de ser ante dos tipos de obligaciones. En primer lugar, ante aquellas asumidas por los deudores en contratos de financiamiento como el mutuo, *leasing*, línea de crédito, tarjeta de crédito y similares. En segundo lugar, frente a obligaciones dinerarias de ejecución instantánea, fragmentadas en cuotas y que sirven a un interés unitario de la contraparte, como ocurre en el precio de una compraventa (Barchi, 2015, pp. 216 y 223; en similar sentido, Patti, 2015, p. 228).

En cambio, por su propia naturaleza, no parece del todo lógico que un acreedor pretenda acelerar las prestaciones de contratos de duración, aun ante la verificación detonantes imputables a su contraparte.

Así, por ejemplo, si un proveedor de *catering* incumple dos períodos del suministro de alimentos para el personal en campo de un contratista principal, resulta difícil concebir que este último pueda precipitar, a un solo día, la exigibilidad de la provisión que personal había de consumir en seis meses. Sin embargo, no descartamos que dicha cláusula pueda hallar cabida en ciertos contratos de duración para satisfacer intereses atípicos o coyunturales —aunque no por ello necesariamente ilícitos— de las partes⁴¹.

Una cláusula de aceleración causada podría ser de dos especies: (i) de tipo automático o (ii) de tipo electivo (Bonanno, 1972, p. 272; Gilligan, 1939, pp. 84 y 85).

⁴¹ Contra: Barchi (2015, p. 223), quien parece negar que la aceleración se aplique a contratos con prestaciones periódicas.

En el primer caso, la precipitación del cobro ocurrirá *ipso facto*, esto es, como consecuencia de la sola verificación del detonante previsto en el pacto y sin necesidad de acción alguna del acreedor (instrumentada en un negocio jurídico ulterior). En ese sentido, la operativa de la figura se asemejaría en algo a las condiciones, como modalidades del negocio jurídico.

Si bien en abstracto admisible, la aceleración automática se encuentra rara vez presente en la praxis transaccional. Y aun cuando ello ocurra, la automaticidad del mecanismo se ve erosionada toda vez que la voluntad concreta del acreedor recobra protagonismo en atención a alguna de las siguientes razones:

- Dado que las partes suelen asociar la eficacia de la cláusula a la comunicación —por parte del acreedor— (i) que deja constancia de la ocurrencia del evento gatillador (en ocasiones dictaminando que aquella comunicación sea el «único medio de prueba de aquel») o (ii) que intime en mora al deudor.
- Dado que, a fin de cuentas, el acreedor se encuentra en capacidad de dispensar⁴² voluntariamente el evento gatillador en cada caso concreto y evitar de este modo el vencimiento anticipado del débito.

Como contrapartida, en las cláusulas aceleratorias de tipo electivo la precipitación del cronograma derivará del hecho jurídico (*rectius*: negocio jurídico) constituido por la exteriorización de voluntad del acreedor. Esta última puede ser:

- Una manifestación de voluntad propiamente dicha. En este caso, aquella podrá ser expresa⁴³ (si es instrumentada a través del lenguaje) o tácita (si deriva de una conducta concluyente o indubitable de la que se extrae la voluntad de precipitar el cronograma).
- Una manifestación ficta, mediante la atribución consensual o legal de valor jurídico a la inercia del acreedor durante un plazo relevante.

⁴² Para un análisis de las dispensas en relación con la buena fe objetiva, véase el numeral 5.2 del presente trabajo.

⁴³ Se trata de una declaración negocial recepticia, en tanto su eficacia se desplegará cuando esta última arribe a la esfera de disposición del destinatario. Código Civil. Artículo 1374.- «La oferta, su revocación, la aceptación y cualquier otra declaración contractual dirigida a determinada persona se consideran conocidas en el momento en que llegan a la dirección del destinatario, a no ser que este pruebe haberse encontrado, sin su culpa, en la imposibilidad de conocerla. Si se realiza a través de medios electrónicos, ópticos u otro análogo, se presumirá la recepción de la declaración contractual, cuando el remitente reciba el acuse de recibo».

En cualquiera de las dos subespecies de aceleración de tipo electivo, el acreedor será titular de un genuino derecho potestativo.

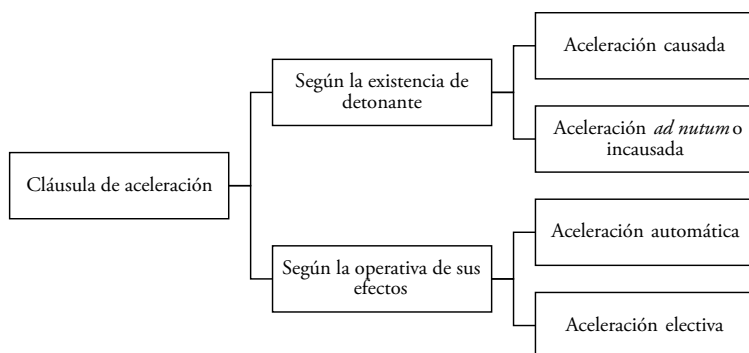
El derecho potestativo de acelerar altera uno de los aspectos de la prestación a cargo del deudor o, si se quiere, modifica uno o más puntos del contenido negocial (Roppo, 2009, pp. 516-517). Por consiguiente, la cláusula que lo regule le asignará al acreedor un genuino poder de modificar unilateralmente la relación contractual.

La alteración generada por el vencimiento anticipado es descrita por Viteri del siguiente modo:

sabemos que el vencimiento anticipado de la obligación implica la pérdida de eficacia de lo acordado por las partes respecto al tiempo de cumplimiento, lo que conlleva, a su vez, que el deudor ya tenga que cumplir con su deber de prestación, bien voluntariamente o a requerimiento del acreedor. Efectivamente, la anticipación del vencimiento supone una considerable alteración de la relación obligatoria, una excepción a la regla *pacta sunt servanda* (2013, p. 145).

La manifestación de voluntad con la cual se ejerce el derecho a acelerar se diferencia tanto de los negocios modificativos de fuente plurilateral (como sería el caso de una modificación consensual) como de los negocios formativos y extintivos de estructura unilateral (tales como el ejercicio de opción y del desistimiento, respectivamente). En el primer caso, la diferencia reside en el número de manifestaciones de voluntad requeridas para la aceleración. En el segundo, en el tipo de efecto provocado por aquella.

A manera de síntesis, procederemos a graficar las especies de aceleración según las características de su contenido revisadas hasta aquí en las líneas anteriores.



Es posible concebir que el derecho potestativo aceleratorio pueda ser actuado, alternativamente, mediante la instauración de una demanda en el marco de un proceso (vía judicial o arbitral) o mediante un negocio jurídico (vía extrajudicial). En el primer caso, serán las normas procesales —y no las sustantivas— aquellas que determinarán si el ejercicio de la mencionada situación jurídica activa resulta compatible con el canal procedimental elegido.

Finalmente, podría darse que un financiador pretenda invocar la aceleración sin soporte fáctico ni jurídico alguno (esto es, de manera irregular). Aunque dicha actuación no modifica la relación jurídica preexistente, si es seguida de amenazas (como, por ejemplo, ejecución de garantías autoejecutables), podría determinar que el deudor abone el remanente de cuotas cuando en estricto no tiene la obligación de hacerlo.

En nuestra opinión, tales situaciones resultan asimilables a un incumplimiento contractual del acreedor, lo que ocasionará que el deudor se encuentre en posición de obtener el resarcimiento los daños y perjuicios ocasionados (incluyendo el eventual daño reputacional) y, potencialmente, la restauración del cronograma original.

3.3. Consecuencias jurídicas derivadas de la aceleración

La aceleración no extingue ni termina la relación contractual preexistente, sino que genera en esta una modificación: la caducidad del plazo favorable al deudor ocasionada por el vencimiento anticipado del débito. El tiempo en que el pago deberá ser realizado se modifica. Ello determina la conversión de un cronograma de cuotas con fechas de vencimiento sucesivas en una deuda global indivisible e inmediatamente exigible como un todo.

Dicho de otra manera, acelerar implicará que múltiples cuotas temporalmente separadas se conviertan en un balance total que el deudor deberá abonar sin dilación.

La modificación descrita presupone la pervivencia o conservación del vínculo *inter partes*. Y es que, si bien la relación contractual variará en el plano temporal, las partes continuarán sujetas al programa negocial —alterado— sin verse liberadas de aquel. Dicha constatación cuenta con diversas consecuencias relevantes.

En primer lugar, permite explicar por qué la categoría estudiada se encuentra estrechamente asociada a la pretensión de cumplimiento. Y es que esta última es perfectamente compatible con la pervivencia de la relación contractual (y hasta la presupone). Dicha tutela avala la ejecución del patrimonio del deudor (constituido por sus bienes presentes y futuros) y, en especial, la realización de las garantías estipuladas en el instrumento de crédito.

En segundo lugar, la precipitación del cronograma le permite al acreedor, a su sola decisión, emplear otros remedios contractuales dispuestos a su favor, tales como la excepción de incumplimiento (Bianca, 1990, pp. 222 y 223)⁴⁴.

En tercer lugar, la pervivencia del vínculo post aceleración permite comprender por qué la aceleración se opone a la tutela resolutoria y es ajena a los efectos propios de esta última (a saber, el efecto extintivo, retroactivo, restitutorio y resarcitorio). Lo mencionado, a su vez, acarrea consecuencias prácticas a las cuales nos referiremos a continuación y que ahondaremos hacia el final del presente trabajo.

En vista de que la aceleración no desencadena la extinción del vínculo, sino que supone su pervivencia, el acreedor típicamente tiene a su favor los siguientes derechos económicos:

- Obtener las cuotas ya vencidas (y no pagadas por el deudor) previamente al momento de activar la aludida cláusula.
- Pretender las cuotas que originalmente aún no habrían resultado exigibles al deudor pero que, producto de la aceleración, se convirtieron en inmediatamente debidas (esto es, las cuotas que se tornan pagaderas mediante la activación de la cláusula).
- Obtener un resarcimiento de los daños y perjuicios generados por la demora en el pago o, en caso se haya estipulado, cobrar las respectivas cláusulas penales moratorias. Tales daños derivan del atraso en el pago de los dos conceptos anteriores.

En cuarto lugar, dado que la aceleración no activa el efecto restitutorio, el acreedor tendrá derecho a mantener en su esfera patrimonial las prestaciones parciales (pago de cuotas) recibidas previamente de su contraparte. Dicho de otro modo, el financiador no estará compelido a devolver las cuotas que percibió antes de activar el pacto de vencimiento anticipado.

⁴⁴ Ello ocurrirá en vista de que los términos originalmente previstos le permiten al deudor honrar posteriormente el balance global y su ejecución no se ha tornado irreversible.

En suma, tras la invocación de la cláusula aceleratoria, el acreedor tendrá derecho al balance o deuda global, lo cual incluye los conceptos que serán mencionados en el siguiente cuadro.

Balance estándar postaceleración				
Cláusula	Retención de cuotas ya abonadas por el deudor	Cobro de cuotas vencidas pre aceleración	Cobro de cuotas vencidas post aceleración	Resarcimiento del daño moratorio/ Penalidad moratoria (pactada)
Aceleración	X	X	X	X
Título	Contractual	Contractual	Contractual	Legal / contractual

Pasando a otro punto, resulta importante precisar cuáles son las obligaciones a cargo del acreedor que ejerció la cláusula de aceleración. Se trata de un aspecto que a menudo suele ser pasado por alto por los estudiosos de este pacto.

Desde nuestro punto de vista, el acreedor mantendrá la obligación de ejecutar los compromisos asumidos a su cargo (de existir y estar vigente) y, en caso de haberlos honrado previamente, no podrá solicitar la restitución de las prestaciones desplegadas a favor de su contraparte.

Además de ello, si en un eventual escenario postaceleración el deudor terminase abonando el balance global, carecería de asidero legal la pretensión del acreedor dirigida a ejecutar las garantías y/o el patrimonio de su contraparte.

Como se vio anteriormente, la mencionada regla se encuentra reconocida en el *Uniform Commercial Code*:

Uniform Commercial Code. Sección 8.1.-

[...]

Luego de que la aceleración se ha verificado y con sujeción a la Subsección (d), el deudor hipotecario puede evitar la ejecución únicamente pagando, u ofreciendo al acreedor hipotecario, la íntegra obligación garantizada acelerada. [Énfasis agregado]

[...]

De hecho, en ciertas ocasiones, el acreedor que obtuvo el débito acelerado podría tener la obligación de procurar la prestación que el deudor esperaba del contrato, cuyo cumplimiento se anticipó.

Ilustraremos lo anteriormente mencionado valiéndonos de un ejemplo. La sociedad de *leasing* *A* y el usuario *B* celebran un contrato de arrendamiento financiero para la adquisición de unas subestaciones destinadas a un proyecto de infraestructura de transporte ferroviario. El usuario se obliga a pagar cincuenta cuotas (que totalizan un monto de USD 2 000 000) distribuidas en un cronograma de periodicidad mensual y con una opción de compra final.

Tras haber pagado veinte armadas, *B* se atrasa en el abono de las cuotas veintiuno, veintidós y veintitrés. Como consecuencia, *A* decide activar la cláusula de aceleración, precipitando el pago las armadas aún pendientes de vencimiento (de la veinticuatro a la cincuenta).

En tal escenario, *A* contará con los siguientes derechos: (i) mantener las cuotas de la uno a la veinte (a causa de la vigencia del vínculo contractual y de la ausencia del efecto restitutorio), (ii) cobrar las cuotas veintiuno, veintidós y veintitrés (a causa del mantenimiento del vínculo contractual asociado a la pretensión de cumplimiento), (iii) obtener las cuotas de la veinticuatro a la cincuenta (como consecuencia de la modificación de las fechas de pago originales producida por la aceleración, vinculada a la pretensión de cumplimiento) y (iv) ser compensado por los daños derivados de la demora en el pago de los conceptos (ii) y (iii) anteriores.

Es pertinente señalar que, en caso el usuario *B* cumpla con abonar los conceptos mencionados en el párrafo anterior (en un escenario postaceleratorio), *A* deberá omitir la ejecución de la propiedad y posesión de las subestaciones, esto es, el arrendador se verá obligado a procurar la adquisición de dichos bienes a favor del arrendatario.

En cambio, únicamente en el hipotético caso de que *B* omita pagar el remanente del balance, la sociedad de *leasing* tendrá derecho a permanecer como propietaria de las subestaciones y a recuperar su posesión. Y es que solo frente a semejante incumplimiento ulterior, el acreedor se encuentra legitimado a ejecutar las garantías a su disposición mediante los procedimientos convenidos: en el caso del *leasing*, mantener la propiedad de las subestaciones y recuperar su posesión, para una eventual recolocación.

El incumplimiento postaceleración del usuario *B* parece ser la situación más frecuente, en tanto si aquel no estuvo en capacidad de pagar tres cuotas, es poco probable que pueda honrar inmediatamente el monto equivalente a veintisiete⁴⁵. Sin embargo, es fácil concebir escenarios en los que el arrendatario financiero bien podría tener interés en efectuar a toda costa el pago del balance incluso tras haberse anticipado el vencimiento, con el propósito de hacerse del bien materia de *leasing*.

Ello podría ocurrir, solo a manera de ejemplo, en los dos siguientes escenarios:

- Si la deuda liquidada del usuario no fuese tan cuantiosa en comparación al valor comercial del bien, por haberse amortizado ya la mayor parte del cronograma.
- Si con ello puede evitar un incumplimiento grave de su contrato de infraestructura frente al Estado. A tales fines, el arrendatario podría recurrir a fondos de sus accionistas.

En tales hipótesis, parece razonable permitirle a *B* ejercer la opción de compra de las subestaciones y, de este modo, legitimar el traspaso de propiedad y el mantenimiento de la posesión. La razonabilidad de lo mencionado queda corroborada si advertimos que, en los ejemplos, el valor de los activos habrá sido plenamente amortizado a favor de *A*, esta habrá resarcido los costos de la demora mediante penalidades moratorias y, además, habrá obtenido la cantidad de retorno deseada (y ello incluso antes de las fechas originalmente convenidas) mediante las cuotas precipitadas o la comisión por aceleración.

No se aprecia, entonces, razón alguna para que el arrendador financiero que logra cobrar el balance con un pago espontáneo del deudor persista en activar el mecanismo de ejecución contractual del bien materia de garantía.

Pasando a otro punto, cabe referirnos a las consecuencias jurídicas de la aceleración en relación con la prescripción extintiva.

Como se mencionó, activar la cláusula que nos ocupa determinará que múltiples cuotas —temporalmente separadas— conviertan en una única e indivisible deuda inmediatamente pagadera: el balance total. Como consecuencia de ello, resulta claro que la provocación del efecto aceleratorio por la elección del acreedor iniciará el cómputo del plazo de prescripción

⁴⁵ Más aún, si el usuario recurrió al propio esquema del *leasing* es porque inicialmente no contaba con fondos para efectuar una adquisición directa del fabricante o proveedor.

extintiva de del débito global a cargo del deudor. Como se sabe, en nuestro país las obligaciones personales prescriben a los diez años contados a partir de su vencimiento⁴⁶.

Para finalizar este apartado, cabe referirnos a un eventual efecto penalizador asociado a las cláusulas de aceleración causada en su configuración más frecuente en la praxis transaccional.

Entender aquel efecto supone apreciar que los pactos estándares de vencimiento anticipado suelen acarrear alguna de las siguientes alternativas respecto a la liquidación del débito precipitado:

- La reliquidación del balance global⁴⁷ y la asignación al deudor de la obligación de abonar una comisión de pago anticipado (*prepayment fee*).
- La intangibilidad del débito originalmente convenido, es decir, el mantenimiento del número y valor de las cuotas primitivamente acordadas. En este caso, el convenio determina que el débito global al que tiene derecho el acreedor postvencimiento anticipado, incluirá los componentes comerciales (intereses, comisiones y gastos) que conformaban las cuotas originales.

En ambos escenarios descritos se generará un efecto penalizador (para con el deudor) asociado a la cláusula de aceleración. En el caso de la comisión de prepago, el supuesto podría ser fácilmente asimilable a las penalidades o a las penas privadas. Sin embargo, en el segundo escenario, el efecto penalizador amerita reflexiones adicionales.

La intangibilidad de los valores de las armadas originales genera una penalización en el deudor que cumple con pagar la liquidación postaceleración.

Ello se debe a que, con ocasión al vencimiento anticipado, el acreedor pretenderá conceptos a los que no habría tenido derecho si el financiamiento

⁴⁶ Código Civil. Artículo 2001.- «Prescriben, salvo disposición diversa de la ley:

1.- A los diez años, la acción personal, la acción real, la que nace de una ejecutoria y la de nulidad del acto jurídico. [...]».

⁴⁷ Desde esta perspectiva Wells & Doulai aseveran que, ante un evento de incumplimiento, el prestamista puede declarar inmediatamente debidos o pagaderos los siguientes conceptos: (i) el principal adelantado, (ii) los intereses generados, incluyendo los intereses moratorios; y (iii) cualquier otro monto pendiente según el contrato de préstamo (y los otros documentos del financiamiento), incluyendo costos y gastos en que el prestamista hubiese incurrido y costos de ruptura del financiamiento (2013, p. 571).

hubiese estado originalmente programado para finalizar en el término acelerado: (i) el cobro de intereses compensatorios no madurados y (ii) el cobro de gastos y comisiones asociados a los periodos omitidos de la relación contractual (que no se llegaron a desplegar —precisamente— a causa de la activación de la cláusula).

Nos explicamos. Los intereses compensatorios son componentes comerciales que representan el rendimiento (utilidad) esperado por la colocación de capital programada para cierto tiempo. Si el mencionado plazo se recorta, naturalmente la deuda de interés debería disminuir, en tanto el capital habrá retornado al acreedor antes del tiempo planificado.

La activación de la aceleración precisamente reduce las unidades de tiempo durante las cuales el financiador se ve despojado de capital en favor del deudor. La reducción del tiempo durante el cual el financiador se verá privado de su capital, en principio, debería determinar una reducción del rendimiento global al que aquel tendría derecho. Ello supone descontar la ganancia (intereses compensatorios) que se habría madurado si el préstamo se hubiese extendido durante el tiempo originalmente programado.

Así, por ejemplo, si el préstamo consideró originalmente dos años de duración, el vencimiento anticipado ocasionará que el financiador *A* tenga derecho a obtener el balance global antes de dicho plazo: digamos que en 1 año. Si el deudor *B* cumple con restituir el balance tras ser requerido, *A* no debería percibir rendimientos por el segundo año, dado que ya habrá recuperado la percepción de capital y bien podría disponer de él como mejor le plazca (incluso recolocándolo). En estos casos, la liquidación postprecipitación del débito debería descontar el monto de intereses compensatorios originalmente programados para *B* durante el año 2.

Por otro lado, la aplicación de ciertas comisiones y gastos primigeniamente contemplados en el cronograma (tales como los seguros) dependen de la vigencia efectiva del préstamo. En ese sentido, si las cuotas originalmente reflejan el pago de un seguro por 2 años y el financiamiento dura únicamente 1 año, la banca no incurrirá en los gastos asociados a dicho concepto por el segundo año.

Dicho de otra forma, el balance postaceleración debería considerar un descuento por la eliminación de la necesidad de incurrir en comisiones

y gastos destinados a ser aplicados en los períodos de tiempo en que la colocación ya no se mantendría (a consecuencia de aceleración).

En síntesis, el inversionista que activa el vencimiento anticipado tras haber acordado con su contraparte la intangibilidad de las armadas programadas, tendrá derecho a obtener inmediatamente el balance global, incluyendo rendimientos no madurados y costos no incurridos por el financiador.

Adicionalmente, el prestamista se beneficiará con plus constituido por el mayor valor derivado de la percepción anticipada del balance, según el principio del valor del dinero en el tiempo. En otras palabras, bajo el mencionado principio financiero, el acreedor se verá beneficiado con un valor mayor al obtener anticipadamente la liquidación integral, pues percibirá una suma con utilidad incluida antes del término en que la habría obtenido si el contrato se hubiese desenvuelto normalmente.

Desde esta perspectiva, el efecto penalizador de la aceleración ante un escenario de intangibilidad del cronograma se asemeja en alguna medida al pacto que le permite a un contratista, frente a un incumplimiento esencial de su contraparte, resolver y obtener la remuneración global —que incluye costos directos, indirectos y utilidad— sin haber incurrido en los dos primeros conceptos⁴⁸ y bastante antes que planificase culminar tal obra. Y es que, en tal escenario, al igual que en aquellos donde opera la aceleración, el acreedor estaría obteniendo la totalidad del ingreso bruto sin incurrir en la totalidad del costo presupuestado.

Ahora bien, la intangibilidad de las cuotas del cronograma —y su efecto penalizador asociado— suele justificarse económicamente en dos constataciones en no poca medida atendibles.

La primera justificación radica en que el detonante del vencimiento anticipado (frecuentemente, un incumplimiento) es jurídicamente atribuible al deudor.

La segunda justificación descansa en que el referido detonante genera diversas repercusiones negativas en el financiador: el lucro cesante (rendimiento cierto dejado de percibir), costos hundidos de estructuración de la operación y personal, costos administrativos asociados al cobro de la deuda o a la

⁴⁸ Patti considera que las hipótesis mencionadas se alejan de las cláusulas penales en tanto el incumplimiento del deudor no determina un incremento de la prestación por aquel debida, sino solo una disminución de las unidades de tiempo dentro del cual este último debía cumplir (2015, p. 228).

preparación del reclamo legal contra el prestatario, costos de recolocación del capital en otro agente económico y eventual reducción de las tasas de interés en el mercado que reduzcan el rendimiento de la colocación⁴⁹. Alternativamente, el acreedor asume el costo de oportunidad constituido por beneficio que habría obtenido de salir al mercado y conseguir otro cliente con el que hubiese implementado una relación financiera estable.

Como se aprecia, se trata de un escenario en que el financiador percibe daños potencialmente considerables. Como consecuencia de ello, parece legítimo que el acreedor prevea contractualmente una forma de preliquidar sumas que recompongan su posición patrimonial.

Sin embargo, habiendo apreciado el panorama integral configurado por los intereses en juego del financiador y del prestatario es posible advertir que en ciertas ocasiones —y, desde luego, bajo un análisis circunstancial— la cláusula de aceleración causada que mantenga inalterados los valores de las armadas podría terminar afectando desproporcionalmente al deudor⁵⁰.

Ello se daría, por ejemplo, cuando se constate que el valor real del daño ocasionado al prestamista resulta muy inferior al balance global intangible aplicado, cuando el detonante no ha sido imputable al deudor o ha sido parcialmente imputable al acreedor o cuando el evento gatillador no ha producido un impacto material.

En los escenarios descritos, la previsión del cobro de la totalidad inmutada del cronograma de cuotas podría constituir una cláusula abusiva (en contratos estandarizados) o su aplicación podría ser contraria a la buena fe.

Enarbolando un razonamiento compatible con lo mencionado, algunos tribunales ingleses han entendido que si el incumplimiento de una sola cuota hace debida la suma capital total (incluyendo aquellos intereses) la cláusula de aceleración puede ser asimilada a una cláusula penal. Ello en la medida que, en tal hipótesis, el acreedor tendría derecho a la obligación

⁴⁹ En el caso *Hellbaum v. Lytton Savings and Loan Association* (1969) se determinó que, a través del *prepayment fee*, la banca recupera sus costos netos y el lucro cesante (*loss of profit*) de la colocación.

⁵⁰ En similar sentido: Barchi, 2015, pp. 224 y 225.

dineraria constituida por los intereses aún no madurados al momento del incumplimiento. (Patti, 2015, p. 230⁵¹).

Aunque no compartimos la calificación jurídica explicitada, creemos que el razonamiento es en el fondo acertado pues en los escenarios descritos, el deudor terminará asumiendo un peso económico superior al que le hubiese correspondido si el préstamo inicialmente hubiese tenido como fecha de vencimiento la fecha precipitada por obra de la aceleración.

4. LÓGICA ECONÓMICA DE LA CLÁUSULA DE ACELERACIÓN

Como ya parece claro a estas alturas, la cláusula aceleratoria causada —como paradigma general— inmuniza al acreedor contra futuros eventos adversos (Hahn, 2010, p. 236), los cuales pueden estar constituidos por incumplimientos de su contraparte o por cualquier otro detonante que (además de aquellos) incremente el riesgo de insolvencia del deudor, o que amenace su capacidad de pago.

En ese sentido, si no fuese por la aceleración, «el acreedor estaría condenado a observar el deterioro [patrimonial] del deudor sin ningún medio legal para proteger sus pretensiones antes de la fecha de vencimiento de su propio pago» [Texto entre corchetes agregado] (Hahn, 2010, p. 238)⁵².

El pacto evaluado representa un remedio fundamental para el acreedor, pues, de no ser por aquel, ante la materialización de un riesgo, el acreedor no tendría más opción que iniciar un proceso de cobro distinto por cada cuota del contrato que se vaya volviendo exigible (Hoog, 1997, p. 97) o iniciar un proceso único en el momento —futuro— en que todas las cuotas estén vencidas.

De ello se deduce que el interés económico típico de quien incorpora una cláusula de aceleración causada radica en mitigar riesgos identificados

⁵¹ Si bien dichas cláusulas no han sido equiparadas a las cláusulas penales en los ordenamientos del *civil law*, bien podrían ser objeto de control respecto a su contenido (Patti, 2015, p. 231).

⁵² En similar sentido, la SAP de Barcelona del 1 de abril de 2000 (AC 2000/2159), ha considerado lo siguiente: «La ratio que subyace en la declaración de vencimiento anticipado de la deuda no es otra que la pérdida del beneficio del plazo que resulta ser en beneficio del acreedor o deudor o de este último como establece el artículo 1127 CC. En dicho sentido, cuando existe un riesgo cierto y determinado que la deuda no va a ser efectiva por el deudor a su normal vencimiento y quedan disminuidas las legítimas expectativas de cobro del débito es justo y equitativo conforme a lo dispuesto en el artículo 1129 CC [...] que se pierda dicho beneficio del plazo o también denominado caducidad del derecho a utilizar el plazo».

reservándose, ante su ocurrencia, la posibilidad de cobrar inmediatamente la deuda global. De este modo, el acreedor no tendrá que aguardar el vencimiento de cada hito del cronograma convenido ni tampoco deberá incoar múltiples reclamos separados cada vez que el prestamista incumpla.

Por otra parte, como ya se destacó en el apartado anterior, la aceleración suele permitir al acreedor obtener (total o parcialmente) el rendimiento esperado de la operación a través del cobro de una comisión de prepago (*prepayment fee*) o de la intangibilidad de la cantidad y valor de las armadas originales del cronograma. En estos, la cláusula de vencimiento anticipado faculta al prestamista a obtener del deudor, a manera de prestación contractual, no solo el capital, sino también todo o parte del lucro proyectado con la celebración del contrato.

El referido *profit* se liquida (o es automáticamente liquidable) a partir de los propios términos y condiciones contractuales. En ese sentido, a diferencia de lo que ocurre en los resarcimientos por lucro cesante derivados de responsabilidad civil (asociados primordialmente a la resolución por incumplimiento), el acreedor que acelera un cronograma no requerirá ni del acuerdo con su contraparte ni de la intervención del juez o árbitro para calcular la ganancia deseada de la operación.

Al analizar la lógica económica de la aceleración *causada* el intérprete no puede dejar de reparar la función de disuasión que aquella absuelve. Como se sabe, las cláusulas aceleratorias estándar se encuentran asociadas a un evento gatillador específico, cuya verificación faculta al acreedor a precipitar el vencimiento del balance.

El referido evento, que forma parte de la estructura de la aceleración causada, puede ser un incumplimiento, la violación de algún *covenant*, la falsedad de declaración o la activación de una garantía. Se trata, como ya se dijo, de circunstancias cuya materialización provoca la lesión actual del interés del acreedor o el incremento del riesgo originalmente asumido por aquel.

Ante semejante estado de cosas, la aceleración se erige como una amenaza o disuasión contractual destinada a que el deudor evite a toda costa recaer en los eventos gatilladores, esto es, que omita lesionar o poner en peligro de lesión el interés del acreedor⁵³.

⁵³ La función ahora descrita debe ejercerse conforme a los parámetros de la buena fe objetiva, en particular, bajo su manifestación de control de prestaciones disfuncionales, conforme se desarrollará en el numeral 5.2. del presente trabajo.

Ahora bien, una ulterior función empírica (asociada a las aceleraciones causadas tales como las *due-on clauses*) se despliega una vez verificado el detonante contenido en aquella. En tal escenario, el acreedor dispondría de una coyuntura bastante favorable para que el deudor acepte renegociar los términos comerciales del préstamo, y en particular, la tasa de interés compensatorio. En otras palabras, la producción del detonante de la aceleración eleva las posibilidades de aceptación, por parte del prestatario, de la modificación del préstamo en condiciones favorables para el financiador⁵⁴.

Para los acreedores institucionales la importancia de la función descrita es mayúscula. Ello al punto que resulta posible afirmar que, para los mencionados agentes económicos, el genuino valor de cláusula no radica en su activación, sino en el potencial —de amenaza o, mejor, presión— con el que cuenta para facilitar una modificación del contrato de préstamo en términos favorables. De este modo, la invocación efectiva del vencimiento anticipado (y sus efectos jurídicos) se tornaría como un último recurso, reservado para aquellos escenarios donde la negociación fracase.

Evidentemente, en estos escenarios resulta crucial matizar el *leverage* en la negociación favorable al financiador con el interés del deudor en que la negociación no se torne en una irregular explotación de su posición comercialmente desfavorable (sobre todo, en contratos que ya presuponen una asimetría entre las partes)⁵⁵.

En ese sentido, mientras más ajena a la esfera del financiador sea la propuesta de cambio contractual potenciada con aceleración, mayores probabilidades existe de que la presión ejercida mediante la cláusula que nos convoca represente el ejercicio legítimo del derecho del financiador a renegociar términos contractuales.

⁵⁴ Como se vio, esta función ya se encontraba presente la *Garn-St Germain Act*, toda vez que, bajo este dispositivo, el acreedor se encuentra legitimado a renegociar la tasa de préstamo en condiciones favorables a aquel, aunque teniendo como referencia las tarifas contractuales originalmente acordadas.

⁵⁵ Las ideas expuestas se insertan en la función de *legítima presión* que desenvuelven los derechos potestativos en la etapa de ejecución contractual. Según creemos, el fenómeno puede ser apreciado en remedios como la resolución, la aplicación de penalidades, la compensación, la suspensión, la ejecución de garantías. A la postre, esta función permite al acreedor reorganizar los términos y condiciones comerciales frente a circunstancias sobrevinientes imprevisibles para las partes. Y es que, en la actualidad, más que un instrumento para ser interpretado por los jueces el contrato es un documento que le asigna a las partes una posición fuerte en una futura negociación. Y en ello radica el verdadero valor del *drafting* de términos y condiciones negociales.

Por otro lado, cabe resaltar que la función de una cláusula de aceleración se encuentra fuertemente influenciada por su ámbito concreto de aplicación. Así, a manera de ejemplo, parece claro que los fines del pacto difieren en los créditos al consumo y en aquellos propios de las finanzas corporativas.

En el ámbito de las relaciones de consumo, la aceleración impide la sobreextensión de plazo del préstamo, es decir, evita que la duración de los financiamientos de largo plazo sobrepase el tiempo razonablemente esperado por los prestamistas (Dietrich, Langtiet, Dale-Johnson & Campbell, 1983, p. 20). Dicha función económica, a la postre, acarrearía una reducción de las tasas de interés a ser pagadas por los consumidores.

El razonamiento expuesto parte de la premisa de que la hipotética ausencia de la aceleración llevaría a los financiadores institucionales a identificar y dimensionar el riesgo de sobreextensión del plazo del préstamo. Tras ello, los inversionistas no dudarían en trasladarle el valor económico cuantificado del mencionado riesgo al universo de consumidores con los que se vinculen, a través de una prima que elevaría la tasa de interés compensatorio. De esta manera, el precio del crédito se incrementaría de forma generalizada en el mercado.

Frente a semejante escenario, el pacto aceleratorio tiene la virtud de impedir la sobreextensión del plazo y, como consecuencia, evitar que los financiadores trasladen a los consumidores el valor económico del riesgo a aquella asociado⁵⁶.

Por su parte, el ámbito de las finanzas corporativas, los pactos de vencimiento anticipado complementan y potencian el cumplimiento —y disuaden del incumplimiento— de los *covenants*. Estos últimos vienen a ser las obligaciones asumidas por el prestatario que limitan (positiva o negativamente) su libertad de acción con el propósito de evitar el incremento de los riesgos asumidos por el prestamista al desembolsar capital (Hahn, 2010, pp. 232 y ss.).

Dicho en otros términos, la aceleración vendría a ser «la medida complementaria que agrega credibilidad al acuerdo sobre la disuasión (de la inobservancia) de los *covenants*. Perfecciona la amenaza señalando al

⁵⁶ Según Dietrich, Langtiet, Dale-Johnson & Campbell (1983, p. 20), la prohibición de hacer cumplir la *due-on-sale clause* en las hipotecas antiguas tiende a extender sus vidas más allá de lo que los prestamistas originalmente esperaban. Por lo tanto, las nuevas hipotecas con tasas de interés fijas debían incorporar un precio que genere un mayor rendimiento a los prestamistas, con la finalidad compensarlos por el riesgo adicional asociado con una vida útil excesivamente prolongada.

prestatario que es mejor no atreverse siquiera a pensar en transgredir los *covenants*» (Hahn, 2010, p. 244). De este modo, «no obstante la elección del acreedor, la fuerza de la aceleración radica en su potencial amenazador» (Hahn, 2010, pp. 244-245).

De ello se desprende, además, que la aceleración mejora la situación de los financistas, dado que incentiva un gobierno corporativo eficiente por parte del prestatario. Ello resulta conveniente para los acreedores financieros, puesto que, frente al deudor, aquellos se encuentran desprovistos de los remedios legales y estatutarios con los que cuentan los accionistas. Dicho de otra manera, a través de *covenants* potenciados con pactos de aceleración, el inversionista (acreedor) es capaz de monitorear actividades de la empresa deudora que podrían dificultar la recuperación de la inversión del primero (Hahn, 2010, pp. 240 y 242). Ello, a la postre, evita los comportamientos estratégicos y egoístas⁵⁷ de los prestatarios durante la vigencia de la deuda.

Finalmente (también en el ámbito de las finanzas corporativas), la aceleración es capaz de provocar la quiebra de las compañías cuando ello resulte eficiente, esto es, frente a empresas económicamente inviables que han venido acordando constantes refinanciamientos sin lograr salir de sus dificultades económicas. En efecto, el remedio que nos ocupa «rechaza cualquier potencial intento de los accionistas, frente al incumplimiento del pago, de inyectar contribuciones monetarias mínimas de flujos y extender su control sobre el prestatario en dificultades financieras» (Hahn, 2010, p. 245).

5. ASPECTOS CONTROVERTIDOS DE LA ACELERACIÓN EN EL CIVIL LAW

5.1. Aceleración y *pacta sunt servanda*

5.1.1. *Cláusulas de aceleración causada*

Como ya se anticipó, el modelo transaccional predominante en la praxis concibe cláusulas de aceleración causadas, esto es, pactos provistos de un evento gatillador acordado por las partes cuya materialización habilita el ejercicio del poder aceleratorio.

⁵⁷ A manera de ejemplo, la combinación aceleración-*covenants* inhibiría la inclinación de los administradores del deudor hacia el sobreendeudamiento de la compañía, al igual que la realización de adquisiciones y desarrollo de negocios que vayan más allá de las posibilidades reales permitidas por su flujo de caja (Hahn, 2010, pp. 243 y 244).

Al respecto, el Tribunal de Justicia de la Unión Europea (en la sentencia de 14 de marzo de 2013) ha concebido la necesidad de una *justa causa* de aceleración en los financiamientos al consumidor. En efecto, según el razonamiento del Colegiado, para analizar la validez de un pacto de vencimiento anticipado:

corresponde al juez remitente comprobar especialmente [...] si la facultad del profesional de dar por vencida anticipadamente la totalidad del préstamo depende de que el consumidor haya incumplido una obligación que revista carácter esencial en el marco de la relación contractual de que se trate, si esa facultad está prevista para los casos en los que el incumplimiento tiene carácter suficientemente grave con respecto de la duración y a la cuantía del préstamo, si dicha facultad constituye una excepción con respecto a las normas aplicables en la materia y si el Derecho nacional prevé medios adecuados y eficaces que permitan al consumidor sujeto a la aplicación de esa cláusula poner remedio a los efectos del vencimiento anticipado del préstamo⁵⁸.

De las consideraciones citadas fluye que la estipulación válida del derecho a acelerar presupone la introducción en el contrato de un detonante específico⁵⁹: un incumplimiento grave del deudor o una causal admitida por el derecho positivo que resulte aplicable.

La importancia de un evento gatillador cualificado también amerita atención en los contratos de adhesión y en aquellos con cláusulas generales de contratación. Y es que un detonante con relevancia nimia podría dar lugar a una cláusula (de aceleración) abusiva tanto bajo el régimen general como especial⁶⁰.

⁵⁸ Similar derrotero parece seguir la jurisprudencia española actual en el ámbito de los financiamientos del consumidor. Sobre el particular: Blanco, 2014, pp. 235 y ss.

⁵⁹ Al respecto, Henkel & Seltzel (1980, p. 441) se refieren a «contingencia específica».

⁶⁰ Código de Protección y Defensa al Consumidor.

Artículo 51.- Cláusulas abusivas de ineficacia relativa:

«De manera enunciativa, aunque no limitativa, son cláusulas abusivas atendiendo al caso concreto, las siguientes: [...].

b. Las que permitan al proveedor modificar unilateralmente las condiciones y términos de un contrato de duración continuada, en perjuicio del consumidor, salvo que obedezca a motivos expresados en él y el consumidor goce del derecho a desvincularse del mismo sin penalización alguna. Lo dispuesto en el presente literal no afecta las cláusulas de adaptación de los precios a un índice de ajuste legal ni la fijación de tarifas de los servicios públicos sujetos a regulación económica [...].».

En esta línea, Martínez considera abusiva la cláusula por la cual el acreedor puede declarar vencida la obligación «si se incumplieran por el mismo cualquiera de las obligaciones contraídas en este documento»⁶¹ o «ante el impago de dos o más cuotas de las cuantías, en los plazos y fechas estipuladas para ello»⁶² (2015, pp. 6 y 7). En el mismo sentido, Viteri califica de ejercicio abusivo de la cláusula de vencimiento anticipado a su aplicación en aquellos supuestos en que se prevea semejante facultad para incumplimientos irrelevantes (2013, p. 154).

Ahora bien, resulta indispensable analizar si fuera del ámbito de la contratación estandarizada o de consumo, la estipulación de una cláusula de vencimiento anticipado (incluyendo la configuración de sus detonantes) es una materia regida por el principio de autonomía privada o se limita a aquellos supuestos donde el efecto aceleratorio es consagrado por ley.

Viteri sostiene que la última de las alternativas mencionadas podría hallar sustento en (i) el principio *favor debitoris*, que llevaría a entender que solo la ley puede establecer una sanción de tal gravedad como la «pérdida del beneficio del plazo»; (ii) que el vencimiento anticipado afecta a terceros, por lo que altera potencialmente la debida igualdad entre todos los acreedores y (iii) que el pacto constituye una excepción al deber de «estar a lo convenido», por lo que ha de ser objeto de interpretación restrictiva (2013, p. 146).

Sin embargo, la propia autora rebate la posición restrictiva bajo los siguientes argumentos: (i) en principio, la ley acepta cláusulas destinadas a proteger al acreedor (como la cláusulas penales o aquellas de agravamiento de responsabilidad del deudor), (ii) la norma que recoge los supuestos de aceleración debe interpretarse como la expresión de un principio general: el de atender a las circunstancias que pueden impedir lograr el propósito concretamente perseguido con la relación obligatoria, (iii) las cláusulas de vencimiento anticipado estarían respaldadas por el principio de sobrevenida mutación de las circunstancias y (iv) el principio de libertad contractual debería prevalecer pues quien puede lo más (no fijar un plazo a la deuda), ha de poder lo menos (determinar las leyes de vencimiento) (2013, pp. 145-146).

⁶¹ En el Perú, semejante limitación del carácter genérico del detonante se encuentra contemplada en el artículo 1430 del Código Civil, para la cláusula resolutoria expresa.

⁶² Nótese que de conformidad con la legislación española (artículo 693 de la Ley de Enjuiciamiento Civil), el reclamo de la totalidad de lo adeudado procederá ante el atraso de tres plazos mensuales.

Por nuestra parte, consideramos que es perfectamente compatible con la autonomía privada el que las partes configuren libremente los eventos gatilladores de aceleración. Y es que son los propios contratantes quienes se encuentran en la mejor posición para establecer qué detonantes son lo suficientemente relevantes como para hacer decaer la cláusula contractual que establece el plazo original del débito.

Otros argumentos concurren en respaldo de la postura mencionada. En primer lugar, al repercutir negativamente en el interés contractual del acreedor, la aceleración causada se presenta como un remedio jurídico, el cual le permite al acreedor reaccionar legítimamente contra los eventos que afectan su posición o le producen una contingencia relevante. Con ello en mente, se advierte que el sistema jurídico favorece la flexibilidad en la configuración del detonante de los remedios jurídicos consagrados, tales como las arras confirmatorias y las cláusulas resolutorias, penales y de desistimiento causado. Por ende, mal podría negarse semejante margen de maniobra en la aceleración, la cual, como veremos más adelante, también ha sido reconocida por el Código Civil.

En segundo lugar, nada en los artículos del Código Civil que disciplinan hipótesis de aceleración lleva a considerar que se trata de normas imperativas, ni menos aún de orden público.

En ese sentido, estamos convencidos de que las partes cuentan con flexibilidad para configurar las cláusulas aceleratorias (incluyendo su detonante), sin que se vean restringidas a los supuestos establecidos por ley. Evidentemente, dicho poder deberá ser compatible con los límites de la autonomía privada para dar vida a una regulación de intereses válida.

Las causales de aceleración podrían estar dadas no solo por incumplimientos graves del deudor respecto a su obligación principal, sino también por (i) incumplimientos de obligaciones accesorias o (ii) por otras causales imputables, como la falsedad de representaciones (*representations*) y garantías (*warranties*) o inclusive no imputables al acreedor, como «información adversa sobre el negocio del prestatario» (Hahn, 2010, p. 235) o el agravamiento del riesgo país.

Semejantes detonantes tienen en común que, conforme al entendimiento de las partes, suponen un incremento de la magnitud de riesgo asumido por el acreedor, lo cual justificaría la precipitación del cronograma. Se trata de eventos que, si bien podrían no ser en abstracto y objetivamente esenciales,

sí han sido esencializados por las partes, al punto de ser capaces de activar el remedio objeto de análisis.

A manera meramente ejemplificativa, la praxis transaccional contempla ciertos eventos (imputables al deudor o previsibles por este) que frecuentemente resultan capaces de activar la aceleración en contratos de financiamiento.

- atraso en el pago de cuotas alternas o sucesivas;
- inobservancia de *covenants*⁶³,
- falsedad en las representaciones (*representations*),
- ocurrencia de eventos sujetos a garantías (*warranties*),
- actos destinados a la transferencia de la propiedad (*due-on-sale clause*) o posesión sobre el bien materia de garantía del financiador,
- actos de gravamen (*due-on-encumbrance clause*) sobre el bien materia de garantía del financiador,
- eventos de incumplimiento cruzado (*cross-default*),
- falta de contratación de seguros,
- no inscripción en Registros Públicos de garantías a favor del financiador⁶⁴,
- inicio de procesos de concurso o liquidación,
- cambios de control corporativo en el deudor,
- situaciones de insolvencia del deudor,
- deterioro del activo objeto de garantía,
- inobservancia al deber de brindar información (especialmente, reportes o auditorías) y
- cambios materialmente adversos en el deudor o en el mercado⁶⁵.

⁶³ Véase, entre muchos otros: Hetland, 1965, p. 170,

⁶⁴ Resolución S.B.S. 8163-2014 que aprueba las cláusulas generales de contratación aplicables al Contrato Hipotecario —Bien Futuro, Contrato Hipotecario— Bien Existente, Contrato de Productos Pasivos y Contrato de Crédito de Consumo. Numeral 19. Condiciones en las que el banco puede dar por vencidos todos los plazos (aceleración) o terminar de manera anticipada el contrato (resolución).-

«El Banco puede dar por vencidos todos los plazos (acelerar) y proceder al cobro del íntegro de la deuda, o terminar el contrato antes de que finalice el plazo (resolver), en cualquiera de los siguientes casos:

Si a los sesenta (60) días calendario de haberse inscrito la independización del Inmueble en los Registros Públicos no se hubiere formalizado la inscripción registral de la Hipoteca. [...]».

⁶⁵ La nómina de detonantes es muy distinta según sea uno u otro el sector económico involucrado. Así, en nuestro país, la ya citada resolución SBS 8163-2014 brinda su conformidad a una serie de detonantes de aceleración *causadas* en financiamientos hipotecarios sobre bienes futuros o

La cláusula de aceleración causada suele contener un evento gatillador objetivo, tal como sería el atraso en el pago de tres cuotas o la falta de entrega de estados financieros a una fecha específica.

Empero, tal como se ha visto con ocasión a la revisión del *Uniform Commercial Code*, existen detonantes con rasgos subjetivos, tal como sería la mera

existentes. En efecto, el numeral 19 dispone ciertas condiciones en las que el banco puede dar por vencidos todos los plazos (acelerar) y proceder al cobro íntegro de la deuda:

- a. si a los 60 días calendario de haberse inscrito en los Registros Públicos la independización del inmueble no se hubiere formalizado la inscripción registral de la hipoteca;
- b. el atraso dos o más cuotas (continuas o no) del cronograma;
- c. el incumplimiento con pagar cualquier otra suma adeudada al Banco en virtud del contrato (o de otros contratos celebrados con el banco);
- d. si el valor de los bienes hipotecados, según tasación a ser efectuada, disminuyera en un monto equivalente o mayor al 10%, respecto de su valor referencial (normalmente, el valor de tasación original).
- e. si la información contenida en la declaración de salud u otros documentos suscritos para contratar el seguro de desgravamen no es cierta o exacta y ello pone en riesgo la vigencia del referido seguro;
- f. si a la fecha de celebración del contrato, el cliente padecía de enfermedad diagnosticada o preexistente de su conocimiento que lo excluyera de la cobertura del seguro de desgravamen;
- g. la omisión en la contratación, cesión o endoso a favor del banco o mantenimiento de la vigencia de cualquiera de los seguros que el banco le solicite;
- h. la venta, alquiler, cesión o transferencia del inmueble, así como los gravámenes o medidas judiciales o extrajudiciales;
- i. el remate judicial, arbitral o extrajudicial del inmueble materia de hipoteca;
- j. si la partida electrónica del inmueble es objeto de alguna modificación, anotación, cierre u otra condición que de cualquier manera afecte o disminuya los derechos del banco como acreedor hipotecario;
- k. si el cliente es declarado en insolvencia, quiebra, concurso o situación similar;
- l. si el cliente efectúa modificaciones o demoliciones, o realiza ampliaciones, edificaciones y/o construcciones sin contar con la autorización previa y escrita del banco.
- m. si el cliente incumple cualquiera de sus obligaciones derivadas del contrato.

Por su parte, el Numeral 20 de la Resolución autoriza la cláusula según la cual el banco tiene el poder de efectuar modificaciones no esenciales en el contrato y a «darlo por terminado anticipadamente» frente a lo que denomina «incremento de la exposición crediticia» del cliente, la cual se produciría cuando:

«[el cliente asuma] nuevas deudas o compromisos bajo cualquier contrato o acuerdo ante cualquier otro banco o persona natural o jurídica (por ejemplo: préstamos, fianzas, avales, etc.) y ello conlleve a un sobreendeudamiento; se presuma que está vinculado a actividades de lavado de activos y financiamiento del terrorismo o haya presentado al Banco información y/o documentación falsa, incompleta, inexacta o inconsistente con la información proporcionada anteriormente por Usted [el cliente]».

La Resolución, además, aprueba un término según el cual el banco tendrá similares poderes «si toma conocimiento de hechos, circunstancias y/o informaciones que le hagan presumir que

situación de inseguridad del acreedor respecto a la obtención del cobro⁶⁶. En el Perú, este parece ser el caso los términos aprobados por la resolución SBS 8163-2014, los cuales conciben como detonante del poder aceleratorio al mero incremento de la exposición crediticia del prestamista.

Denominar subjetivos a los detonantes apenas mencionados podría hacernos creer que su activación depende de un mero estado volitivo interno (y, por ende incontrolable por los jueces) del acreedor, lo cual sería semejante a un ejercicio arbitrario. Afirmar ello sería incorrecto y contradictorio, pues el vencimiento anticipado solo admite un ejercicio inopinado en aquellas modalidades *ad nutum* (a ser analizadas en el acápite siguiente) que son opuestas a la aceleración causada.

Dicho de otra manera, cuando el significado jurídicamente relevante de la cláusula de aceleración termine por atribuirle al acreedor una facultad discrecional (Chafee, 1919, p. 774), estaremos frente a una aceleración inopinada (sin evento gatillador), es decir, fuera del ámbito de la aceleración causada, que es la analizada en este apartado⁶⁷.

La existencia de un pacto aceleratorio causado —con un detonante introducido por las partes— suprime *per se* la arbitrariedad del financiador al momento de considerar configurado el detonante de la cláusula. En aquella hipótesis, el acreedor deberá atribuirle al evento gatillador pactado aquel significado que fluya de los criterios de interpretación y, principalmente, del sentido comercial razonable que le habría conferido un agente económico del

Usted [el cliente] se encuentra vinculado con personas jurídicas sujetas a investigación o procesos judiciales relacionados con dichos delitos».

En el ámbito de las operaciones con tarjetas de crédito, véase la resolución S.B.S. 3719 -2016.

Las mencionadas normas revisten crucial importancia, pues, en atribución de sus funciones, canalizan el ejercicio de un control administrativo ex ante de regularidad de los términos y condiciones contractuales. Como consecuencia de ello, según la lógica del Código Civil, dichos términos deberían por lo menos presumirse como no vejatorios, llegando a integrarse a las relaciones con los clientes sin necesidad de que estos presten su asentimiento específico.

⁶⁶ Ahora bien, cuando el significado jurídicamente relevante de semejante lenguaje termine por atribuirle al acreedor una facultad discrecional (Chafee, 1919, p. 774), estaremos frente a una aceleración sin evento gatillador, ingresando a la problemática a ser analizada en el numeral 5.1.2 del presente trabajo.

⁶⁷ Considera estas cláusulas inválidas por dejar al arbitrio de la entidad prestamista el vencimiento anticipado: Viteri, 2013, p. 154.

mercado. Y, en todo caso, el acreedor deberá estar en capacidad de acreditar la razonabilidad del ejercicio a la luz de las circunstancias concretas⁶⁸.

Finalmente, no podemos dejar de destacar que las cláusulas estándar de aceleración causada le asignan al deudor un período de cura (Gilligan, 1939, p. 85), esto es, un lapso de tiempo dentro del cual será capaz de remediar el detonante acaecido y así evitar que el acreedor precipite el cronograma de cuotas y ejecute su patrimonio.

En ocasiones este período es denominado plazo de remediación o plazo de gracia.

5.1.2. Admisibilidad de cláusulas de aceleración ad nutum o incausadas

En ciertas ocasiones las partes acuerdan cláusulas de vencimiento anticipado que prescinden de detonantes; esto es, facultan a una parte a activarlas sin alegar motivo (*ad nutum*)⁶⁹.

Un ejemplo de dicho fenómeno (aunque no requiera estipulación) se presenta en el depósito voluntario. Si *A* y *B* celebran un depósito sobre un equipamiento con término el 31 de diciembre de 2019, *A* podrá dar por vencido el plazo y exigir la devolución del equipamiento el 28 de julio de 2019 (por ejemplo) sin que deba manifestar justificación alguna⁷⁰.

Evidentemente, en contratos estandarizados y de adhesión existirá una alta contingencia de que semejante pacto sea considerado abusivo en caso altere desproporcionalmente la posición del adherente o consumidor.

⁶⁸ Análogamente, Bianca (1990, p. 226) se refiere a las cláusulas en que las partes someten la prestación al término «cuando sea posible» o «cuando quiera». A criterio del autor, semejantes pactos deben ser interpretados de buena fe, dándose importancia a las circunstancias (oportunidad, dificultad financiera, cumplimiento de un negocio, etc.) a las cuales las partes han hecho referencia implícita. En todo caso, la lectura correcta no supone conferir a una parte un poder arbitrario de establecer el tiempo de cumplimiento. Por su parte, es favorable a la estipulación de facultades unilaterales para una de las partes siempre que se excluya el arbitrio subjetivo (*arbitrum merum*): Rengifo, 2017, pp. 41 y ss.

⁶⁹ En nuestro país, ha empleado la nomenclatura «desistimiento ad nutum» para referirse a aquel que prescinde de motivo alguno: Morales, 2009, pp. 57-58.

⁷⁰ Código Civil. Artículo 1814.-

«Por el depósito voluntario el depositario se obliga a recibir un bien para custodiarlo y devolverlo cuando lo solicite el depositante».

Empero, resulta pertinente evaluar si semejante estipulación resultaría válida bajo el ordenamiento jurídico peruano en el marco de un contrato paritario y negociado.

A nuestro parecer, la evaluación de validez de una cláusula aceleratoria *ad nutum* no puede prescindir del impacto generado en uno de los pilares del sistema contractual: el *pacta sunt servanda* o principio de fuerza vinculante, principio según el cual los contratantes se encuentran sujetos a observar una conducta que se corresponda con el compromiso asumido mediante el contrato válido. Como consecuencia, el acuerdo no solo se encuentra blindado contra el arrepentimiento unilateral de alguna de las partes (desistimiento *ad nutum*), sino también contra la modificación incausada y unilateral de su contenido (*ius variandi*).

La razón de ser del principio de fuerza vinculante es —precisamente— resistir las pretensiones unilaterales de modificación, fijación o extinción de alguno de los contratantes respecto a cualesquiera de los componentes negociales cuando dichas pretensiones no se encuentren fundamentadas en algún derecho legal o cláusula contractual válida a la que subyace un justificativo proceso.

A la luz del precepto descrito, la cláusula de aceleración —al menos como regla— no podría activarse a libre y absoluto albedrío del acreedor, pues dejaría a la arbitrariedad de este último la alteración de un componente comercial tan esencial del financiamiento como es el plazo de cumplimiento del débito.

Por otro lado, semejante cláusula inopinada parecería entrar en colisión con la lógica económica típica de la aceleración, pues el remedio no se ejercerá necesariamente frente a la verificación de un evento de riesgo (real o potencial) para el acreedor.

No obstante, lo mencionado, a nuestro parecer, no puede descartarse de plano la validez de la estipulación de un derecho potestativo aceleratorio incausado. Nuestro argumento se fundamenta en la libertad contractual, en la complejidad y sofisticación de las operaciones económicas contemporáneas y en la admisión (antes que prohibición genérica) de desistimientos *ad nutum* en el sistema jurídico.

Sin perjuicio de ello, creemos que la erosión al *pacta sunt servanda* ocasionada por una aceleración *ad nutum* reclama la presencia de circunstancias que configuren un equilibrio mínimo en la posición de los contratantes (principalmente, en el deudor).

A nuestro juicio, las circunstancias que favorecerían la validez de dicho pacto serían las siguientes:

- La ajenidad de la operación a la contratación estandarizada y a las relaciones de consumo⁷¹, que incrementa el alcance de la autonomía privada de las partes.
- La concesión al deudor de un preaviso razonable a la aceleración que le permita mitigar los impactos a los que queda expuesto.
- La reliquidación del balance global a cargo del deudor con el fin de descontar el fragmento correspondiente a los intereses compensatorios no madurados y a las comisiones y gastos no incurridos por el financiador. Como se explicará, estos elementos suelen estar reflejados en las cuotas originalmente programadas en el cronograma.
- El revestimiento de la cláusula con una asignación de riesgos elementalmente equilibrada.

Sobre el último punto, en el ámbito de la contratación financiera, el equilibrio económico aludido podría estar dado por alguna de las siguientes circunstancias: (i) la existencia de una compensación contractual a cargo del acreedor que ejerce la aceleración incausada y (ii) que las partes se asignen simétricamente el riesgo/beneficio asociado al vencimiento anticipado del débito.

Desde nuestra perspectiva, la simetría elemental mencionada en el segundo punto se obtiene cuando un contrato oneroso⁷² de financiamiento (en el que

⁷¹ Cabe aclarar que la legislación nacional ha determinado que el prepago sea un derecho legal de los consumidores así como de los deudores de mutuos gratuitos.

En ese sentido, el artículo 86 del Código de Protección y Defensa del Consumidor señala lo siguiente:

«Los consumidores tienen derecho, en toda operación de crédito a plazos bajo el sistema de cuotas o similares, a efectuar el pago anticipado o prepago de los saldos, en forma total o parcial, con la consiguiente reducción de los intereses compensatorios generados al día de pago y liquidación de comisiones y gastos derivados de las cláusulas contractuales pactadas entre las partes, sin que les sean aplicables penalidades de algún tipo o cobros de naturaleza o efecto similar».

De manera complementaria, el artículo 50 del mencionado cuerpo normativo precisa en su literal e) que «son cláusulas abusivas de ineficacia absoluta» «Las que excluyan o limiten los derechos legales reconocidos a los consumidores, como el derecho a efectuar pagos anticipados o prepagos [...]».

⁷² Como se sabe, el Código Civil le concede al deudor de un mutuo gratuito el derecho de prepago. Código Civil. Artículo 1658.-

se incorporó una aceleración *ad nutum*) le asigna al deudor un derecho de prepago⁷³ incausado y sin limitaciones temporales ni económicas⁷⁴.

Y es que, en tal escenario hipotético, tanto el acreedor como el deudor quedarán inmunizados contra el riesgo de que el contrato se torne económicamente inconveniente a consecuencia de la volatilidad de las tasas de intereses en el mercado.

Nos explicamos. Quizás el principal escenario frente al cual el acreedor se verá incentivado a ejercer un poder aceleratorio *ad nutum*⁷⁵ se presenta cuando el financiamiento se torna comercialmente inconveniente. En los préstamos a largo plazo, ello ocurrirá si —de manera sobreviniente— las tasas de interés en el mercado se incrementen al punto de llegar a superar aquellas inicialmente convenidas. En tal hipótesis, el financiador se verá incentivado a buscar la forma de limpiar su portafolio de tasas de interés desactualizadas. Para tal efecto, buscará renegociar la tasa con el deudor (con el fin de equipararla a aquellas vigentes en el mercado).

Si el financiador cuenta con una cláusula de aceleración *ad nutum* válida, tendrá el poder de precipitar el cobro global de la deuda. Las lecciones aprendidas de la *Garn-St Germain Act*, nos permiten advertir que el mencionado derecho potestativo será determinante para la actualización del portafolio crediticio del inversionista institucional. Y es que, en tal escenario, el financiador podría ofrecer a sus deudores no ejercer la aceleración a cambio de que aquellos acepten un incremento porcentual de la tasa de interés. En caso algún deudor rechace dicha variación de términos comerciales, el financiador podría precipitar el cronograma, recuperar su capital y luego

«Si se conviene que el mutuuario no abone intereses u otra contraprestación al mutuante, aquel puede efectuar el pago antes del plazo estipulado».

⁷³ Se trata de un derecho potestativo inopinado, favorable al deudor, dirigido a adelantar el cronograma de retorno de un financiamiento, esto es, a favorecer la ejecutabilidad de la prestación.

⁷⁴ Como contrapartida, en la práctica se verifica que el prepago cuenta con por lo menos dos interferencias: la obligación de pagar cargos o comisiones, la necesidad del transcurso de un tiempo específico antes de su ejercicio y el costo (en consumo de tiempo) constituido por el proceso de refinanciación del consumidor, aun cuando sea en ventaja suya (Cohen, 1975, p. 1126).

⁷⁵ Ahora bien, es cierto que el acreedor también podría ejercer dicha cláusula en caso se materialice un evento puramente subjetivo (esto es, que se ubique en el plano de los motivos) que determine que aquel desconfie en la solidez financiera de su deudor. Sin embargo, aun en este caso el sujeto activo de la aceleración tendrá que afrontar el límite de la buena fe objetiva que impone no ejercer derechos de forma disfuncional.

vincularse con un tercero que se comprometa a abonarle una tasa de interés vigente.

En cualquiera de los escenarios mencionados en el párrafo anterior se producirá un impacto negativo en el deudor, pues (i) si la renegociación es exitosa, este último deberá soportar condiciones comerciales menos convenientes o (ii) si el acreedor declara vencida anticipadamente la deuda, el deudor se verá despojado de los fondos requeridos y solo podrá re-obtenerlos de otro financiador con condiciones comerciales menos favorables⁷⁶ (como sería el aceptar una nueva tasa de intereses vigentes y asumir los costos asociados a un nuevo contrato).

Pero imagínese por un momento una situación de volatilidad de precios con resultados opuestos a los descritos: las tasas de interés en el mercado se tornan inferiores respecto a las tarifas fijadas inicialmente en un préstamo. En tal hipótesis, con toda probabilidad, será el deudor quien (i) impulse la renegociación de la tasa (para reducir su porcentaje) o, en caso ello sea inviable, (ii) el deudor anticipará la devolución del débito mediante el acceso a un préstamo menos oneroso.

Si en el último de los escenarios planteados el deudor ha estipulado y ejerce un prepago incausado y libre de limitaciones, se encontrará en posición de lograr los dos fines mencionados anteriormente (impulsar la renegociación del financiamiento para reducir la tasa o provocar su vencimiento anticipado tras obtener crédito con una tasa inferior de un tercero).

En tal escenario, el ejercicio del prepago repercutirá negativamente en el financiador original, pues (en caso de renegociación) terminará reduciendo su tasa de interés compensatorio o (en caso en caso de prepago) lo obligará a recolocar su inversión en tomadores de crédito que le proporcionarán una ganancia menor, a tono con las bajas tasas de interés vigentes.

En síntesis, es posible afirmar que el derecho de aceleración incausado del acreedor tiene como polo opuesto —simétrico— el derecho de prepago incondicional del deudor.

Si los contratantes se asignan contractualmente derechos de prepago y aceleración *ad nutum* ambas quedarán inmunes contra el riesgo de

⁷⁶ Frente a la introducción de una cláusula de esta naturaleza, la reacción esperable del deudor sería cuantificar el riesgo de aceleración inopinada asumido y reflejarlo en el precio.

volatilidad de las tasas de interés acordadas. A mayor detalle, cualquiera de los contratantes podrá (i) renegociar el contrato a su conveniencia o, en caso la tratativa no prospere, (ii) adelantar la ejecución del débito y dirigirse hacia un tercer agente económico que le brindará condiciones comerciales más favorables.

En tal escenario, el riesgo-beneficio asociado a la fluctuación de tarifas de crédito en el mercado estaría siendo asignado de manera simétrica.

El impacto en el contrato de financiamiento generado por la activación de la cláusula de aceleración o de la cláusula de prepago, puede ser resumido en la siguiente tabla:

	Fluctuación de tasa de interés en el mercado tras celebración de financiamiento con prepago y aceleración <i>ad nutum</i>	
	Escenario 1: Incremento de las tasas de interés	Escenario 2: Reducción de las tasas de interés
Acreedor	Impacto positivo (asociado a cláusula de aceleración)	Impacto negativo (asociado a cláusula de prepago)
	Incremento de tasa de interés acordada (mediante renegociación)	Reducción de tasa de interés acordada (mediante renegociación)
	Recuperación del monto del préstamo del deudor y vinculación con tercero para mejorar rendimiento de capital (en caso renegociación fracase)	Restitución por el deudor de capital sin rendimiento esperado y necesidad de recolocación en terceros bajo condiciones comerciales menos convenientes (en caso renegociación fracase)

	Fluctuación de tasa de interés en el mercado tras celebración de financiamiento con prepago y aceleración <i>ad nutum</i>	
	Escenario 1: Incremento de las tasas de interés	Escenario 2: Reducción de las tasas de interés
Deudor	Impacto negativo (asociado a cláusula de aceleración)	Impacto positivo (asociado a cláusula de prepago)
	Incremento de tasa de interés acordada (mediante renegociación)	Reducción de tasa de interés acordada (mediante renegociación)
	Pérdida de disposición de capital y necesidad de obtenerlo de tercer financiador bajo condiciones comerciales más onerosas (en caso renegociación fracase)	Obtención de crédito a menor costo de tercer financista y pago monto del préstamo al primer acreedor (en caso renegociación fracase)

En síntesis, una asignación de riesgos simétrica por la cual el acreedor compartirá con el deudor el riesgo-beneficio de la fluctuación del valor del interés implicaría que su derecho a acelerar *ad nutum* se encuentre acompañado por un derecho de prepago incausado a favor de su contraparte⁷⁷.

Creemos que las circunstancias mencionadas deben ser tomadas en cuenta al momento de calificar si la cláusula de aceleración *ad nutum* resulta válida o no bajo el ordenamiento jurídico peruano.

5.2. Aceleración y buena fe objetiva

Una cuestión diversa a la necesidad de la previsión de un evento gatillador (cuestión vinculada primordialmente al *pacta sunt servanda*) es sostener que el derecho potestativo de acelerar —una vez surgido— debe ser ejercido de buena fe por el acreedor.

De entrada, hay que considerar que la buena fe objetiva podría impedir al financiador acelerar ante detonantes que generen impactos nimios o insignificantes en el deudor.

Así, por ejemplo, una compañía financiera podría estar impedida de precipitar el cronograma (y ejecutar la garantía) si el activo se ve afectado con una pequeña carga fiscal, originada por un tributo ya pagado por el cliente, pero aún no removida de los registros públicos. En tales escenarios, el detonante será un incumplimiento formal —meramente técnico— que no cuenta con la entidad suficiente para justificar una ejecución (Bonanno, 1972, pp. 273-274)⁷⁸.

Los alcances del mencionado tópico han sido desarrollados con mayor solvencia en un interesante estudio dedicado a la Sección 8.1 del *Restatement (Third) of Property*, anteriormente analizado. En dicho trabajo, se ha aseverado que existen dos acepciones que los tribunales americanos han asignado a la buena fe en el ejercicio del derecho de aceleración: la acepción subjetiva y aquella objetiva (Freyermuth, 1998, pp. 1035 y ss.).

⁷⁷ Contra: Sicchiero, 2006, pp. 1641 y ss.

⁷⁸ Se trata del caso *Gibraltar Finance Corp. v. Rouse*, de la jurisprudencia americana. Si bien en dicha controversia no se hizo referencia explícita a la buena fe objetiva, creemos que en nuestro sistema una mención de esta naturaleza se haría inevitable.

La primera vendría a ser la honestidad de quien ejerce un derecho creyéndose legitimado, aun cuando erróneamente. En cambio, la buena fe objetiva se erige como un parámetro asociado a las circunstancias razonables con base en las prácticas del mercado y a las expectativas legítimas de la contraparte.

Para ilustrar tales manifestaciones, el autor se vale de un interesante ejemplo: en el marco de un financiamiento, el prestatario *B* se atrasa cinco días en el cumplimiento de su obligación de entregar estados financieros auditados. Empero, en el caso concreto se acredita que dicho *default* no incrementa el riesgo de restitución a favor del financista *A*, en tanto *B* cuenta con una sólida posición patrimonial.

En la hipótesis descrita, el financiador podrá valerse de la aceleración estipulada sin violar la buena fe (subjetiva) en tanto haya confiado honestamente en que se encontraría legitimado a ejercer tal derecho con la sola verificación del evento de incumplimiento. Empero, si *A* precipita el repago por la sola verificación del incumplimiento sin impacto adverso alguno, estaría vulnerando la buena fe objetiva. Y es que el financiador habrá ejercido un derecho contractual sin una razón económica adicional que lo sostenga, vulnerando las expectativas razonables de *B*.

Según Freyermuth, la mencionada razón económica podría estar constituida por el solo incremento del riesgo de repago (lo que constituye la función típica de la cláusula). Empero, aquella también podría estar dada por cualquier interés económico genérico del acreedor, entre los cuales el autor incluye la aspiración de renegociar la tasa de interés a causa de un incremento de las tarifas en el mercado. Ahora bien, si el deudor llega a demostrar la ausencia de interés económico alguno en el financista *A*, la buena fe objetiva podría inhibir el ejercicio de la cláusula aceleratoria⁷⁹.

Del ejemplo fluye que, para un sector de la doctrina del *common law*, la buena fe objetiva puede limitar la aceleración si el acreedor pretende activarla careciendo de propósito económico alguno. Y es que en ausencia de este último componente, es probable que el acreedor esté destinando el ejercicio

⁷⁹ Sin embargo, otras opiniones destacan que el financiador se encuentra en posición de resguardarse contra el riesgo producto de la desactualización de las tasas de su portafolio mediante ciertos pactos alternativos: renovación automática con derechos de veto de la banca frente a ciertos acontecimientos, financiamientos a corto plazo o préstamos a corto plazo con opción de renovación (Bonanno, 1972, pp. 3001 y ss.; Hill, 1970, p. 230). En el mismo sentido, Cohen destaca que el enfoque restrictivo de la *due-on-sale clause* «no debe distorsionarse para proporcionar un seguro adicional contra peligros previsibles» (1975, p. 1117).

de la cláusula hacia un fin irregular, tal como sería —a manera de ejemplo— castigar a su contraparte por alguna decisión comercial inconveniente o, peor aún, lesionar dolosamente su posición patrimonial o reputacional. Desde luego, en estos últimos casos el ejercicio del derecho contractual sería contrarrestado por la buena fe objetiva.

Llegado a este punto, es pertinente analizar si en el *civil law* la buena fe también es capaz de limitar el ejercicio del derecho de acelerar que ya se encuentra a disposición del acreedor por la verificación (previa) del detonante.

De manera muy general, es posible afirmar que la buena fe objetiva determina que —como mitigación del rigor del Derecho positivo (Ferreira da Silva, 2007, p. 47)— los contratantes deben actuar según los estándares de la corrección, honestidad, razonabilidad, salvaguarda y lealtad, a tono con la naturaleza de la relación que las vincula y a las particulares circunstancias del caso. De este modo, se trata de una regla elástica o cláusula general (Breccia, 1991, p. 356)⁸⁰, que legitima al juez para evaluar a la situación cultural, económica y social de los involucrados.

Como cláusula general, la buena fe objetiva cuenta dos manifestaciones principales⁸¹: (i) es una fuente de integración del contrato y (ii) funge como medio de control de pretensiones contractuales disfuncionales de una parte frente a la otra⁸².

⁸⁰ De manera general, es posible derivar de dicha situación la necesidad de determinación judicial del contenido operativo de la regla. La integración según la buena fe del contrato se genera como resultado de una sentencia, la cual se erige como el instrumento con el cual se traduce y opera el precepto de la buena fe (Franzoni, 2013, p. 172). Más adelante, el autor (2013, pp. 195) aclara que el precedente jurisprudencial no es fuente de Derecho, a pesar de lo cual constituye «el principal elemento para orientar al intérprete en la aplicación de las normas». A su juicio, este modo de proceder no pone en jaque la certeza del Derecho (2013, p. 201).

⁸¹ Sostiene el carácter inderogable de dichas funciones: Franzoni (2013, p. 175). En el mismo sentido, hay quien considera ilícito —por contrariedad al orden público (Roppo, 2009, p. 461)— renunciar por pacto y de forma genérica a la buena fe objetiva. Sin embargo, esta posición considera posible que las partes deroguen alguna de sus manifestaciones concretas, como la necesidad de dar información o de avisar sobre circunstancias relevantes para la ejecución del contrato.

⁸² Otros autores enarbolan una tercera función, denominada correctiva (Breccia, 1991, p. 361; Neme, 2006, p. 88). Sin embargo, no ahondaremos sobre esta manifestación toda vez que resulta controvertida y, sin duda, su consideración excedería los propósitos del presente trabajo. En su segunda manifestación, se convertiría en un «criterio de valoración de la actividad desarrollada por las partes a fines de la concreta realización del contenido de las respectivas posiciones» (Natoli, 1974, pp. 4 y 5; en similar sentido, Breccia, 1991, pp. 356 y ss.).

La segunda manifestación de la buena fe objetiva «permite denegar protección jurídica a aquellas pretensiones que no obstante estar amparadas formalmente en un derecho contrariarían los postulados del principio» (Neme, 2006, p. 113). Por consiguiente, las consecuencias de la violación de la buena fe radican en la «imposibilidad de hacer valer pretensiones contractuales hacia la contraparte» (Roppo, 2009, p. 463). Como se aprecia, en el escenario descrito, el remedio resarcitorio se aplicaría solo de manera residual, cuando se excluya el remedio consistente en la inhibición de derechos y pretensiones contractuales⁸³.

En esta línea de ideas, conforme a la segunda manifestación de la cláusula general ahora evaluada, el ejercicio de derechos, poderes discrecionales y pretensiones⁸⁴ que transgreda la buena fe objetiva resultará —como regla— ineficaz.

Según creemos, resulta preferible hablar en este caso de ineficacia en el sentido lato (como sinónimo de inhibición concreta y provisional del ejercicio de derechos) antes que de renunciación a derechos o modificaciones a reglas

⁸³ A nuestro parecer, quedan englobados en la referida perspectiva las opiniones según las cuales vulnerarían la buena fe aquellos actos contrarios a los siguientes preceptos:

- el *venire contra factum proprium non valet* (Ferreira da Silva, 2007, p. 49);
- el ejercicio abusivo de derechos (Neme, 2006, pp. 107 y ss.);
- la prohibición de obtener beneficio de la propia negligencia; y
- la necesidad de protección de la confianza legítima.

Esta lectura parece consistente con la regulación que el Código Civil peruano dedica al abuso de derecho en el Título Preliminar, en tanto habilita al interesado a dirigir, además de la indemnización, «otra pretensión» e incluso «medidas cautelares apropiadas para evitar o suprimir provisionalmente el abuso».

⁸⁴ Sobre el particular, cabe aclarar que la pretensión es un concepto distinto al de derecho subjetivo (Tamayo, 2003, pp. 149 y ss.). Al respecto, Betti explica que una pretensión tiene como características esenciales su concreción, actualidad y direccionamiento contra una persona determinada, cualquiera que sea el derecho subjetivo que en esta se actúa (de obligación o real). La citada doctrina aclara que una pretensión no surge inmediatamente, con un poder, desde el momento en que se constituye la relación jurídica, sino que esta última es la fuente puramente potencial y eventual de la pretensión. Así, la pretensión se libera por primera vez del poder jurídico desde el momento en el cual el estado de hecho se torna contrario a la expectativa, en vista del comportamiento de una determinada persona, respecto de la cual el interesado esperaba su realización (Betti, 2006, pp. 20-22).

Concluye el autor que «la pretensión puede definirse como el poder concreto y actual de conseguir (y no simplemente de requerir), de una persona individualizada, una determinada prestación inmediatamente exigible. La pretensión se dirige a la voluntad de una persona (el obligado, en el sentido más lato) y cuenta con la obediencia de esta persona al imperativo jurídico concreto» (2006, p. 24).

negociales preexistentes⁸⁵. En efecto, predicar la sustitución o alteración permanente de términos pertenecientes al programa negocial sobre la base de la buena fe, y ajenas al consenso, podría resultar demasiado intrusivo para el *pacta sunt servanda*.

A nuestro parecer, la acepción de buena fe objetiva ahora analizada es aplicable al ejercicio de la aceleración en el *civil law*. Así, en primer lugar, es posible afirmar que el poder de acelerar es ejercido legítimamente no solo si persigue alguno de los intereses típicos para los que se previó, sino también si está soportado por una razón económica ajena a la imputabilidad o a la esfera de riesgo típica de quien la activa.

Por lo antes expuesto, creemos que también en el Perú es posible sustentar que la ausencia de razón económica determinará que el financiador quede inhibido de ejercer el derecho potestativo de precipitar el vencimiento del débito. Ello aun cuando el detonante de la cláusula en el ejemplo propuesto anteriormente, (falta de entrega de estados financieros auditados) formalmente se ha verificado.

Sin embargo, somos de la opinión que no es el financiador sino el deudor quien contará con la carga de acreditar la ausencia de propósito comercial en la activación de la cláusula aceleratoria. En efecto, si el prestamista se cuidó de introducir la mencionada estipulación como parte de los términos y condiciones negociales y el detonante previsto en aquellos acaeció, mal podría gravarse al acreedor el riesgo adicional de probar el impacto adverso generado a su posición patrimonial.

En otras palabras, la repercusión negativa en el acreedor debe presumirse a partir de la verificación del *trigger event* asociado a la aceleración causada. Empero, el deudor podría ofrecer prueba en contrario y contrarrestar el ejercicio de la cláusula invocando la buena fe.

Otro ejemplo de inhibición del derecho a acelerar podría presentarse ante lo que en el *common law* se conoce como *waivers*, los cuales —en una de sus acepciones— pueden ser definidos como la inaplicación de condiciones que originalmente supeditaban la exigibilidad de obligaciones o el ejercicio de derechos contractuales.

⁸⁵ En cambio, se refiere a extinción o supresión de derechos como amoldamiento del contenido normativo del vínculo: Ferreira da Silva (2007, p. 53).

Una dispensa (*waiver*) puede derivar (i) de una manifestación del titular de un derecho (en sentido amplio) o (ii) inferirse de las circunstancias.

En el ámbito materia del presente trabajo, parece claro que el acreedor puede dispensar (*waiver*) la ocurrencia del evento gatillador de la cláusula de aceleración y, con ello, inhibir para el caso concreto su derecho potestativo a acelerar el débito. Así, por ejemplo, un banco podría comunicar su decisión de no ejercer la aceleración frente a un determinado atraso de cierto cliente con quien la entidad quien tenga una línea de transacciones que le interese mantener a toda costa.

Mayor complejidad genera las dispensas (*waiver*) inferidas de las circunstancias. Estas podrían presentarse, por ejemplo, cuando el acreedor acepta pagos parciales (Gilligan, 1939, pp. 86 y 87) o —según ciertos autores— ante la mera falta de ejercicio de la aceleración por un tiempo excesivo o mayor al razonable.

En nuestro medio, las conductas del acreedor bien podrían cobrar relevancia bajo la doctrina actos propios^{86, 87}. Ahora bien, el efecto asociado a semejante doctrina no radica en la modificación permanente (y a futuro) de los términos y condiciones de un contrato (por ejemplo, mediante la eliminación de una cláusula inicialmente acordada). En cambio, el efecto de los actos propios se limita a la ineficacia del acto concreto que resulte abruptamente contradictorio a la conducta previa vinculante (y, por ende, a la buena fe objetiva).

De ello se desprende que, incluso bajo la regla de los actos propios, un contratante se encuentra habilitado para retornar a la regla contractual original derivada de los términos y condiciones del acuerdo, siempre y cuando otorgue un preaviso razonable a la contraparte.

⁸⁶ Una manifestación de la buena fe objetiva es la doctrina de los actos propios, según la cual si un individuo realiza conductas vinculantes repetitivas y capaces de generar en otro individuo confianza razonable de que tales conductas se mantendrán en el futuro, el primer individuo tiene el deber de no alterar materialmente (y de forma abrupta) su conducta previa. En otras palabras, la regla de los actos propios exige un estándar de coherencia o no contradicción, en pro de la confianza depositada por la contraparte en una conducta vinculante antecedente.

⁸⁷ Cabe precisar que para que las conductas de una parte califiquen como actos de tolerancia (en el marco de la doctrina de los actos propios) no se requiere que sean actitudes indubitables (componente requerido únicamente en las manifestaciones de voluntad tácitas, desarrolladas anteriormente), sino que basta que generen en la contraparte la confianza razonable en que semejante conducta se mantendrá en futuras ocasiones.

En síntesis, en virtud de la buena fe asociada a los actos propios, una dispensa se limita a neutralizar el derecho del acreedor a acelerar de manera abrupta o sorpresiva, pero dicha limitación puede ser removida por el acreedor para el futuro, respetando la corrección en el desenvolvimiento de los negocios (por ejemplo, manifestada en un adecuado preaviso a una decisión de acelerar el cronograma).

Así, por ejemplo, si un patrón de pagos tardíos del deudor *A* tolerados por *B* conduce al primero a creer que los atrasos pueden continuar en el futuro, *A* puede tener derecho a un aviso y advertencia antes que el acreedor hipotecario decida acelerar. Empero, *B* no habrá renunciado permanentemente al derecho a acelerar ni tampoco se habrá producido una derogación de la cláusula de vencimiento anticipado aplicable a ocasiones futuras.

Pero las transgresiones a la buena fe objetiva en el marco de financiamientos con pactos de vencimiento anticipado no son privativas del acreedor. Roszkowski ha resaltado situaciones de elusión de las cláusulas de aceleración, en sus modalidades de *due-on-sale clause* y *due-on-encumbrance clause*.

El esquema narrado por el autor es el siguiente: el financiador *A* celebra un préstamo hipotecario con el deudor *B* con una tasa de interés compensatorio anual de 10%. Entre los términos y condiciones del contrato se incorpora una *due-on-sale clause* y una *due-on-encumbrance clause*.

Tiempo después, las tasas de interés del mercado se incrementan, llegando al 13%. En atención a ello, *C* (un tercero interesado en adquirir la propiedad de *B* manteniendo la tasa de interés de 10%) desea ingresar en la posición de *B* en el contrato de préstamo y, además, adquirir la propiedad inmobiliaria de aquel.

Es previsible que, dadas las circunstancias, el financiador *A* solo esté dispuesto a dispensar a *B* por la verificación del evento gatillador (transferencia a *C* del inmueble que representa la garantía para el financista) si el deudor *B* acepta un incremento en porcentual de la tasa de interés compensatorio.

Para evitar semejante impacto comercial indeseado, *B* celebra un *contrato silencioso* con *C*. La estructura que vincula al deudor y al tercero cuenta con las siguientes características:

- En virtud de una compraventa, *B* trasladará a *C* la posesión del inmueble (que representa una garantía para el financista *A*), pero aún no la propiedad sobre aquel.
- *C* abonará periódicamente cuotas a *B*, a manera de precio de compra. Tales flujos serán empleados por *B* para amortizar —a título personal— el financiamiento pendiente con *A*.
- La propiedad de *B* se trasladará a *C* cuando termine de pagar el precio de compra. Dicho momento presupondrá que el financiador *A* haya obtenido el repago total del deudor y, por ende, ya no esté facultado para precipitar las cuotas en ejercicio de la *due-on-sale clause*.

Como se aprecia, el contrato entre *B* y *C* viene a ser una venta silenciosa (*silent sale*), destinada a no ser informada al financiador *A*, con el propósito de que este no tenga conocimiento del detonante que le daría derecho a acelerar.

Ante los hechos narrados, más allá de los denodados esfuerzos de los redactores de los contratos por impedir que el financiador se entere de la venta silenciosa⁸⁸, si *B* no informa de la operación a *A* recaerá en una segura violación del deber de buena fe (Roszkowski, 1986, pp. 38 y ss.⁸⁹).

Y es que, como parte de sus obligaciones, el deudor hipotecario «tiene un deber de informar al acreedor hipotecario de la venta o transferencia de la propiedad. Aunque no haya sido expresamente previsto en el contenido

⁸⁸ Para evitar alertar al financiador, las partes se encontrarían impedidas de inscribir en registros la operación, de brindar información sobre las pólizas de los seguros de vida, impuestos y otros pagos (Roszkowski, 1986, pp. 30 y ss.). Como es evidente, dicha situación genera una exposición para el adquirente, respecto a eventuales actos de disposición y gravamen registral por parte del vendedor.

⁸⁹ En palabras del autor: «Ejecución o cumplimiento de buena fe, según los comentarios, enfatiza la fidelidad a un propósito común acordado y la consistente con las expectativas justificadas de la contraparte» (1986, p. 38). Por ello, el acreedor hipotecario tendría el deber de revelar la *venta silenciosa*. En efecto: «El deber de revelación del acreedor hipotecario cumple con el propósito común de la *due-on-sale provision* y con las justificadas expectativas del acreedor hipotecario. El propósito de una *due-on-sale clause* es permitir la aceleración del balance de un financiamiento hipotecario ante la venta o transferencia de la propiedad.

El siguiente paso lógico a este propósito debe ser el deber de revelar la venta o transferencia—sin revelación la cláusula es inútil—. «El acreedor hipotecario que contrata una *due-on-sale clause* en un instrumento de financiamiento hipotecario se justifica en esperar que será notificado de una afectación de la propiedad. Es absurdo afirmar que un acreedor hipotecario deba también ser un detective en sus transacciones de préstamo con un deber de descubrir afectaciones secretas» (Roszkowski, 1986, p. 40).

de muchas de las *due-on-sale clauses*, el lenguaje de la cláusula contempla semejante revelación» (Roszkowski, 1986, pp. 38 y 39). La omisión de ello constituye un cumplimiento de mala fe y, por ende, un incumplimiento contractual.

A manera de síntesis del presente apartado, es posible afirmar que la buena fe objetiva podría llegar a inhibir el ejercicio del derecho potestativo aceleratorio del acreedor. En particular, ello podrá ocurrir cuando el acreedor carezca de una razón económica en el ejercicio del derecho o cuando haya dispensado (*waived*) el evento gatillador de la precipitación del cronograma. En tales hipótesis, no concurrirá una renuncia ni una modificación del contrato de financiamiento, sino solo una dispensa temporal y removible del ejercicio de una potestad negocial.

De manera opuesta, podría darse que sea el deudor quien, mediante actos jurídicos silenciosos, omita de mala fe informar al acreedor la verificación del detonante de la aceleración. En tales casos, el acreedor tendrá a su disposición los remedios asignados frente al incumplimiento contractual.

6. REGULACIÓN DE LA ACELERACIÓN EN EL ORDENAMIENTO JURÍDICO PERUANO

6.1. Regulación de la aceleración en el Código Civil peruano

En primer lugar, el artículo 181 del Código Civil (que integra la regulación de las «Modalidades del Acto Jurídico»⁹⁰) establece ciertas causales de vencimiento anticipado (esto es, aceleración) del plazo de cumplimiento a favor del acreedor:

Código Civil. Artículo 181.- El deudor pierde el derecho a utilizar el plazo:

⁹⁰ El citado dispositivo ha sido visiblemente influenciado por la redacción del artículo 1129 del Código Civil español, el cual forma parte del *corpus* de las obligaciones y no así de su principal fuente (el contrato):

Código Civil español. Artículo 1129.-

«Perderá el deudor todo derecho a utilizar el plazo:

- Cuando, después de contraída la obligación, resulte insolvente, salvo que garantice la deuda.
- Cuando no otorgue al acreedor las garantías a que estuviese comprometido.
- Cuando por actos propios hubiese disminuido aquellas garantías después de establecidas, y cuando por caso fortuito desaparecieran, a menos que sean inmediatamente sustituidas por otras nuevas e igualmente seguras».

1. Cuando resulta insolvente después de contraída la obligación, salvo que garantice la deuda.

Se presume la insolvencia del deudor si dentro de los quince días de su emplazamiento judicial, no garantiza la deuda o no señala bienes libres de gravamen por valor suficiente para el cumplimiento de su prestación.

2. Cuando no otorgue al acreedor las garantías a que se hubiese comprometido.

3. Cuando las garantías disminuyeren por acto propio del deudor, o desaparecieren por causa no imputable a este, a menos que sean inmediatamente sustituidas por otras equivalentes, a satisfacción del acreedor.

[...]

La revisión del dispositivo arroja que la insolvencia del deudor, el no otorgamiento de las garantías a las que aquel se comprometió o la disminución o pérdida imputable de garantías, constituyen detonantes que precipitan la exigibilidad del cumplimiento. De este modo, se trata de un supuesto de aceleración causada.

Al respecto, Lohmann asevera que el artículo 181 parte de la premisa que el plazo se ha establecido a favor del deudor, razón por la cual no le está permitido al acreedor solicitar el cumplimiento anticipado de la obligación hasta que no llegue la fecha convenida. Empero, de manera excepcional,

la ley releva al acreedor de su obligación de no pedir y le permite reclamar el pago anticipado cuando existen razones que hagan suponer válidamente que el patrimonio del deudor, que es el que respalda su crédito, sufre desmedro o el deudor no posee el respaldo patrimonial, propio o ajeno, con el cual el acreedor contaba (Lohmann, 1994, p. 341).

Nótese que el factor común a todos los casos contemplados en el artículo ahora revisado no se encuentra dado por la presencia de una lesión actual del interés creditorio, sino el peligro de lesión de este último. La asignación del remedio aceleratorio para acreedor en tales hipótesis determina que no resulte merecedor de protección el interés del deudor en atender el vencimiento del término (Bianca, 1990, p. 223).

Respecto a la modalidad de aceleración regulada, Lohmann opina que el artículo 181 contiene un derecho que debe ser invocado por el acreedor. De esta manera, el deudor no incurriría en falta si no hubiese sido intimado al

inmediato pago. Se trataría entonces de un «derecho de vencimiento antelado» que la ley asigna a favor del acreedor (1994, p. 342)⁹¹.

Por su parte, León Barandiarán-Hart describe al efecto aceleratorio en los siguientes términos:

El transcurso del tiempo que tendría que esperar el acreedor para exigir el cumplimiento de la obligación a su favor, y que el deudor podría esgrimir como «defensa» para no cumplir con ella, desaparece ante la verificación de tales supuestos. Cuando cualquiera de ellos se produce, el plazo vence y la obligación se hace inmediatamente exigible, transformándose en un sine die. Empero este vencimiento no opera ipso iure, sino que requiere la voluntad del acreedor (2007, p. 585).

En nuestra opinión, por más que parezca comercialmente razonable, resulta dudoso que el artículo 181 haya consagrado una aceleración de tipo electivo, es decir, una que requiera la manifestación de voluntad del acreedor para la producción de la consecuencia jurídica asociada.

Y ello no solo porque la declaración del sujeto activo no forma parte del supuesto de hecho de la norma, sino principalmente porque el precepto enlaza directa y automáticamente el efecto aceleratorio a la verificación de los eventos gatilladores previstos. En otras palabras, el vencimiento anticipado normado se caracteriza por ser *ipso iure*, tal como ocurre con las condiciones, y no depende de los actos del acreedor.

En la misma línea, con ocasión al artículo 1186 del Código Civil italiano⁹² (equivalente a nuestro artículo 181), Bianca considera que la norma hace que el crédito sea inmediatamente exigible ante la ocurrencia de los detonantes previstos⁹³.

⁹¹ Sobre este punto, Espinoza ha aseverado que el ejercicio de la aceleración se lleva a cabo a través de una carga, entendida como una situación jurídica dependiente de un derecho, destinada a obtener un resultado favorable. Según el autor, «si el acreedor no cumple con la carga de intimación, no obtendrá el resultado favorable de la caducidad del plazo en su beneficio» (2010, p. 297).

⁹² Código Civil italiano. Artículo 1186. Caducidad del término.-

«Cuando el término ha sido establecido a favor del deudor, el acreedor puede exigir inmediatamente la prestación si el deudor ha devenido en insolvente o ha disminuido, por hecho propio, las garantías dadas o no ha dado las garantías que había prometido».

⁹³ Empero, el deudor se encontraría obligado a ejecutar la prestación solo después del requerimiento de cumplimiento por parte del acreedor, el cual se identificaría con la constitución en mora (1990, p. 222).

En segundo lugar, el artículo 1323 del Código Civil (integrante de la disciplina de la «Inejecución de Obligaciones» constituye otro dispositivo relevante para el análisis del remedio legal objeto de las presentes líneas. El dispositivo dispone lo siguiente:

Código Civil. Artículo 1323.-

Quando el pago deba efectuarse en cuotas periódicas, el incumplimiento de tres cuotas, sucesivas o no, concede al acreedor el derecho de exigir al deudor el inmediato pago del saldo, dándose por vencidas las cuotas que estuviesen pendientes, salvo pacto en contrario⁹⁴.

Cierta opinión considera que el artículo reproducido regula la caducidad del plazo, la cual consistiría en «la pérdida que sufre el deudor de utilizar el plazo concedido a su favor, por las causales establecidas en dicha disposición». Agrega este parecer que el soporte teórico de esta disposición es la protección del derecho de crédito pues:

si la ley permitiera que el deudor que incumple aprovechase todos los plazos de cada una de las armadas o cuotas periódicas, el acreedor no podría sino exigir una a una conforme se vayan venciendo no obstante que el deudor, amparado en los plazos no vencidos, ya ha dado signos suficientes de incumplimiento desde el comienzo o durante la ejecución de la obligación (Muro, 2007, p. 689).

Por nuestra parte, como ya hemos mencionado, creemos que solo resultaría viable hablar de pérdida de beneficio del plazo para el deudor —como efecto del artículo 1323— en tanto dicho efecto sea equiparado a vencimiento anticipado del débito.

De otro lado, notamos que, a diferencia de los supuestos contenidos en el artículo 181, el artículo 1323 consagra como evento gatillador de aceleración una lesión genuina y actual al interés creditorio, producto del atraso del

⁹⁴ Es preciso puntualizar el artículo 1323 del Código Civil halla su antecedente normativo en el artículo 1819 del Código Civil italiano, norma que integra la regulación del contrato de mutuo en dicho modelo legislativo:

Artículo 1819. Restitución en cuotas.-

«Si se estipuló la restitución en cuotas de las cosas mutuadas y el mutuuario no cumple con la obligación de pagar aunque sea una solas de dichas cuotas, el mutuante puede solicitar, según las circunstancias, la inmediata restitución del íntegro del capital».

En nuestro medio, hay quien reconocido en dicha norma un supuesto de «rescisión o resolución del contrato de mutuo» (Castañeda, 1976, p. 36). Empero, en las líneas anteriores esta opinión había reconocido la institución de la «caducidad» y del «vencimiento del plazo».

deudor respecto a la obligación de pago de una obligación fragmentada en armadas. Se aprecia entonces un detonante específico para el surgimiento del poder de precipitar el cobro.

No resulta sencillo esclarecer si la aceleración regulada en el artículo 1323 obedece a un modelo de aceleración automática (como creemos ocurre en el artículo 181) o electiva.

Al respecto, la Exposición de Motivos del Código Civil sostiene que, de acuerdo a lo regulado en el precepto, la falta de pago dará lugar al vencimiento automático de las demás cuotas, cuya cancelación podrá exigir el acreedor (Cárdenas, 2015, p. 561).

En esta línea, la Segunda Sala Civil de la Corte Superior de Justicia de Lima⁹⁵ ha considerado que la eficacia del artículo 1323 no hace necesario «un acto jurídico receptivo emitido por el acreedor (y recibido por el deudor, valga la redundancia)», sino que —por el contrario— la mutación aceleratoria se daría por ministerio de la ley.

La Exposición de Motivos y la Sala Civil de la Corte Suprema parecen avalar un efecto aceleratorio automático aparejado al incumplimiento tipificado del deudor.

Discrepamos respetuosamente de semejante tendencia. Consideramos que, ante la duda interpretativa⁹⁶, parece conveniente asignarle a la norma una lectura compatible (i) con la operativa de los remedios contractuales típicos disciplinados en el Código Civil y que se articulan como derechos potestativos (tales como la resolución o el cobro de penalidades) y (ii) con su lógica preponderante en la praxis transaccional.

Ambos escenarios nos llevan a optar por el modelo electivo de aceleración. Bajo esta perspectiva, el acreedor tendrá a su disposición un derecho (potestativo) enlazado a la mutación jurídica consistente en producir el vencimiento de las cuotas pendientes. En un momento lógicamente posterior, aunque aparejado con el ejercicio del referido derecho, el acreedor efectuará un requerimiento de pago del balance global.

⁹⁵ En la Resolución derivada del Expediente 14725-2015-0.

⁹⁶ Se trata de una situación distinta a la disciplinada en el artículo 181 del Código Civil, donde resulta clara la alusión al efecto automático.

Ahora bien, con el fin de evitar incertezas, quizás hubiese sido preferible que la norma sea clara al determinar que el contenido del derecho potestativo del acreedor radica, primero, en producir el vencimiento antelado del débito y, segundo, en canalizar el ejercicio de la pretensión de cumplimiento forzado respecto del balance global.

Por otra parte, el artículo 1323 resulta perfectible en tanto la gravedad del detonante en aquel contenido (atraso en tres cuotas) quedaría relativizada en financiamientos de largo plazo en los que el débito se fragmenta en una multiplicidad significativa de cuotas. Con ello en mente, quizás lo más conveniente hubiese sido definir al *trigger event* aceleratorio típico como un porcentaje respecto de la deuda global.

Finalmente, autores como Barchi han considerado —acertadamente, a nuestro parecer— que el artículo 1323 es expresión de un remedio distinto al resolutorio (2015, p. 224). Pero sobre el particular nos explayaremos en el último apartado del presente trabajo.

En tercer lugar, la aceleración integra el contenido del artículo 1561 del Código Civil (relativo a las «Obligaciones del Comprador» en el marco de la compraventa), el cual cuenta con la siguiente redacción

Código Civil. Artículo 1561.-

Quando el precio debe pagarse por armadas en diversos plazos, si el comprador deja de pagar tres de ellas, sucesivas o no, el vendedor puede pedir la resolución del contrato o exigir al deudor el inmediato pago del saldo, dándose por vencidas las cuotas que estuvieren pendientes.
[Énfasis agregado]

Al respecto, un sector de la doctrina nacional señala que el impacto de la citada norma radica en «otorgar un beneficio adicional al vendedor que se viese afectado por un eventual incumplimiento del comprador en el pago de tres cuotas del precio, sean estas sucesivas o no: la opción entre resolver el contrato [...] y —aquí el beneficio adicional— exigir al deudor el inmediato pago del saldo» (Castillo, 2010, p. 380).

De manera sintomática, el autor precisa que la segunda de las alternativas referidas a favor del vendedor ya se encontraba contenida en el artículo 1323, el cual —como vimos anteriormente— se ocupa nada menos que del remedio de la aceleración (Castillo, 2010, p. 380).

En suma, si un vendedor es acreedor de un precio compuesto por múltiples cuotas aún no vencidas, el remedio de la aceleración le permitirá, una vez producido el evento gatillador, precipitar el vencimiento de las armas remanentes y exigir el pago del saldo global.

En tal supuesto, el precio íntegro (al que el vendedor tiene derecho) se compone de la parte ya percibida por el vendedor al tiempo de ejercer la aceleración como del saldo, de aquella vencida pero aún no cobrada, y de aquel fragmento cuyo vencimiento se anticipó precisamente mediante la invocación del segundo remedio previsto en el artículo 1561.

Respecto al análisis sobre la necesidad de un detonante, su relevancia y el modelo de aceleración (electivo o automático) consagrado en el artículo 1561, resultan aplicables las reflexiones por nosotros efectuadas con ocasión al artículo 1323.

Quizás el principal aporte del artículo 1561 del Código Civil radique en ubicar como categorías distintas —y antagónicas— a la resolución y a la aceleración, dicotomía a la que tendremos oportunidad de referirnos con mayor detalle hacia el final de este trabajo.

Culminando con el análisis de la normativa del Código Civil, cabe referirnos brevemente a la regulación del poder aceleratorio en otro contrato típico: la fianza.

Código Civil. Artículo 1877.-

Cuando el fiador ha devenido insolvente, el deudor debe reemplazarlo por otro que reúna los requisitos establecidos en el Artículo 1876°.

Si el deudor no puede dar otro fiador o no ofrece otra garantía idónea, el acreedor tiene derecho a exigir el cumplimiento inmediato de la obligación.

La Exposición de Motivos del Código civil ilustra la norma con la ayuda del siguiente ejemplo:

[...] si *A* es deudor de *B* y *C* es su fiador, la insolvencia de este último obliga a *A* a obtener su reemplazo por otro. [...] si *A* no obtiene la anuencia de un nuevo fiador, podrá —con la autorización de *B*— prestar otras garantías equivalentes o, en su defecto, *B* tendrá derecho a exigir el cumplimiento inmediato de la obligación. Es claro que el derecho del acreedor surge del hecho que, al no encontrarse garantizado su crédito tal

como originariamente se ha convenido, han variado sustancialmente las circunstancias bajo las cuales se contrajo la obligación, y es lógico que al suceder esto se le permita exigir el cumplimiento inmediato (Cárdenas, 2015, p. 660).

Concordamos con el comentario desarrollado, en tanto describe adecuadamente la dinámica típica del vencimiento anticipado y su evidente asociación a la pretensión de cumplimiento.

De otra parte, se tiene que la redacción de la norma no hace sino confirmar la tendencia acogida por el legislador hacia la necesidad de una justa causa para el vencimiento anticipado. Y es que también bajo el artículo 1877 la aceleración se activa frente a un evento de riesgo para el acreedor (insolvencia del garante personal) y no de manera inopinada.

En cuanto al detonante de la aceleración consagrada en el artículo 1877, se ha precisado que aquel no puede ser dissociado del artículo 1876, con el cual constituye una unidad formal. En ese sentido, el deudor principal solo debería asumir el riesgo de insolvencia —entendida como la anticipación de la incapacidad de pago— de aquellos fiadores que él mismo presentó al acreedor⁹⁷. Por consiguiente, como regla, el remedio jurídico previsto en el dispositivo analizado no podría ser invocado por el acreedor ante la insolvencia del fiador introducido por aquel acreedor sin la anuencia del deudor (Ortega, 2007, p. 436).

Nótese que una interpretación literal del artículo 1877 deriva en que el efecto aceleratorio se configura automáticamente, esto es, por el hecho jurídico consistente en la insolvencia del fiador (detonante). Y es que, aparentemente, el legislador ha querido que el único poder que dependa de la elección del acreedor sea la pretensión de cumplimiento forzado del balance (la cual que presupone la precipitación del débito). Luego, el artículo bajo comentario no acoge una aceleración de tipo electivo.

El análisis global efectuado en sobre las normas del Código Civil dedicadas al fenómeno materia de análisis en el presente artículo arroja ciertas conclusiones de interés.

⁹⁷ Ello, desde luego, salvo supuestos excepcionales de asunción voluntaria del riesgo en ejercicio de la libertad contractual.

En primer lugar, a pesar de que la cláusula de aceleración es desconocida por el Código Civil, el efecto aceleratorio se encuentra regulado de manera fragmentaria por dicho cuerpo normativo.

De otro lado, en ninguno de los supuestos reconocidos positivamente se prescinde de un evento gatillador objetivo para su activación. En otras palabras, el legislador de 1984 no parece haber concebido el surgimiento del derecho potestativo aceleratorio sin detonante, sino ante una causal que —según la valoración del legislador— lesiona o pone el peligro de lesión el cobro del acreedor. Se trata de un modelo de aceleración causada.

Finalmente, en ciertas ocasiones (artículo 181 y 1877) el efecto aceleratorio se produce automáticamente, ante la verificación del detonante. Mientras que en otras (artículos 1323 y 1561), depende de la manifestación de voluntad del acreedor. Dicho en otros términos, el legislador peruano no ha acogido universalmente ni el modelo automático ni el modelo electivo para el vencimiento anticipado.

Por otra parte, el análisis llevado a cabo nos permite sostener que la excepción de caducidad de plazo (artículo 1427 del Código Civil), no contiene un remedio aceleratorio en su configuración típica.

Código Civil. Artículo 1427.-

Si después de concluido un contrato con prestaciones recíprocas sobreviniese el riesgo de que la parte que debe cumplir en segundo lugar no pueda hacerlo, la que debe efectuar la prestación en primer lugar puede suspender su ejecución, hasta que aquella satisfaga la que le concierne o garantice su cumplimiento.

Como se advierte, en virtud del mencionado remedio sinalagmático, el acreedor contractual (parte que debe cumplir en primer lugar) cuenta con el derecho potestativo de suspender las obligaciones a su cargo. Este poder, que constituye el baricentro del remedio jurídico ahora revisado, resulta distinto al derecho de precipitar el cumplimiento de la contraparte, característico de la aceleración.

Solo si el contratante que debe cumplir en primer lugar ejerce regularmente su poder de suspensión, la contraparte (contratante que debe cumplir en segundo lugar) podrá decidir entre las tres siguientes opciones: (i) la

inercia, (ii) ofrecer una garantía idónea de cumplimiento; o, (iii) anticipar el cumplimiento de la obligación a su cargo.

En el primero y en el segundo caso no se activa ningún remedio asociado a la exigibilidad anticipada. Única y exclusivamente en la tercera de las hipótesis identificadas, la elección del deudor provocará la caducidad del plazo al que tenía derecho y, coetáneamente, el anticipo de su cumplimiento.

Lo mencionado, valga la redundancia, se verificará por iniciativa del propio deudor y no del acreedor. Por ende, antes que el procedimiento estándar de aceleración –impulsado por el acreedor–, este remedio se refiere al anticipo en la ejecutabilidad de la prestación.

De este modo, consideramos que la operativa de la excepción de caducidad de plazo, si bien regula alternativamente una hipótesis de caducidad, no se condice con los rasgos típicos esenciales de la institución que nos convoca.

6.2. Regulación de la aceleración en la Ley de Hipoteca Inversa y su Reglamento

El 7 de marzo de 2018 se promulgó la Ley 30741, ley que regula la hipoteca inversa (en adelante, la Ley). Por su parte, en setiembre de 2018 fue publicado su reglamento, mediante decreto supremo 202-2018-EF (en adelante, el «Reglamento»), cuya publicación trajo aparejada la vigencia de la Ley⁹⁸.

Si bien escapa a los propósitos de las presentes líneas analizar semejantes dispositivos normativos, sí parece importante señalar que las referidas normas regulan supletoriamente en el remedio de la aceleración en su ámbito propio de actuación: los contratos de financiamiento.

A mayor detalle, la Ley dictamina lo siguiente:

Ley 30741. Artículo 6. Vencimiento anticipado del contrato

En caso de que el inmueble objeto de una operación de hipoteca inversa fuese enajenado antes de que el reembolso del crédito sea exigible, la entidad autorizada acreedora podrá declarar el vencimiento anticipado

⁹⁸ Ley 30741. Cuarta Disposición Complementaria Modificatoria. Vigencia.-

«La presente ley entra en vigencia a partir del día siguiente de la publicación de su reglamento, con excepción de la primera disposición complementaria final, que entra en vigencia el día siguiente de su publicación».

del contrato, exigir lo adeudado y ordenar la ejecución de la hipoteca, salvo que, a su satisfacción, se sustituya la garantía.

De igual modo, el arrendamiento, comodato, o la constitución de cargas o gravámenes sobre el inmueble objeto de una operación de hipoteca, inversa, sin el previo consentimiento de la entidad autorizada acreedora, faculta a esta para declarar el vencimiento anticipado del contrato, exigir lo adeudado y ordenar la ejecución de la hipoteca. [Énfasis agregado].

Por un lado, se aprecia que la Ley disciplina supletoriamente la *due-on-sale clause* y la *due-on-encumbrance clause*, las cuales ya fueron analizadas en el numeral 2.1 del presente trabajo.

Para nuestro legislador, los rasgos esenciales de tales pactos son: (i) que se constituyen como un derecho potestativo a favor de la Entidad Autorizada (modelo electivo y no automático), (ii) que le permiten a esta última anticipar el vencimiento del cronograma de cuotas, exigir lo adeudado e iniciar la ejecución de la garantía hipotecaria, (iii) y que se activan ante eventos gatilladores específicos (modelo causado)⁹⁹.

Ahora bien, la Ley parece describir mejor que el Código Civil la secuencia subyacente al procedimiento aceleratorio, contemplando los siguientes hitos lógicamente sucesivos (aunque cronológicamente coetáneos): (i) declaración del vencimiento anticipado por el financiador, (ii) actuación de la pretensión de cumplimiento y (iii) finalmente, ejecución de la garantía hipotecaria asociada.

Sin embargo, la Ley yerra al asociar el efecto de vencimiento anticipado al contrato, como si fuese aquel acto el que se tornase ineficaz. En realidad, como se desarrolla en el apartado 3.1, el impacto de la aceleración recae sobre la prestación fragmentada del deudor, cuya exigibilidad precipita¹⁰⁰. Luego, la relación contractual no se extingue ni termina por el ejercicio del derecho potestativo regulado en el artículo 6 de la Ley, sino que los efectos negociales perviven —aunque con un cronograma precipitado— con el propósito de soportar la pretensión de cumplimiento y, finalmente, la ejecución de la garantía hipotecaria por el financiador.

⁹⁹ A pesar de la ausencia de mención expresa, es indispensable considerar que la buena fe objetiva es un límite normativo al ejercicio del derecho potestativo de acelerar. Sobre el particular, hubiese sido deseable un pronunciamiento del legislador sobre aquellos aspectos que puede y que no puede renegociar la banca una vez disponga del derecho a acelerar.

¹⁰⁰ En nuestro medio, ello también ha sido resaltado por Cajacuri, P., 2018, p. 67.

El problema advertido no es uno menor pues, a la postre, genera enorme confusión entre dos fenómenos opuestos: la resolución (terminación del contrato) y la aceleración (vencimiento del plazo de la prestación).

El yerro terminológico extiende al Reglamento:

Decreto supremo 02-2018-EF. Artículo 9. Vencimiento anticipado del Contrato

Son causales de vencimiento anticipado del Contrato por parte de la Entidad Autorizada y la habilita a exigir lo adeudado y ordenar la ejecución de la hipoteca, a su sola decisión comunicada al Cliente, las siguientes situaciones:

1. La enajenación del Inmueble objeto de la hipoteca inversa antes de que el reembolso del crédito sea exigible, salvo que, a satisfacción de la Entidad Autorizada, se sustituya la garantía o esta lo haya autorizado.
2. La entrega de posesión, el arrendamiento, usufructo, comodato o la constitución de derechos de superficie, fideicomisos y cualquier otra carga y/o gravámenes sobre el Inmueble objeto de la hipoteca inversa, sin el previo consentimiento de la Entidad Autorizada.
3. La interposición de un embargo sobre el Inmueble objeto de la hipoteca inversa.
4. Si se incumple con lo establecido en el numeral 6.1 del artículo 6 del presente Reglamento y la Entidad Autorizada ha avisado a los Titulares y/o Beneficiarios del requerimiento de subsanar la falta y estos no lo subsanen. Los avisos para esta subsanación se deben realizar con una diferencia de treinta (30) días calendario para cada uno de los casos dispuestos en el referido numeral. [Énfasis agregado].

Ahora bien, la norma revisada parece distinguir entre aceleración y resolución de la hipoteca inversa. En efecto, según la ley, la resolución es un poder de titularidad del deudor (cliente) contra aquellas Entidades financieras que incumplan con efectuar los desembolsos comprometidos por ciertos períodos (sucesivos o no)¹⁰¹:

Ley 30741. Artículo 7. Resolución de la hipoteca inversa

¹⁰¹ La razonabilidad del vencimiento anticipado (antes que la de la resolución) en este ámbito se corrobora si se aprecia la asociación normativa de aquel remedio a la ejecución de la hipoteca inversa. Como hemos visto a lo largo del presente trabajo, aquel remedio se encuentra primordialmente vinculado a la pretensión de cumplimiento del balance del financiamiento.

En el caso de que la entidad autorizada acreedora no cumpla con los desembolsos comprometidos por dos períodos sucesivos o tres en un lapso que comprenda doce períodos, el titular o titulares de la hipoteca inversa podrán invocar la resolución automática del contrato y requerir el pago de la penalidad que pudiere corresponder. El monto reembolsable del crédito, incluyendo sus intereses, será calculado a la fecha en que se produjo el hecho que dio lugar a la resolución del contrato.

[...]

Sin embargo, la aparente claridad del legislador palidece al indicar en el Reglamento que ciertos incumplimientos del cliente (esto es, el deudor) son causales de resolución del contrato de hipoteca inversa, cuando con toda probabilidad se quiso aludir a la aceleración:

Decreto supremo 202-2018-EF. Artículo 6. Responsabilidades sobre el Inmueble

6.1. Es responsabilidad del Cliente:

Conservar el Inmueble en buen estado hasta su fallecimiento. Si el Cliente fallece esta responsabilidad recae en el Beneficiario o Beneficiarios declarados en el Contrato.

Contratar un seguro contra todo tipo de riesgo con respecto al Inmueble objeto de la hipoteca hasta la cancelación del crédito.

Pagar los tributos asociados a la propiedad o posesión del Inmueble.

Asumir los gastos que genere la constitución, liberación, ejecución durante la vigencia del Contrato.

6.2. Es responsabilidad de las partes:

Pactar las condiciones bajo las cuales la Entidad Autorizada concede su autorización para la enajenación, arrendamiento y/o constitución de cargas y gravámenes sobre dicho Inmueble, siendo válido que se prohíba dichos actos. Los actos que se realicen sin observar estas condiciones o con inobservancia de la prohibición, no surte ningún efecto, ni afecta la hipoteca inversa.

Acordar como domicilio válido para efectos de notificación de la Entidad Autorizada, la dirección del Inmueble otorgado en hipoteca inversa. En caso de alquiler o enajenación del Inmueble, previamente autorizada por la Entidad Autorizada, se debe informar a esta el nuevo domicilio del Cliente, para los fines de las notificaciones. En caso contrario, son plenamente válidas las notificaciones que se sigan dirigiendo al Inmueble.

6.3. Las responsabilidades y pactos acordados señalados en los numerales precedentes de este artículo deben estar establecidas en el Contrato. El

incumplimiento por parte del Cliente de estas disposiciones, constituye causal de resolución del Contrato, con facultad de ejecutar la hipoteca inversa; aun cuando el cliente y beneficiarios designados no hubieran fallecido [Énfasis agregado].

El artículo 6 del Reglamento introduce ciertos eventos de incumplimiento del deudor del financiamiento capaces de repercutir negativamente en la esfera de la Entidad. Como consecuencia, conforme al artículo 9.4 del Reglamento (que se remite al artículo 6.1), el acreedor debería encontrarse legitimado a declarar el vencimiento anticipado. Sin embargo, de manera contradictoria (y contra el orden de cosas razonable), el artículo 6.3 consagra como remedio aplicable a la resolución.

Una interpretación viable para salvar esta aparente contradicción pasaría por calificar a ambas categorías (resolución y aceleración) como remedios alternativos, puestos a disposición del acreedor.

7. CLÁUSULA DE ACELERACIÓN Y CLÁUSULA RESOLUTORIA EXPRESA

La cláusula de aceleración suele ser erróneamente equiparada a la cláusula resolutoria expresa. La confusión se produce principalmente en aquellos contratos sinalagmáticos donde el detonante de ambos pactos se encuentra dado por el incumplimiento del deudor.

Quizás una de las explicaciones de semejante confusión radica en que los operadores jurídicos suelen omitir distinguir entre plazo o término del contrato (asociado a la disolución de la relación jurídica) y plazo o término de la prestación (que determina el vencimiento y, —por tanto— exigibilidad de la deuda por el acreedor).

Independientemente de las explicaciones de dicho yerro conceptual, como hemos visto en más de una oportunidad, estamos convencidos de que *resolución* y *aceleración* resultan remedios jurídicos opuestos.

Por un lado, la aceleración no extingue la relación contractual pre-existente, sino que genera en esta una modificación puntual: el vencimiento anticipado del débito (otro fragmentado). Por consiguiente, el pacto evaluado viabiliza el cumplimiento inmediato del balance y la ejecución de las garantías acordadas para asegurar dicho cumplimiento.

De este modo, la aceleración presupone la pervivencia del vínculo *inter partes*, esto es, su vigencia. Y es que si bien el acuerdo variará en el plano temporal (por la caducidad de los plazos de cumplimiento favorables al deudor), las partes continuarán sujetas al programa negocial —alterado— sin verse liberadas de aquel.

En abierta oposición a la figura descrita, la activación de la cláusula resolutoria expresa¹⁰² genera la ineficacia en sentido estricto y sobrevinida de un contrato que, hasta antes de su invocación, era existente, válido y eficaz¹⁰³.

La tutela resolutoria —incluyendo la modalidad denominada cláusula resolutoria expresa— acarrea el extinguir, fulminar, erradicar o terminar una relación contractual a causa del incumplimiento de alguno de los contratantes. Luego, como regla, carecerá de asidero lógico y legal afirmar que, tras haberse resuelto un contrato, alguna (otrora) parte podría legítimamente exigir —a título contractual— el cumplimiento de sus prestaciones principales¹⁰⁴.

En síntesis, a diferencia de los efectos naturales de la resolución, si un acreedor invoca la cláusula aceleratoria el contrato no se extinguirá, sino que pervivirá, aunque mutado respecto a su configuración original. Luego, aparejado a tal

¹⁰²En efecto, la cláusula resolutoria expresa es una especie típica de resolución prevista frente al incumplimiento prestacional en el marco de un contrato sinalagmático.

¹⁰³ Sería impertinente referirnos ahora esta institución pues no solo excedería los propósitos del presente trabajo, sino que es posible afirmar que la doctrina nacional ha realizado ya una evaluación de su naturaleza jurídica, requisitos, modalidades y efectos. Sobre este punto, véase: De la Puente, 2007, pp. 367 y ss.; Forno, 1987, pp. 75 y ss.; Forno, 2007, pp. 156 y ss.; Forno, 1994, p. 185 y ss.; Forno, 1998, pp. 103 y ss.; Morales, 2011, pp. 265 y ss.

Morales (2011, p. 264) ha aseverado que, en sentido técnico, la resolución por incumplimiento podría configurarse como alguna de las siguientes modalidades: (i) una *resolución* automática privada y (ii) una *resolución* que depende de la actividad judicial. Debemos manifestar nuestra adhesión a la precisión teórica descrita. En cualquier caso, con el término *resolución por incumplimiento* buscaremos hacer referencia a ambas hipótesis. En ese sentido, la resolución por incumplimiento se configura como aquel remedio, de actuación judicial (o arbitral) o extrajudicial, en virtud del cual su titular cuenta con alguno de las siguientes prerrogativas: (i) requerir al juez o árbitro que, luego de la verificación de ciertos eventos y situaciones, constituya la ineficacia en sentido estricto de un contrato a causa de un incumplimiento grave o material de alguna de las prestaciones de su contraparte (ii) la de provocar, por la vía extrajudicial, la ineficacia en sentido estricto de un contrato por la referida causal.

¹⁰⁴Ello no impide que las partes puedan estipular obligaciones no esenciales o procedimientos destinados a desplegarse en un escenario post resolutorio (como una cláusula de confidencialidad o procedimientos específicos para la restitución de las prestaciones o para la liquidación de lo ejecutado por las partes).

efecto, el acreedor exigirá inmediatamente la obligación remanente a título contractual.

Dicho de otra manera, la relación contractual se mantiene tras el ejercicio del poder aceleratorio, permitiendo que una de las partes pretenda la actuación del programa negocial. Así, notamos que únicamente la aceleración le permite al acreedor acceder a la contraprestación mediante la tutela de cumplimiento. En cambio, pretender el cumplimiento de las prestaciones principales de un contrato resuelto deviene, como regla, en un imposible lógico y jurídico.

Otra razón que nos permite apreciar la diferencia entre aceleración y resolución es la baraja de remedios disponibles a favor del acreedor que activó una cláusula de vencimiento anticipado.

En efecto, en un escenario postaceleratorio el acreedor conserva el poder de optar por diversos remedios contractuales (voluntarios o supletorios), tales como la excepción de incumplimiento e incluso la propia resolución por incumplimiento. Si aceleración y resolución fuesen idénticas, el ejercicio sucesivo de ambas constituiría una repetición que devendría en un imposible jurídico, pues sería equiparable a pretender resolver dos veces un mismo contrato.

Ahora bien, cabe notar que la divergencia entre resolución y aceleración halla su confirmación en el plano positivo. En efecto, obsérvese una vez más la regulación del artículo 1561 del Código Civil:

Código Civil. Artículo 1561.-

Quando el precio debe pagarse por armadas en diversos plazos, si el comprador deja de pagar tres de ellas, sucesivas o no, el vendedor puede pedir la resolución del contrato o exigir al deudor el inmediato pago del saldo, dándose por vencidas las cuotas que estuvieren pendientes.

[Énfasis agregado]

El dispositivo distingue al derecho potestativo de resolver del poder de dar por vencidas las cuotas que estuvieran pendientes (aceleración). En efecto, mediante la inclusión del disyuntivo o, parece ser que en el pensamiento del legislador de 1984 ambos derechos no resultaban en absoluto equivalentes.

Y la diferencia se corrobora en el plano internacional:

Convención de UNIDROIT sobre el arrendamiento financiero internacional. Artículo 13.2.

Cuando el incumplimiento del arrendatario es substancial, el arrendador, sujeto a lo que se prevé en el párrafo 5, podrá también exigir el pago anticipado del valor de las rentas futuras, si así lo prevé el contrato de arrendamiento, o podrá resolver el contrato de arrendamiento y luego de tal resolución:

- (a) recuperar la posesión del equipo; y
 - (b) cobrar por concepto de daños una cantidad que lo ponga en la situación en que se hubiera encontrado si el arrendatario hubiera cumplido el contrato de arrendamiento en conformidad con sus términos.
- [El resaltado es nuestro]

Las diferencias entre aceleración y resolución también han sido destacadas por ciertas voces doctrinarias. En ese sentido, Barchi ha aseverado que:

el remedio del «vencimiento anticipado de las cuotas pendientes» previsto en el artículo 1323, debe distinguirse del remedio resolutorio. El vencimiento anticipado que hace exigible inmediatamente el pago del saldo pendiente, supone precisamente exigir el pago de la prestación debida, en tal sentido es contrario al remedio de la resolución; solo en caso en que el acreedor exija inmediatamente el saldo y el deudor no cumpla con el pago procederá la resolución del contrato (2015, p. 224).

En la misma línea, Puyalto indica que «ambas acciones [resolución y aceleración] son incompatibles entre sí cuando se solicitan al mismo tiempo; sin embargo, cabe la petición simultánea cuando se realiza de forma alternativa o subsidiaria» (2006, s/p.). [El añadido entre corchetes es nuestro]. De ello se desprende que un acreedor bien podría reservarse ambas cláusulas frente a un mismo evento gatillador, empero, su activación jamás podría ser conjunta, sino a lo más alternativa.

Lo antes expuesto corrobora que la naturaleza de la cláusula resolutoria expresa es opuesta a la del pacto aceleratorio. En efecto, resulta abiertamente incompatible pretender el cumplimiento de un contrato tras haber acelerado los plazos en favor del deudor y, antes de ello, haber ocasionado su resolución. Mientras en el primer caso se busca la satisfacción del interés en el cumplimiento, en el segundo caso se privilegia el interés en la liberación del vínculo contractual, que es antitético al primero¹⁰⁵.

¹⁰⁵Vásquez, 2015, s/p. Este también ha sido el criterio de la Segunda Sala Civil de la Corte Superior de Justicia de Lima con ocasión al expediente 14725-2015-0. En el mismo sentido, CAJACURI, Paul, 2018, p. 70.

A pesar de lo expuesto, en ocasiones, la Corte Suprema en la Casación 1392-2013-Tacna (2013) ha asumido una postura de la cual parece derivar la equiparación de ambos pactos. Para muestra, reproduciremos los hechos materia del pronunciamiento¹⁰⁶.

En setiembre de 2009, el Banco de Crédito del Perú celebró un contrato de préstamo a favor de una sociedad conyugal (en adelante, el Contrato). Para garantizar la restitución del capital colocado, la deudora constituyó a favor de la entidad financiera una hipoteca hasta por la suma de USD 12,676.25¹⁰⁷. En la cláusula octava del Contrato se dispuso que, en caso la sociedad conyugal dejara de pagar dos o más cuotas (consecutivas o no) del préstamo según el cronograma acordado, el acreedor se encontraría habilitado para dar por vencidos todos los plazos del crédito por falta de pago del deudor.

Es el caso que la sociedad conyugal incumplió con la restitución de ciertas cuotas de la suma prestada, razón por la cual el Banco de Crédito, a través de una comunicación notarial, ejerció el derecho contenido en cláusula octava del Contrato y dio por vencidos todos los plazos del cronograma de pagos. Posteriormente, la entidad financiera demandó la ejecución de la garantía hipotecaria por la vía procesal correspondiente, a fin de que la deudora cumpla con pagarle la cantidad de USD 12,480.93 más intereses y gastos del proceso.

Tras ello, y una vez iniciado el proceso judicial, los demandados procedieron a entregar únicamente el monto correspondiente a las cuotas debidas a esa fecha a la fecha de invocación de la cláusula octava. Es decir, la deudora no abonó el importe total del capital más los otros conceptos debidos, sino que se sujetó al cronograma originalmente estipulado. Luego de pronunciamientos desfavorables en primera y en segunda instancia, la sociedad conyugal interpuso recurso de casación alegando que la Sala Superior no tomó en cuenta que los pagos de las cuotas periódicas en que se dividía su obligación retributoria habían sido cancelados y que, por lo tanto, no operaría la exigibilidad de la restitución íntegra del saldo pendiente.

Al respecto, la Corte Suprema (en la Consideración Sexta de la sentencia de casación) rechazó el argumento de la sociedad conyugal (sobre la inexigibilidad de la obligación) bajo los siguientes argumentos:

¹⁰⁶Para un comentario sobre el particular: Vásquez, 2015, s/p.

¹⁰⁷Sobre un inmueble de la sociedad conyugal.

en razón de que a la fecha en que el ejecutado realizó el pago en relación a las cuotas vencidas [...] el Banco ya había hecho uso de la cláusula octava del contrato celebrado, donde se pactó que el Banco podrá dar por terminado el contrato de préstamo, dando por vencidos todos los plazos estipulados, exigir el pago inmediato del íntegro de las cuotas y proceder a la ejecución de la garantía hipotecaria de verificarse si se dejara de pagar dos o más cuotas o armadas del préstamo, según el cronograma de pagos acordado, sea en forma alternada o consecutiva [Énfasis agregado].

Como podrá apreciarse, la Corte parece equiparar los conceptos de terminación unilateral del contrato (tutela resolutoria) con el ejercicio del poder de dar por vencidos los plazos de cumplimiento de uno de los contratantes (aceleración), luego de lo cual el acreedor podría proceder a exigir el íntegro de la obligación debida (acción de cumplimiento)¹⁰⁸.

Nos permitimos discrepar respetuosamente con la equiparación entre ambos pactos. Y es que, como ya hemos manifestado, el principal efecto de la cláusula resolutoria expresa (que regula la tutela resolutoria) es no solo distinto, sino opuesto a aquel provocado por la cláusula aceleratoria.

Como último punto del presente apartado, consideramos que distinguir a la aceleración de la resolución cuenta con un notable impacto práctico asociado a los efectos típicos de ambas instituciones, lo cual presenta relevancia al momento de calificar a una cláusula como abusiva.

Si una parte resuelve un contrato sobre la base de la cláusula resolutoria expresa, habrá perdido el título que le permitía para mantener en su esfera jurídica las prestaciones ejecutadas por su contraparte¹⁰⁹. En tal escenario, dichas prestaciones deberán ser restituidas (*in natura* o por equivalente) tal como lo dispone el artículo 1372 del Código Civil.

Ilustraremos lo mencionado con un nuevo ejemplo. *A* (vendedor) y *B* (comprador) celebran una compraventa inmobiliaria con un precio fragmentado en 20 cuotas, de las cuales *B* solo cumple con pagar oportunamente cinco e incumple con pagar las sucesivas.

¹⁰⁸ Semejante equiparación conceptual no es exclusiva de nuestros órganos jurisdiccionales, sino que también ha sido advertida en las sentencias del Tribunal Supremo Español y en la jurisprudencia menor de dichas latitudes. Al respecto: Puyalto, 2006, *s/p*.

¹⁰⁹ Lo mencionado no es aplicable para los contratos de duración, donde la retroactividad — aparejada a la restitución— no afecta los tramos de la relación jurídica anteriores a la causa de terminación, toda vez que semejantes períodos fueron útiles para las partes.

Si *A* decide resolver el contrato por incumplimiento de su contraparte —valiéndose de la cláusula resolutoria expresa acordada—, la propiedad del inmueble retornará automáticamente a *A*, mientras que las cinco cuotas percibidas por *A* bajo condiciones contractuales deberían ser reintegradas a *B*.

Con base en la aplicación del efecto restitutorio de la resolución, *A* no tendrá derecho a retener en su patrimonio el fragmento ejecutado de la prestación de su contraparte (cinco cuotas de cronograma)¹¹⁰. Del mismo modo, *A* perderá el derecho a cobrar las 15 cuotas pendientes valiéndose de los mecanismos acordados pues estos habrán decaído con el contrato. En tal hipótesis, el acreedor tendrá solo un derecho al resarcimiento de daños y perjuicios, a ser liquidada en sede judicial o arbitral.

La hipótesis descrita sería radicalmente distinta si *A* hubiese ejercido una cláusula de aceleración.

En tal caso, para comenzar, *A* no contaría con el derecho a mantener la propiedad del inmueble en el hipotético caso en que *B* cumpla con honrar el balance global en un escenario post aceleratorio. Solo si *B* incumple la obligación apenas enunciada, *A* tendrá derecho a realizar los inmuebles para satisfacer su acreencia.

De otro lado, en las hipótesis de vencimiento anticipado, las cinco armadas honradas por *B* se mantendrán en la esfera de *A*, lo cual se justifica por la pervivencia de la relación contractual. Además de ello, *A* tendrá el derecho a obtener la ejecución íntegra de las quince cuotas remanentes. Para tal efecto, *A* podrá valerse de todos los remedios contractuales reservados para las hipótesis de incumplimiento (como la ejecución de garantías, la excepción de incumplimiento o la propia resolución), puesto que la relación contractual se mantendrá vigente.

Los derechos de las partes ante los escenarios de aceleración y resolución en los contratos que involucran la transferencia de propiedad (como el *leasing* o la compraventa con pago en cuotas) puede ser sintetizada de la siguiente manera (desde la perspectiva del acreedor):

¹¹⁰ Cabe aclarar que lo afirmado no impide que —fácticamente— *A* retenga el valor de las 5 cuotas con el propósito de imputarlo a su futura acreencia daños y perjuicios, la cual será liquidada en un momento ulterior. Como se aprecia, en este caso entra a tallar un efecto distinto de la resolución: el resarcimiento por incumplimiento obligacional que llevó a la resolución.

Cláusula	Retención de cuotas ya abonadas por el deudor	Cobro de cuotas vencidas pre activación del remedio	Cobro de cuotas vencidas post activación del remedio	Ejecución de la propiedad / posesión del bien materia de garantía	Resarcimiento del daño moratorio (legal) / Penalidad moratoria (pactada)	Resarcimiento de interés positivo* (legal) / Penalidad compensatoria (pactada)
Aceleración	X	X	X	*Solo en caso el deudor no abone el balance global (post activación del remedio)	X	
Resolución				X		X

* El interés positivo puede ser definido como el interés de una parte en ser compensada económicamente colocándola en la misma posición patrimonial en la que habría estado si es que el contrato se hubiese ejecutado con normalidad, es decir, prescindiendo del detonante que conllevó a la aceleración.

Tener en cuenta tales diferencias entre aceleración y resolución, así como los conceptos asociados a los efectos cada categoría, permite al intérprete determinar las potenciales irregularidades de ciertas cláusulas de la praxis transaccional, las cuales determinan la liquidación de los derechos de las partes en ambos escenarios¹¹¹.

En efecto, aunque sin pretender prescindir del análisis circunstancial, consideramos que cualquiera de los siguientes pactos (o su aplicación en el caso concreto) debería levantar sospechas de irregularidad:

- Cuando el acreedor, que resuelve el contrato en una oportunidad muy próxima a la amortización total del cronograma, se atribuye acumulativamente los siguientes derechos:
 - a) mantener la propiedad del activo materia de garantía,
 - b) recuperar la posesión de aquel y, adicionalmente,
 - c) a título de penalidad compensatoria, el derecho a mantener las armadas de contraprestación percibidas y cobrar aquellas faltantes.
- Cuando el acreedor que acelera el cumplimiento se reserva los siguientes derechos:
 - a) mantener las cuotas de contraprestación percibidas,
 - b) cobrar aquellas vencidas y faltantes y, adicionalmente,
 - c) aun cuando el deudor honró el balance global, el acreedor rechaza cualquier pretensión del deudor dirigida a evitar la ejecución de la propiedad y, eventualmente, dirigida a su recuperación.

En realidad, no existe ninguna razón para que el acreedor que ha obtenido la ganancia proyectada de la operación se niegue concederle al deudor un canal contractual para obtener/mantener la propiedad y la posesión del

¹¹¹ Ahora bien, si en uso de su autonomía privada las partes convienen una penalidad compensatoria que liquide el lucro cesante del acreedor cuantificándolo como la sumatoria de las cuotas que el deudor ya había abonado y aquellas que debía abonar, la situación económica del acreedor parecería bastante semejante tras la activación de ambas cláusulas. Evidentemente, ello no determina la equiparación conceptual entre aceleración y resolución. Entre las razones de ello se encuentran el que (i) se trata de una semejanza puramente patológica, sin que sea apta para caracterizar el funcionamiento normal de ambas cláusulas, (ii) el acreedor podría elegir resolver antes que acelerar por razones de diversa índole (como, por ejemplo, razones reputacionales) y (iii) la posición del deudor resulta sustancialmente diversa en ambos escenarios, pues en un escenario post resolutorio sería inviable la obtención o mantenimiento de la propiedad y la posesión del activo materia de garantía por el deudor.

bien-materia de garantía, esto es, para evitar la realización del activo materia de la garantía.

Semejante afirmación es confirmada por la Sección 8.1 del *Restatement (Third) of Property: Mortgages*, según la cual: «Luego de que la aceleración se ha verificado y con sujeción a la Subsección (d), el deudor hipotecario puede evitar la ejecución únicamente pagando, u ofreciendo al acreedor hipotecario, la íntegra obligación garantizada acelerada» [Énfasis agregado].

- Cuando el acreedor no concede un preaviso de remediación del evento gatillador preaceleración causada.
- Cuando la comisión de prepago o la intangibilidad de los valores del cronograma sean muy superiores al daño efectivo causado al acreedor por el detonante imputable a su contraparte. En tales casos, la obligación de pagar el balance global podría terminar *penalizando* desproporcionadamente al deudor.

8. COLOFÓN

El desarrollo efectuado en el presente trabajo nos permite concluir que la cláusula de aceleración (en sus diversas modalidades, subtipos y especies) cuenta con un sinnúmero de particularidades que la diferencian radicalmente de otras instituciones disciplinadas (y bastante mejor conocidas) en los sistemas del *civil law*. Según creemos, tales características han sido forjadas a partir del proceso de surgimiento histórico-comparativo de la cláusula y de la praxis transaccional de los contratos financieros, parcela donde aquella halla su plena razón de ser y donde ha germinado al punto de convertirse en una cláusula estandarizada.

Sin embargo, los componentes (conceptuales y económicos) necesarios para una idónea configuración de la cláusula de aceleración no parecen haber permeado el razonamiento del legislador nacional (general y sectorial) ni de la jurisprudencia nacional, pues aquellos formantes continúan equiparando el pacto estudiado a instituciones como la cláusula resolutoria expresa, la cual cuenta con una función y efectos divergentes a la primera.

En ese sentido, estamos convencidos de que el análisis panorámico efectuado en las presentes líneas contribuye a una configuración elemental de la cláusula de aceleración, la cual debe ser tomada en cuenta de cara a la interpretación,

integración y determinación de validez/invalidéz de la referida estipulación en el sistema peruano.

BIBLIOGRAFÍA

- Arias-Schreiber, M. & A. Arias-Schreiber (2015). Exposición de motivos y comentarios. Contrato de fianza. En Revoredo, D. (comp.), *Código Civil: Exposición de Motivos y Comentarios* (pp. 643-649). Volumen 6. Lima: Thomson Reuters.
- Baraona, J. (1997). La exigibilidad de las obligaciones: Noción y principales presupuestos (con especial énfasis en las cláusulas de aceleración). *Revista Chilena de Derecho*. 24(3), 503-523.
- Baraona, J. (2001). La facultad del acreedor de declarar el vencimiento anticipado de una obligación, contenida en una cláusula de aceleración: su naturaleza jurídica. *Revista Chilena de Derecho*, 28(1), 161-163.
- Barchi, L. (2015). Incumplimiento de pago de cuota (Comentario al artículo 1323 del Código Civil). En AA.VV., *Tratado de Responsabilidad Civil Contractual y Extracontractual. Comentarios a las Normas del Código Civil* (pp. 215-225). Volumen 1. Lima: Instituto Pacífico.
- Bernal-Fandiño, M. & F. Pico Zúñiga (2015). Las cláusulas abusivas en los contratos de crédito hipotecario. Una mirada comparativa entre España y Colombia. *Vuniversitas*, 131, 149-194.
- Berryhil, W. (1981). The due-on-sale clause: A marriage gone sour. A checklist for the practitioner. *University of Richmond Law Review*, 16, 35 – 116.
- Betti, E. (2000). *Teoría general del negocio jurídico*. Granada: Comares.
- Bianca, M. (1990). *Diritto civile IV. L'obbligazione*. Milán: Giuffrè.
- Blanco, A. (2014). Las cláusulas de vencimiento anticipado. *Cuadernos de Derecho y Comercio. Volumen extraordinario*, 235-250.
- Bonanno, J. (1972). Due on Sale and Prepayment Clauses in Real Estate Financing in California in Times of Fluctuating Interest Rates. Legal Issues and Alternatives. *University of San Francisco Law Review*, 6, 267-309.
- Breccia, U. (1991). Le obbligazioni. En Iudica, G. & Zatti, P. (al cuidado de) *Trattato di Diritto Privato*. Milán: Giuffrè.
- Bullard, A. & F. Cantuarias (1987). Títulos Valores: Conversión en Moneda Extranjera y Aceleración Automática de los Vencimientos. *Thēmis. Revista de Derecho*, 6, 74-76.

- Cajacuri, P. (2018). Breves apreciaciones sobre la reglamentación de la hipoteca inversa: ¿se ha excedido el Reglamento? *Actualidad Civil y Procesal Civil*, 301, 58-71.
- Campos, S. (2016). La cláusula de no enajenar en los contratos de mutuo hipotecario. *Ars boni et aequi*, 12(1), 91-119.
- Castañeda, J. (1976). *El contrato de mutuo*. Lima: Universidad Nacional Mayor de San Marcos.
- Castillo, M. 2010. *Tratado de la venta*. Volumen 2. Lima: Palestra & Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica.
- Cerezola, T. (1977). Disclosure under the Truth in Lending Act. *Columbia Law Review*, 77(4), 649-668.
- Chafee, Z. Jr. (1919). Acceleration Provisions in Time Paper. *Harvard Law Review*, 32(7), 748-788.
- Cohen, R. (1975). Judicial Treatment of the Due-on-Sale Clause: The Case for Adopting Standards of Reasonableness and Unconscionability. *Stanford Law Review*, 27, 1109-1131.
- De la Puente, M. (2007). *El contrato en general. Comentarios a la sección primera del 2007 libro VII del Código Civil*. Volumen 2. Lima: Palestra.
- Dietrich, J.K.; Langtieg, T.C.; Dale-Johnson, D. & T. Campbell (1983). The economic effects of due-on-sale clause invalidation. *Housing Finance Review*, 2, 19-32.
- Díez-Picazo, L. (2007). *Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial*. Volumen 2. Madrid: Civitas.
- Espinoza, J. (2010). *Acto jurídico negocial*. Lima: Gaceta Jurídica.
- Ferreira da Silva, J. (2007). *A boa-fé e a violação positiva do contrato*. Recife: Renovar.
- Forno, H. (1987). Resolución por incumplimiento. En Muñiz, J. & M. De La Puente (dir.), *Temas de Derecho contractual* (pp. 73-142). Lima: Cultural Cuzco.
- Forno, H. (1994). El principio de la retroactividad de la resolución contractual. *Thêmis. Revista de Derecho*, 30, 185-195.
- Forno, H. (2007a). Efectos de la rescisión y de la resolución. En AA.VV., *Código Civil Comentado. Comentan 209 especialistas en las diversas materias de Derecho civil* (pp. 158-174). Volumen 7. Lima: Gaceta Jurídica.
- Forno, H. (2007b). Resolución del contrato. En AA.VV., *Código Civil Comentado. Comentan 209 especialistas en las diversas materias de Derecho civil* (pp. 156-157). Volumen 7. Lima: Gaceta Jurídica.

- Franzoni, M. (2013). Degli effetti del contatto. Integrazione del contratto. Suoi effetti reali e obbligatori. En Schlesinger, P. (dir.), continuado por Busnelli, F.D. *Il Codice Civile Commentario*. Volumen 2. Milán: Giuffrè.
- Freyermuth, W. (1998). Enforcement of Acceleration Provisions and the Rhetoric of Good Faith. *Brigham Young University Law Review*, 3, 1035-1110.
- Gilligan, J. (1939). Acceleration Clauses in Notes and Mortgages. *Current Legal Thought*, 6, 83-91.
- González, F. (2018). Análisis de la Ley N° 20.715 al ejercicio de la cláusula de aceleración. *Revista de Derecho y Consumo*, 2, 49-66.
- Hahn, D. (2010). The Roles of Acceleration. *DePaul Business & Commercial Law Journal*, 8, 229-250.
- Henkel, J. & G. Seltzer (1980). Acceleration clauses in Mortgages: Misuse During Periods of Tight Money. *American Business Law Journal*, 17(4), 441-464.
- Hetland, J. (1965). Real property and real property security: The well-being of the Law. *California Law Review*, 53, 151-171.
- Hill, J. (1977). Due-on Clauses: A Trend towards Equitable Enforcement. *Dayton Law Review*, 2, 215-231.
- Hoffmann, C. (1974). Acceleration Clauses and Articles 104b. *C.C. McGill Law Journal*, 20, 124-129.
- Hoog, P. (1977). Acceleration Clause Disclosure: A Truth in Lending Policy Analysis. *Indiana Law Journal*, 53(1), 97-112.
- Jennings, M. (1986). The due-on-sale bail-out for mortgage lenders: an analysis of its economic and legal soundness. *Saint Louis University Law Journal*, 30, 1151-1174.
- Leaf, F. (1970). Acceleration Clauses in Sales and Secured Transactions: The Debtor's Burden under Section 1-208 of the U.C.C. *Boston College Industrial and Commercial Law Review*, 11(3), 531- 543.
- Lecaros, J. (2007). La cláusula de aceleración. *Ars Boni et Aequi*, 3, 197-209.
- León-Barandiarán, J. (2007). Caducidad del plazo. (Comentario al artículo 181 del Código Civil). En AA.VV., *Código Civil comentado. Comentan 209 especialistas en las diversas materias de Derecho Civil* (pp. 585-587). Volumen 1. Lima: Gaceta Jurídica.
- Lohmann, G. (1994). *El negocio jurídico*. Lima: Grijley.

- López, J. (1985). Informe en Derecho sobre validez de la cláusula de aceleración en el pagaré. *Revista de Derecho de la Pontificia Universidad Católica de Valparaíso*. Volumen 2. 89-105.
- Martínez, P. (2015). Abusividad de la cláusula de vencimiento anticipado en el préstamo hipotecario. A propósito del Auto de la AP de Valencia (Sección 11) 208/2014 de 15/10, JUR 2015/17048). Centro de Estudios de consumo. <http://blog.uclm.es/cesco/files/2015/02/Abusividad-de-la-cl%C3%A1usula-de-vencimiento-anticipado-en-pr%C3%A9stamo-hipotecario.pdf>
- Morales, R. (2009). ¿Existe el derecho de desistimiento o la terminación unilateral del contrato? *Actualidad Jurídica*, 191, 54-58.
- Morales, R. (2011). *Patologías y remedios del contrato*. Lima: Jurista.
- Muro, M. (2007). Incumplimiento de pago de prestaciones periódicas. (Comentario al artículo 1323 del Código Civil). En AA.VV., *Código Civil comentado. Comentan 209 especialistas en las diversas materias de Derecho Civil* (pp. 688-691). Volumen 6. Lima: Gaceta Jurídica.
- Natoli, U. (1974). *L'attuazione del rapporto obbligatorio*. Milán: Giuffrè.
- Neme, M. (2006). El principio de buena fe en materia contractual en el sistema jurídico colombiano. *Revista de Derecho Privado*, 11, 79-125.
- Ortega, M. (2007). Efectos de la insolvencia del fiador. (Comentario al artículo 1877 del Código Civil). En AA.VV., *Código Civil comentado. Comentan 209 especialistas en las diversas materias de Derecho Civil* (pp. 434-436). Volumen 9. Lima: Gaceta Jurídica.
- Osterling, F. (2015). Exposición de Motivos y Comentarios. Libro de Obligaciones. En D. Revoredo (comp.) *Código Civil: Exposición de motivos y comentarios* (pp. 371-581). Volumen 4. Lima: Thomson Reuters.
- Patti, F. (2015). *La determinazione convenzionale del danno*. Nápoles: Jovene.
- PMI (2017). *A guide to the Project Management Body of Knowledge (PMBOK Guide)*. Sixth Edition. Newton Square: Project Management Institute.
- Puyalto, M. (2006). *Las cláusulas de vencimiento anticipado en los préstamos bancarios al consumo*. Madrid: Dykinson.
- Rengifo, E. (2017). *Las facultades unilaterales en la contratación moderna*. Bogotá: Legis.
- Roppo, V. (2009). *El contrato*. Lima: Gaceta jurídica.
- Roszkowski, M. (1986). Drafting around mortgage due-on-sale clauses: The dangers of playing hid-and-seek. Real Property. *Probate and Trust Journal*, 21, 23-58.

- Scott, Robert & Kaus, Jody (2013). *Contract law and theory*. Durham: Carolina Academic Press.
- Sescún, J. (1990). La inclusión de la llamada cláusula aceleratoria en los títulos-valores de contenido crediticio. *Anuario de Derecho privado*, 8, 69-92.
- Shoemaker, M. (1930). Inconsistent or contradictory provisions for interest and acceleration in note and mortgage. *University of Cincinnati Law Review*, 4, 203-211.
- Sicchiero, G. (2006). La cláusula contractual. *Anuario de Derecho Civil*, 59(4), 1641-1658.
- Vásquez, W. (2015). ¿Cláusula de aceleración o cláusula resolutoria expresa? A propósito de un pronunciamiento de la Corte Suprema. *Ius 360*. <http://ius360.com/privado/clausula-de-aceleracion-o-clausula-resolutoria-expresa-proposito-de-un-pronunciamiento-de-la-corte-suprema>
- Viteri, I. (2013). *El pago anticipado en las obligaciones a plazo. El derecho al reembolso anticipado en el sector específico del crédito*. Valencia: Tirant lo Blanch.
- Wells, C. & A. Doulai (2013). Till default do us part: facility agreements and acceleration. *Butterworths journal of International Banking and Financial Law*, 571-575.
- Whitman, D. (1998). Mortgage Drafting: Lessons from the Restatement of Mortgages. *Real Property, Probate and Trust Journal*, 33, 415-455.
- Zacks, E.A. & D. Zacks (2018). No brakes: Loan acceleration and diminishing foreclosure defenses. *Wake Forest Journal of Business and Intellectual Property Law*, 18(3), 389-442.

EL VALOR DE LA CONFIANZA: INTRODUCCIÓN AL USO DE LA TECNOLOGÍA *BLOCKCHAIN* (*SMART CONTRACTS, TOKENS*) EN EL MERCADO DE VALORES PERUANO

Adolfo Morán

*The initial promise of computer technology was to remove
the intermediary from the financial market [...]
The reality turned out to be a windfall for financial intermediaries [...]*

Michael Lewis
Flashboys

1. INTRODUCCIÓN

La sociedad funciona con base en la confianza. Confiamos en que el gobierno haga un uso eficiente de los tributos recaudados, en que la empresa proveedora de internet no interrumpa el servicio, en que nuestro dinero esté seguro en el banco y en muchas cosas más; entre ellas, en el papel.

Quién no ha escuchado el famoso adagio «papelito manda» o —con más seriedad— «lo que no está escrito en papel, no existe en el mundo del derecho» (Mendoza Luna, 1998, p. 120). Y es que el papel juega un rol fundamental en nuestras vidas, nos da confianza de que algo existe o que es de determinada manera, lo que en simples palabras se traduce en certeza.

Sin embargo, las épocas gloriosas del papel están cada vez más en el pasado. El desarrollo de la tecnología y su uso masivo ha cambiado nuestra perspectiva sobre la confianza y, especialmente, sobre las cosas en las que confiamos. La tecnología existe para facilitar la vida del ser humano y ello solo se puede lograr si se confía en ella.

Desde ya hace varias décadas hemos dejado de hacer uso del papel en varios ámbitos para remplazarlo por distintas innovaciones tecnológicas. Uno de

estos ámbitos es el mercado de valores. Hasta la segunda mitad del siglo XX, las más grandes bolsas de valores seguían haciendo uso de representaciones en físico mediante certificados de los valores negociados; sin embargo, ello ha ido cambiando paulatinamente.

En la década de los años 60, la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE¹) sufrió una crisis que no era financiera sino operacional o, en otras palabras, sufrió una crisis de papel. El número de operaciones aumentó drásticamente, pasando de 5 millones al día en 1965 a 12 millones al día en 1968 (Wells, 2000, p. 193). La gran cantidad de operaciones al día devino en un colapso en el sistema, y se tuvieron que tomar medidas exageradas como cerrar la bolsa los días miércoles o acortar las horas en las que se podían realizar operaciones (DTCC, 2012, p. 3).

El problema de la crisis se manifestaba en la liquidación de las operaciones bursátiles, debido a que era necesario entregar físicamente el certificado o título representativo de las acciones u otros valores negociados con la finalidad de verificar su autenticidad y legitimidad. El aumento de operaciones hizo de esta verificación una tarea titánica, retrasando el ciclo de liquidación (Caballero Germain, 2016, pp. 6 y ss.)².

Esta crisis es conocida como *paperwork crisis* y fue lo suficientemente severa como para obligar la salida del mercado de la sexta parte de los agentes de bolsa a nivel nacional en los Estados Unidos a finales de 1970 (Wells, 2000, p. 193). Sin embargo, esta crisis también permitió la renovación del sistema que hasta ese entonces tenía principalmente al papel como soporte documental representativo de valores.

Se fueron introduciendo sistemas informáticos que permitían la desmaterialización de los valores, mediante el sistema de anotaciones en cuenta en un registro contable. De ese modo, ya no era necesaria la entrega física de los certificados de valores negociados al comprador, remplazándose por la transferencia contable realizada mediante las Instituciones de

¹ Siglas en inglés de The New York Stock Exchange.

² Guillermo Caballero anota que el ciclo ordinario de liquidación ascendió hasta cinco días adicionales desde la fecha de negociación. Asimismo, recalca que la demora no solo produjo retraso en el ciclo de liquidación de los valores negociados, sino también desorden, ya que los inversores compradores seguían operando con estos, a pesar de que todavía no había culminado la liquidación, generándose una incertidumbre en la titularidad de los valores negociados.

Compensación y Liquidación de Valores (ICLV)³. Fue de esta manera que se fue superando el problema suscitado por el aumento de operaciones.

Hoy, el mercado de valores presenta nuevos problemas que busca solucionar; entre ellos, los altos costos de la reconciliación de información que administran los participantes de este mercado, así como su innecesariamente compleja infraestructura (DTCC, 2016).

En los últimos años ha surgido una tecnología lo suficientemente innovadora como para hacer frente a estos problemas: la *blockchain*⁴. Esta tecnología ha surgido de la mano de las criptomonedas⁵, las cuales actualmente tienen bastante popularidad entre inversionistas. Sin embargo, sus funcionalidades van más allá de ser únicamente ese gran registro que funciona en una red *peer-to-peer* mediante la cual se concluyen transferencias de criptomonedas.

Efectivamente, los ahora conocidos como *smart contracts* brindan una serie de posibilidades al uso de la tecnología *blockchain*, que permitirá dar mayor

³ En el Perú, la ICLV formalmente funcionando para las operaciones de la Bolsa de Valores de Lima (BVL) es CAVALI S.A.I.C.L.V. (CAVALI).

⁴ La *blockchain* es un concepto que se encuentra en desarrollo. En simples términos, una *blockchain* es una cadena de bloques. En este artículo, cada vez que se utilice este término o tecnología *blockchain* se estará haciendo referencia al registro distribuido en forma de cadena de bloques que usa técnicas criptográficas y cuya información es introducida, verificada y mantenida de manera descentralizada y consensuada por participantes o pares que pueden o no tener alguna clase de relación entre ellos. Esta tecnología está detrás de las criptomonedas y *criptotoken*, así como parte del sistema *Bitcoin*, *Ethereum* u otro. En ese sentido, es importante que el lector advierta que no existe una sola *blockchain*, sino que, al igual que pueden existir distintas páginas web en internet, también existen distintas *blockchains* operando en distintos sistemas (ej. de *Bitcoin*, de *Ethereum*, de *Stellar*, de *Litecoin*, etc.), las mismas que tienen ciertas características comunes. Por último, queremos dejar explicado que, además de *blockchain*, se usa también el concepto *Distributed Ledger Technology* (DLT). Este concepto hace referencia a la tecnología de registro distribuido de información que utiliza una red *peer-to-peer*. DLT es el género, mientras que *blockchain* vendría a ser una especie de DLT.

⁵ Criptomoneda(s) es la denominación general que alude a las variedades de dinero digital, que surgen a partir de la creación del sistema *Bitcoin*. Por ejemplo, los *bitcoins* y los *ethers* son distintas criptomonedas que funcionan cada una de manera independiente en su propio sistema, *Bitcoin* y *Ethereum*, respectivamente. Desde una explicación un poco más técnica, las criptomonedas son simplemente *tokens*; en el espacio computacional, un *token* es una «ficha o pieza de información digital» expresados en combinaciones de caracteres que pueden representar distintas cosas, desde cosas materiales hasta abstractas (ej. derechos). Es así que, en el ecosistema *blockchain*, también se utiliza el término *token* o *criptotoken* cuando estos no sean utilizados como dinero digital, o sea, cuando no sean usados como (i) depósito de valor, (ii) unidad de cuenta y (iii) medio de cambio, sino que sean usados para representar distintas cosas, desde un bien hasta un derecho de crédito. En este artículo se usarán los términos criptomonedas y *tokens* constantemente.

seguridad y velocidad a actividades que necesiten de un registro y de un mecanismo de transferencia, entre ellas las operaciones que se realizan en el mercado de valores.

El presente artículo jurídico tiene como finalidad analizar introductoriamen⁶ el posible impacto del uso de esta tecnología en el mercado de valores peruano. En ese sentido, se comenzará explicando sobre la tecnología *blockchain*, sus componentes, características y aplicaciones tomando en consideración principalmente el sistema *Bitcoin* y *Ethereum*; luego, se realizará un análisis de su impacto en el mercado de valores peruano, poniendo énfasis en el rol de los intermediarios y la Superintendencia de Mercado de Valores (SMV), para finalmente cerrar con las conclusiones.

Para un mejor entendimiento de los aspectos técnicos que se explicarán en este artículo, a los cuales los estudiosos del derecho no estamos acostumbrados, se recomienda al lector que lea la información contenida en las notas de pie de página, ya que le proveerán de información complementaria e importante a fin de comprender cabalmente este artículo.

2. UNA NUEVA REVOLUCIÓN FINANCIERA DIGITAL: LA INTERNET DEL VALOR

A nadie le cabe duda de la revolución digital que se vivió en los años noventa con el surgimiento de la Internet como la conocemos en la actualidad⁷. El británico Tim Bernes-Lee hizo posible que las personas de a pie podamos acceder a internet mediante el sistema global de distribución de hipertextos conocido como World Wide Web (WWW).

⁶ La tecnología *blockchain* se está desarrollando rápidamente y los usos que se le puede dar a esta tecnología son muy variadas. En relación con el mercado de valores, se pueden analizar distintos temas, por ejemplo, el uso de *tokens* como valores mobiliarios y la transferencia de estos mediante la *blockchain*; la compensación y liquidación de los valores mobiliarios usando *blockchain* y su impacto en la ICLV; entre otros temas. Asimismo, vale señalar que, en estos temas tecnológicos de constante desarrollo, lo que actualmente es tendencia, puede que ya no lo sea o que cambie en los próximos años; es decir, el análisis realizado en este artículo toma en cuenta el estado actual de desarrollo de esta tecnología, dependiendo de su avance, las conclusiones podrían variar.

⁷ En realidad, internet ha cambiado mucho desde la década de los noventa; sin embargo, se puede decir con seguridad que lo que todos nosotros conocemos como «internet» (acceso a páginas web desde cualquier computadora) nació el 6 de agosto de 1991, con la primera página web: <<http://info.cern.ch/hypertext/WWW/TheProject.html>>

Hoy, más de 20 años después de la publicación del primer sitio web en agosto de 1991, gran parte de la población mundial⁸ accede a internet como una actividad diaria, ya sea para revisar su correo o para buscar algún tema de interés en el conocido buscador Google.

Internet cambió la vida de las personas y facilitó el acceso a la información. Lo que antes solo podíamos encontrar en libros de biblioteca, teniendo que consumir tiempo y dinero para acceder a estas fuentes de información, ahora lo podemos encontrar en la red. Todo esto ha sido bautizado por algunos como la «internet de la información», la primera generación de internet.

Una de sus características esenciales —que la hace justamente atractiva— es la posibilidad de replicar la información contenida de manera sencilla (*copy and paste*). Lo que significa ahorro de tiempo y dinero en la difusión y consecución de información. Como dicen, «la información está a solo un clic».

Sin embargo, no todo es así de rápido en internet, sobre todo cuando se trata de transferir dinero. Actualmente, se tiene distintos métodos de pago para comprar en línea; entre los más conocidos están las tarjetas de crédito, como Visa.

Si bien el número de transacciones⁹ por segundo que procesan estas empresas como VisaNet son de las más altas en el mercado¹⁰. La transferencia efectiva de dinero demora unos cuantos días debido a que son varios los participantes que intervienen para hacer efectivo el pago. Entre los participantes usuales están: (i) el consumidor, (ii) el *merchant*¹¹, (iii) banco adquirente (iv) empresa procesadora de medios de pago y (v) el banco emisor.

Cada uno de estos participantes tiene sus propios sistemas informáticos y registros de transacciones; por ello, si bien las empresas procesadoras de medios de pago pueden ser bastante rápidas, los demás participantes no son

⁸ Según cifras de la Unión Internacional de Telecomunicaciones (en inglés, ITU), organismo especializado de las Naciones Unidas para las Tecnologías de la Información y Telecomunicación (TIC), al final del año 2017, cerca de 3.58 billones de personas tenían acceso a internet, lo que era equivalente al 48.0% de la población mundial. Asimismo, del número total de jóvenes de 15 a 24 años de edad, alrededor del 80% cuenta con acceso a internet (ITU, 2017).

⁹ En el presente artículo se entenderá por «transacción» a una orden o instrucción generada en un sistema informático, que deberá ser procesada, para el envío de dinero, activos, mensajes, etc.

¹⁰ Se estima que VisaNet procesa aproximadamente 65,000 mil transacciones por segundo.

¹¹ El *merchant* es el establecimiento comercial que oferta productos y/o servicios en su plataforma web.

necesariamente igual de rápidos. Asimismo, es importante tener en cuenta de que el volumen de transacciones es alto y todos los registros de transacciones que manejan los distintos participantes deben de coincidir, todo ello hace que el pago efectivo al *merchant* no sea de inmediato.

La velocidad con la que se transfiere dinero por internet no ha podido alcanzar a la velocidad con la que se transmite información. Sin embargo, esto ha cambiado con el surgimiento de los *bitcoins* y demás criptomonedas.

El *Bitcoin*¹² y los *bitcoins* surgieron exactamente el 3 de enero del año 2009, cuando una persona, o grupo de personas, bajo el seudónimo de Satoshi Nakamoto¹³ creó el bloque génesis con los primeros cincuenta *bitcoins*. Este fue el inicio de lo que ha sido bautizado como «internet del valor». De ese modo, si la internet de la información permite a las personas transmitir información de manera sencilla y rápida; la internet del valor permitirá hacer lo mismo con respecto a activos virtuales¹⁴.

La característica esencial que posibilita que hablemos de la internet del valor es la desintermediación o, en otras palabras, la eliminación o reducción de los intermediarios. En el ejemplo de la compra por internet usando una tarjeta de crédito, vimos que existen varios participantes en la transacción; de esos, podemos considerar como intermediarios al banco adquirente, a la empresa procesadora de medios de pago y al banco emisor. Todos estos tienen que intervenir para que el consumidor realice el pago por un producto que ofrece el *merchant* en su página web.

Con la llegada de *Bitcoin*, ahora los consumidores podemos comprar y pagar directamente a los *merchants* que acepten *bitcoins*, sin necesidad de que intervengan los bancos ni una empresa tercera. Esto es la internet del

¹² *Bitcoin*, con la primera letra en mayúsculas, hace referencia al sistema de red descentralizada por el cual se transfieren *bitcoins*, la criptomoneda de dicho sistema.

¹³ Satoshi Nakamoto es el creador de *Bitcoin*. Hasta la actualidad su identidad es un misterio.

¹⁴ En la actualidad no hay un reconocimiento jurídico uniforme sobre la naturaleza de las criptomonedas y *tokens*. Sin embargo, existe consenso en que estos son al menos considerados como activos virtuales. En ese sentido, la Ley para Regular las Instituciones de Tecnología Financiera (Ley Fintech) de los Estados Unidos Mexicanos ha definido a los activos virtuales como «la representación de valor registrada electrónicamente y utilizada entre el público como medio de pago para todo tipo de actos jurídicos y cuya transferencia únicamente puede llevarse a cabo a través de medios electrónicos», incluyéndose en dicha definición a las criptomonedas.

valor, la desaparición¹⁵ del intermediario y, en consecuencia, la transferencia de valor inmediata.

2.1. *Blockchain*¹⁶

Cuando Satoshi Nakamoto publicó su *whitepaper* titulado *Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System* nunca hizo referencia a la palabra *blockchain*; sin embargo, la misma funcionalidad del sistema *Bitcoin* implicaba la existencia de la *blockchain*.

Esta cadena de bloques es básicamente un registro de datos (*database*), que registra información de transacciones¹⁷, a la manera de un libro contable¹⁸. Pero no se trata de un libro contable común, en el que un contador o departamento contable lleva las cuentas de una empresa o grupo de empresas, sino que se trataría de un libro contable distribuido y descentralizado.

En ese sentido, un registro de datos distribuido y descentralizado, a diferencia de uno centralizado, implica que la información sobre las transacciones realizadas no las controla y tiene únicamente acceso una sola persona o grupo de personas, sino que la misma información es compartida entre varias personas (distribuido), que no necesariamente tienen una relación entre ellas, y la información no es provista por una central, sino que esta es provista de manera consensuada por la mayoría o todas las personas con acceso al registro (descentralizado).

Por el contrario, en el caso de un registro centralizado, como el que manejan los bancos, únicamente estos tienen acceso y control de sus propios registros, con información que luego es mostrada a sus clientes. En ese sentido, si Pedro ha realizado un depósito en su cuenta bancaria, pasando ahora de tener S/ 0.00 a tener S/ 100.00, el banco es el que va a ingresar en su registro

¹⁵ Cuando hacemos referencia a la desaparición del intermediario en realidad nos referimos a la desaparición de los intermediarios tradicionales como los bancos o las empresas procesadoras de medios de pago o de transferencia de dinero, dando paso a un sistema descentralizado donde todos los pares conectados a la red (nodos) participan en el funcionamiento de dicho sistema.

¹⁶ Si bien se realizará una explicación de las características generales de toda *blockchain*, esta explicación estará basada esencialmente en el sistema *Bitcoin*.

¹⁷ Las transacciones realizadas (ej. Pedro envía diez *bitcoins* a Julio) se almacenan en bloques, los cuales están conectados formando una cadena de bloques en orden cronológico.

¹⁸ Específicamente, como un libro mayor.

que Pedro ha realizado dicho depósito, pudiendo este último ver luego en la Banca por Internet el movimiento correspondiente.

Posteriormente, si Pedro realiza una compra por internet usando su tarjeta de débito, gastando unos S/ 51, el banco deberá modificar su registro y actualizar el saldo restante en la cuenta bancaria de Pedro (ahora de S/ 49). Como se puede apreciar, el banco es el que controla la información de cuánto es lo que Pedro tiene en su cuenta bancaria.

Mientras que en el registro de datos distribuido y descentralizado del sistema *Bitcoin*, llamado *blockchain*, los que tienen acceso a la información registrada y deciden sobre la información a ser introducida en este registro son todos los participantes de la red, los cuales son conocidos como «nodos», que son las distintas computadoras conectadas a la red. Esto funciona de esta manera debido a que la *blockchain* opera sobre una red *Peer-to-Peer* (P2P).¹⁹

Todos los nodos de la red tienen una copia de toda la *blockchain*; es decir, de todo el registro con las transacciones. De esa manera, la información sobre las transacciones es verificada por todos los nodos, lo que hace irrelevante la necesidad de contar con un intermediario, como el banco, al cual debamos de confiarle el control y validez del registro.

Los nodos no solo verifican, sino también validan las transacciones que son introducidas en la *blockchain*. Esto significa que los que crean nuevos bloques con información de las transacciones son los mismos participantes de la red, la información no es provista por un tercero no participante. En otras palabras, la *blockchain* funciona mediante el acuerdo de la mayoría de los participantes de la red.

Son dos los mecanismos más conocidos para llegar a este consenso en la *blockchain*: (i) *Proof of Work* y (ii) *Proof of Stake*. Existen diferencias importantes entre estos dos mecanismos usados para validar transacciones.

En el caso del *Proof of Work* (PoW), los nodos conocidos como mineros deben resolver un problema matemático²⁰ para validar nuevas transacciones. Es

¹⁹ Una red P2P es aquella en la que la información es compartida por los nodos, de manera que estos actúan tanto como los proveedores de información como los consumidores de ella; ejemplos de plataformas basados en una red P2P son *BitTorrent* y *Gnutella*.

²⁰ Es decir, deben realizar una función *hash* criptográfica (algoritmo matemático) que transforma una cantidad de datos cualquiera en una serie de caracteres de longitud determinada. El algoritmo usado en *Bitcoin* para esta función es SHA-256.

decir, cada vez que una persona desee enviar sus *bitcoins* a otra, los mineros deben resolver un problema matemático que resulte en una serie de caracteres alfanuméricos que sea el requerido por el sistema para validar la transacción efectuada, a esto se le llama «función *hash* criptográfica»²¹.

La dificultad se refleja en que esta serie de caracteres alfanuméricos es única para cada nuevo bloque, y encontrarla implica un gran esfuerzo computacional, consumiendo gran cantidad de energía eléctrica. Asimismo, cuando se quiere validar una transacción, los mineros compiten entre ellos para encontrar dicha serie de caracteres alfanuméricos lo más rápido posible. El que lo encuentre primero, recibirá como recompensa un número determinado de *bitcoins*²².

Una vez que uno de los mineros encuentre la serie de caracteres alfanuméricos correspondiente, este anuncia su resultado y los demás mineros confirman si dicho resultado es el correcto. Una vez que la mayoría lo confirme como tal, el nuevo bloque con la información transaccional es añadido definitivamente a la *blockchain*, pudiendo ser verificado por todos los nodos²³.

De esta forma, en lugar de que una institución financiera como el banco señale cuánto es lo que tiene cada persona en su cuenta bancaria, el consenso entre los mineros es lo que permite validar una transacción y, consecuentemente, concluir cuántos *bitcoins* le pertenecen a cada persona.

²¹ Lo que el minero debe hacer para validar una transacción es intentar que una combinación de datos resulte en una serie de caracteres alfanuméricos que sea menor a determinado valor, esta labor es realizada repetidas veces hasta encontrar la serie de caracteres alfanuméricos adecuada. De esa manera, el minero que encuentre primero la serie adecuada, será el que reciba *bitcoins* como premio, debiendo los otros mineros confirmar su resultado y aprobarse por la mayoría para que el bloque con transacciones sea introducido efectivamente a la *blockchain*.

²² Además de dicha recompensa en *bitcoins* por encontrar la serie adecuada, los mineros también pueden recibir comisiones por el trabajo de minado. Con el tiempo, el número de *bitcoins* recibidos como recompensa se irá reduciendo debido a que el número total de *bitcoins* en circulación no deberá exceder de 21 millones. En ese sentido, llegará un momento en el futuro en el que los mineros únicamente cobrarán comisiones por validar transacciones.

²³ Un ejemplo pintoresco y frecuentemente usado de cómo funciona la validación por los mineros es el siguiente: imagínese que tiene un candado que se cierra con una llave; sin embargo, usted no sabe qué llave es la que cierra el candado. Entonces, va probando con diferentes llaves hasta lograr cerrar el candado. Encontrada la llave correcta, deja la llave puesta en el candado para que todos los demás verifiquen que usted encontró la llave que cerró el candado. De esa manera, todos sabrán que esa llave es la correcta (Peck, 2017, p. 26).

Este mecanismo de consenso para validar transacciones tiene otros beneficios complementarios que hacen atractivo el uso de la *blockchain*. Debido a que resolver estos problemas matemáticos implican un gran gasto de energía, así como se necesita del acuerdo de la mayoría de mineros, los delincuentes cibernéticos que quisieran apropiarse de *bitcoins* tendrían que hacer uso de una gran cantidad de energía eléctrica, además de controlar a la mayoría de mineros, para validar transacciones destinadas a obtener ilícitamente *bitcoins*²⁴.

Estos desincentivos económicos hacen que atacar la *blockchain* no resulte atractivo para los delincuentes cibernéticos. En consecuencia, esta se mantiene como un registro inmutable²⁵ y bastante seguro.

El segundo mecanismo de consenso que funciona en otras *blockchains* distintas al del sistema *Bitcoin*,²⁶ llamado *Proof of Stake* (PoS), no necesita de energía eléctrica en las grandes cantidades utilizadas en el PoW.

De hecho, uno de los problemas identificados por los desarrolladores es el gran uso de energía eléctrica para el PoW, siendo económicamente y ambientalmente insostenible. Son estas razones las que llevaron al desarrollo del PoS, el cual consiste en un mecanismo en el que los nodos que deben validar las transacciones deben registrarse previamente como validadores, teniendo para ello que congelar o depositar una determinada cantidad de criptomonedas.

De ese modo, aquellos nodos que hayan congelado la mayor cantidad de criptomonedas tendrán mayores posibilidades de ser elegidos como validadores. Estos deberán validar las transacciones e introducirlas en bloques.

²⁴ Cabe señalar que en caso un delincuente cibernético intente atacar la *blockchain*, deberá hackear no únicamente un solo bloque, sino todos los bloques de la *blockchain*, los cuales se encuentran conectados entre sí, con la información registrada de todas las transacciones. De esa manera, un determinado bloque tiene información del bloque anterior y este del anterior, así sucesivamente.

²⁵ Con respecto a la inmutabilidad de la *blockchain*, nuevamente, debido al mecanismo de consenso, se necesitaría del acuerdo de la mayoría para cambiar la información de los bloques, lo que resulta posible pero inviable para los propósitos de esta tecnología, ya que cambiar la información registrada implicaría volverla un registro incierto, lo que ahuyentaría a inversionistas y emprendedores interesados en hacer uso de esta. Sin embargo, lo que sí es posible, y común, es que por diferencias entre los participantes de determinado sistema que utiliza *blockchain*, un grupo de estos decida separarse del sistema principal (lo que incluye a la *blockchain* de este sistema) y crear otro con diferentes características y finalidades. Esto se llama *Hard Fork* y algunos casos conocidos son *Bitcoin cash* y *Ethereum classic*.

²⁶ Por ejemplo, la *blockchain* de Neo.

Asimismo, este sistema trabaja sobre la base de incentivos, los validadores serán recompensados con un número determinado de criptomonedas por el trabajo realizado.

Sin embargo, pareciera que en este sistema es más fácil realizar un ataque a la *blockchain*, debido a que no existe un desincentivo económico como en el caso del PoW. Este problema es enfrentado mediante penalidades, que consisten en quitarle al validador fraudulento las criptomonedas que haya depositado. De esa manera, no habrá incentivos para actuar fraudulentamente si es que las penalidades exceden a los beneficios de actuar ilícitamente.

Por último, un elemento particularmente importante de la *blockchain* es la criptografía asimétrica²⁷ que se aplica para realizar las transacciones en la red. Las personas titulares de *bitcoins* tienen dos llaves, una pública y una privada. Con la llave pública (o la dirección) uno puede recibir criptomonedas, ya que esta es la que comparte con otros para que puedan enviarle criptomonedas; mientras que la llave privada es la que cada titular debe resguardar secretamente con la finalidad de usar las criptomonedas recibidas.

Esto funciona de la siguiente manera: Imagínese que usted desea que María le envíe dos *bitcoins* en calidad de pago por un servicio realizado; para ello usted compartirá con María su dirección, que deriva de su llave pública. Con esta información, María envía los dos *bitcoins* a la dirección indicada. Una vez enviado, usted será el único que podrá tener acceso a esos *bitcoins* mediante el uso de su llave privada.

²⁷ La criptografía asimétrica es un sistema para encriptar mensajes y enviarlos de manera segura, que para nuestro caso serían las transacciones. De ese modo, lo que uno solamente posee es su llave pública y privada, los cuales permiten encriptar y desencriptar. Por ello, una persona a quien le envían *bitcoins* a su dirección pública (que proviene de su llave pública) podrá gastar sus *bitcoins* usando su llave privada, siendo la combinación de ambas llaves la que permite desencriptarlos para su uso.

Esta tecnología aplicada da como resultado a la *blockchain*, un registro que es inmutable²⁸, distribuido y descentralizado, transparente²⁹, incensurable³⁰, anónimo³¹ y seguro³². Satoshi Nakamoto, el pionero de todo este aparato, tenía como objetivo crear un sistema que sea una alternativa al sistema financiero³³, que para esos momentos se encontraba pasando una de sus peores crisis.

Es de esta manera que *Bitcoin*, sistema basado en la tecnología *blockchain*, estaba pensado para ser un sistema de pagos y transferencia de valor, una alternativa que excluya al sistema financiero de la ecuación. Para ello, se necesita simplemente de los mismos participantes de este sistema. A este primer uso de la *blockchain* se la conoce como la primera generación.

Sin embargo, en el año 2015 se creó el sistema *Ethereum*, con sus propias criptomonedas conocidas como *ethers*, que dieron inicio a la segunda generación de la *blockchain*, la generación de los *smart contracts*.

2.2. *Smart contracts*

El término *smart contracts* fue concebido por el académico y científico de computación Nick Szabo. Él desarrolló su idea en el *paper* titulado *Smart*

²⁸ El sentido de la *blockchain* es la de ser un registro válido para todos los participantes de la red e interesados en el contenido de dicha información; para ello, la información contenida está destinada a mantenerse inalterable, por ello las decisiones de modificación de la información del registro deben tomarse por mayoría, lo cual suele darse en situaciones muy excepcionales.

²⁹ Además de los nodos, cualquier persona con acceso a internet podría observar libremente el registro de transacciones en páginas web como <<https://www.blockchain.com/es/explorer>>

³⁰ Los sistemas basados en tecnología *blockchain* no pueden ser censurados por el gobierno ni por cualquier otro, ya que para ello se necesitaría tener el control de la mayoría de los nodos participantes. De igual forma, la *blockchain* existirá mientras haya por lo menos una computadora que tenga la copia de esta en su memoria.

³¹ Un aspecto importante es que los participantes de la red actúan de manera anónima o seudónima; debido a la criptografía aplicada, no es necesario identificarse con datos personales (nombres y apellidos) para recibir y enviar *bitcoins*, únicamente basta con la llave pública y privada.

³² Los mecanismos de consenso y la estructura descentralizada de la *blockchain*, entre otras razones, sirven de desincentivo para delincuentes cibernéticos que quieran hackear el sistema.

³³ Si bien la *blockchain* tiene muchos beneficios y gran potencial para ser la tecnología que cambie el sistema financiero mundial, también cabe tener en cuenta que sus mismas características la hacen aún vulnerable a usos indebidos. Por ejemplo, la falta de datos personales para realizar las transacciones puede conllevar al tráfico ilícito de drogas y armas como sucedió en el conocido caso *Silk Road*, donde Ross William Ulbricht administró un *marketplace* alojado en la *deep web* por medio del cual se realizaban transacciones ilícitas utilizándose para ello *bitcoins*. Aún falta que se adopten mejores prácticas para su uso, pero el potencial de la tecnología es incuestionable.

contracts: Building Blocks for Digital Markets, publicado en 1996. Sin embargo, no fue hasta el año 2015, con el desarrollo del sistema *Ethereum*, que los postulados de Nick Szabo pudieron ver la luz.

La mente detrás de *Ethereum* le pertenece a Vitalik Buterin, un joven programador de origen ruso que con tan solo diecinueve años de edad escribió el *whitepaper* de *Ethereum* titulado *A Next-Generation Smart contract and Decentralized Application Platform*, publicado en 2013. Buterin ideó y creó, junto con otros desarrolladores, el sistema *Ethereum*. Tuvo en consideración las limitaciones de *Bitcoin*.

Ethereum, a diferencia de *Bitcoin*, permite no solo enviar o transferir valor mediante su propia criptomoneda (*ethers*) a otra persona, sino que también permite construir *Decentralized Autonomous Organizations* (DAO)³⁴ y *Decentralized Applications* (Dapps)³⁵.

Sucede que *Ethereum* no ha sido concebido para remplazar a *Bitcoin* como sistema de transferencia de valor o medio de pagos, sino para que desarrolladores puedan crear programas informáticos y, de esa manera, crear un ecosistema en el que convivan Dapps y DAOs. Para lograrlo, *Ethereum* tiene componentes que la diferencian de *Bitcoin*: es *Turing* completo, lo que significa que permite el desarrollo de programas informáticos para la creación de aplicaciones; es decir, que pueden introducirse diversos códigos o instrucciones a fin de crear distintas aplicaciones³⁶.

Asimismo, *Ethereum* hace uso del *Ethereum Virtual Machine* (EVM) que es la supercomputadora virtual potenciada por los nodos de *Ethereum* por medio del cual se ejecutan estos programas informáticos.

³⁴ Las DAO son organizaciones autónomas que están creadas sobre la base de *smart contracts*; es decir, son programas informáticos que funcionan por sí mismos, no siendo necesaria la intervención humana, sino solo para escribir los códigos para su creación y, a veces, para tomar ciertas decisiones por mayoría de la organización. La DAO más conocida fue *The DAO* que sufrió un ataque cibernético y finalmente desapareció por el acuerdo de la mayoría de nodos de *Ethereum*.

³⁵ Las Dapps son aplicaciones o simplemente programas mediante las cuales se brinda un servicio o se realiza una actividad (como las aplicaciones del sistema Android del teléfono celular); sin embargo, lo distintivo de las Dapps es que funcionan sobre la *blockchain* y hacen uso de *smart contracts* para su funcionamiento, siendo por ello mismo descentralizado.

³⁶ En cambio, debido a que *Bitcoin* ha sido ingeniado para ser una alternativa al sistema tradicional de transferencia de dinero, el sistema *Bitcoin* no permite hacer muchas cosas más que solo para lo que ha sido creado.

Estos componentes, entre otros, hacen que se puedan ejecutar *smart contracts* en *Ethereum*. Estos son, en términos sencillos, programas informáticos, que se conservan en la *blockchain* de *Ethereum*. Sin embargo, lo que hace interesante a los *smart contracts* es que son autoejecutables; es decir, no se necesita de la intervención de personas para mantenerlas en funcionamiento³⁷.

Lo anterior significa que, una vez introducidos los códigos en *Ethereum*, en principio, ya no es posible detener la ejecución del *smart contract*. Por ello, si es que nos encontramos frente a un *smart contract* —que para algunos es la plasmación en código de un contrato vinculante entre partes³⁸— no será posible que una de las partes pueda desistir de este o incumplirlo unilateralmente, ya que este mismo sería inmutable³⁹. Entonces, debido a que el *smart contract* es autoejecutable e inmutable, el riesgo de contraparte o de incumplimiento sería igual a cero.

Los *smart contracts* son programados en un lenguaje de modo condicional (si..., entonces...). De esa manera, no solo servirían para escribir una instrucción que ordene «enviar 10 *ethers* a Pedro», sino que puede escribir «si es que Pedro sufre un siniestro, enviar 10 *ethers* a Pedro como parte de la cobertura del seguro».

De esta manera, *Ethereum* ha permitido la construcción de un ecosistema en el que se pueden introducir *smart contracts* que permiten programar distintos tipos de actividades, ya sea para dar cumplimiento a una obligación de pago de un contrato, como también para la contabilización y ejecución de una actividad que ha sido decidida por votos, entre otros.

³⁷ Si bien lo dicho es cierto, cabe tener en cuenta que existen los *Oracles*. Estos son nodos especiales que proveen de información actualizada al *smart contract*, de modo que, por ejemplo, si una empresa de seguros que usa esta tecnología debe realizar el desembolso de dinero por concepto de cobertura por el siniestro sufrido por una persona, un *Oracle* podrá informar sobre este suceso al *smart contract* para que este automáticamente desembolse el dinero acordado al asegurado.

³⁸ Actualmente existen discusiones sobre si podría considerarse a los *smart contracts* como contratos de conformidad al ordenamiento jurídico (en el caso peruano, de conformidad al Código Civil) o si simplemente son mecanismos o medios que posibilitan la ejecución de actividades como, por ejemplo, puede ser la transferencia bancaria usada para cumplir con la obligación de pago por el servicio brindado por un proveedor.

³⁹ Como se señala en el párrafo, en principio, la ejecución de los *smart contracts* no puede detenerse, ya que solo bastará que el programa verifique el cumplimiento de una condición para que cumpla con ejecutar automáticamente la acción programada. Sin embargo, también cabe la posibilidad de que pueda detenerse la ejecución del *smart contract* o modificarse, pero siempre que dicha opción haya sido programada *ex ante*; es decir, al momento de crearlo.

La introducción de los *smart contracts* permite referirnos a la segunda generación de la *blockchain*, la generación programable.

2.3. *Tokens*

Los *smart contracts* y la *blockchain* son dos conceptos relacionados. Los primeros funcionan sobre la segunda. Sin embargo, para completar el trinomio es necesario referirnos a los *tokens*, o también llamados *criptotokens*.

Según William Mougayar (2017), un *token* es «una unidad de valor que una organización crea para gobernar su modelo de negocio y dar más poder a sus usuarios para interactuar con sus productos, al tiempo que facilita la distribución y reparto de beneficios entre todos sus accionistas»⁴⁰. Como señala el autor citado, un *token* es una unidad de valor que no necesariamente se traduce en una moneda digital (como los *bitcoins*), sino que puede tener distintas finalidades.

Los *tokens* pueden ser representaciones de titularidades sobre distintos bienes tangibles; por ejemplo, un *token* puede representar el derecho de propiedad sobre un inmueble, de modo que se podría transmitir la propiedad de un inmueble mediante el uso de una *blockchain* simplemente transfiriendo el *token* correspondiente.

El mayor uso de *tokens* se realiza en *Ethereum*. La razón de ello se debe a que *Ethereum* es un sistema diseñado para que se puedan construir aplicaciones descentralizadas (Dapps) sobre esta. Lo dicho significa que distintos desarrolladores podrán construir, usando *smart contracts*, diferentes Dapps para distintos usos.⁴¹

Sin embargo, si bien los *tokens* son creados con la finalidad de permitir la interacción de los tenedores de *tokens* con las funcionalidades que brinda una Dapp determinada, lo cierto también es que sirven como medio para captar recursos para el financiamiento y desarrollo de la Dapp; esto se logra mediante un *Initial Coin Offering* (ICO).

⁴⁰ Traducción de <<https://www.bbva.com/es/que-es-un-token-y-para-que-sirve>>

⁴¹ Algunos de las Dapps más exitosas son: *Blocklancer*, plataforma que conecta a *freelancers* con empleadores; *Golem*, plataforma que permite que pueda usarse la energía computacional de otros para realizar determinadas tareas; y, *OmiseGO*, una plataforma que permite realizar pagos y transferencias de dinero. Todos estos Dapps funcionan sobre la *blockchain* de *Ethereum* y tienen sus propios *tokens* nativos: LNC, GNT y OMG, respectivamente.

ICO es una denominación derivada de IPO, que es *Initial Public Offering* (lo que en español sería una oferta pública primaria de valores). Los ICO sirven para captar recursos para desarrollar proyectos, de modo que lo que se hace es emitir un número de *tokens* determinados que serán adquiridos por las personas interesadas en tener una participación en el proyecto (mediante votos) o para poder usar ciertas funciones de la Dapp, etc.

Estos *tokens* son adquiridos generalmente con *ethers* o *bitcoins*, de modo que quienes están interesados en adquirir *tokens* deben comprar estos a cambio de las criptomonedas que tengan a su disposición.

De ese modo, se suele utilizar tres clasificaciones de *tokens* dependiendo del uso que se les dé:

- *Utility token*
- *Equity token*
- *Security token*

El *utility token* es aquel que otorga la posibilidad de acceder e interactuar con los productos y/o servicios que brinda una Dapp. Por ejemplo, puntos para jugar un juego bloqueado. El *equity token* es aquel que representa acciones de una compañía; y, el *security token* es aquel que puede representar diversos activos o instrumentos financieros.

Por último, a modo de aclaración, cabe señalar que tanto los *smart contracts* como los *tokens* son usados en distintas Dapps, las que pueden funcionar sobre la *blockchain* de *Ethereum*, como también sobre otra *blockchain*⁴².

2.4. *Blockchains* públicas y privadas (con permiso y sin permiso)

Las potencialidades de uso de esta tecnología disruptiva⁴³ ha sido captada por la industria financiera, que ha observado que los servicios financieros,

⁴² Estamos hablando de dos niveles distintos; por una parte, están las *blockchains* de los distintos sistemas (*Bitcoin*, *Ethereum*, QTUM, etc.) y, por otra parte, sobre estas, dependiendo de las posibilidades que ofrezcan, podrán construirse aplicaciones descentralizadas usando *smart contracts* y *tokens*, de ser el caso.

⁴³ Es común referirse a la *blockchain* como una tecnología disruptiva, ya que tiene la potencialidad de ser aprovechada en distintos sectores (financiero, salud, etc.) y cambiar el modo como estos vienen funcionando. En ese sentido, se dice que ella es tan importante como la aparición de internet, constituyéndose como un nuevo paradigma.

como la transferencia de dinero, podrían verse potenciados con el uso de la *blockchain*.

Sin embargo, algunos de los aspectos que no suelen ser vistos con buenos ojos por los empresarios son el libre acceso y control⁴⁴. Es decir, las *blockchains* de los sistemas más conocidos, como *Bitcoin* y *Ethereum*, pueden ser usadas por cualquier persona para programar sobre esta (*smart contracts*, Dapps). Además de que cualquiera puede constituirse como un nodo para validar y/o verificar transacciones y también cualquier persona o entidad —no siendo un nodo participante de la red— puede observar libremente la información de las transacciones en Internet.

Lo anterior es generalmente un problema para las empresas financieras, como los bancos, los que deben velar por la confidencialidad de la información patrimonial de sus clientes, por ejemplo, la información protegida por el secreto bancario. Por ello, para no perder la posibilidad de usar la tecnología *blockchain*, los bancos buscan maneras más privadas de utilizarla; es decir, de una forma que solo permita el acceso y control a ciertos participantes⁴⁵.

De ese modo, es posible clasificar a las *blockchains* por el acceso y control que se tiene sobre estas (Malm & Wall, 2016, p. 22). Estas pueden ser:

- Pública: aquella a la que cualquier persona o entidad puede acceder libremente y hacer uso de esta (ej. realizar transacciones).
- Privada: aquella a la que únicamente pueden acceder y hacer uso de esta ciertas personas o entidades determinadas.
- Sin permiso: aquella en la que cualquier persona o entidad puede constituirse como un nodo participante de la red (es decir, como los que validan y verifican las transacciones y, en general, controlan la *blockchain*).
- Con permiso: aquella en la que únicamente determinadas personas o entidades pueden constituirse como nodos participantes de la red.

⁴⁴ Con «control» nos referimos a que las *blockchains* son gestionadas o manejadas por los nodos participantes de la red, quienes deben tomar decisiones sobre distintos aspectos, por ejemplo, las actualizaciones del *software*.

⁴⁵ Actualmente, existen proyectos privados que tienen esa finalidad. Uno de estos es el consorcio R3, que ha desarrollado su propia *blockchain* o DLT conocida como Corda. Distintos bancos son parte de este proyecto, entre ellos, el Banco de Crédito del Perú (BCP).

Considerando ello, los bancos y otras entidades reguladas, que manejen información sensible o confidencial, preferirían hacer uso de una *blockchain* privada y con permiso; de modo que únicamente participantes determinados previamente puedan introducir, validar e intercambiar la información registrada en la *blockchain*.

Este modelo de *blockchain* tiene beneficios claros que las entidades reguladas podrían sacarle provecho (Malm & Wall, 2016, p. 22 y ss.; Buterin, 2015):

- La *blockchain* podría ser modificada en caso sea necesario: si bien, en principio, es inmutable, hay muy pocos casos en los que ha sido necesaria la alteración consensuada del registro por parte de los nodos participantes (ej. *The DAO*)⁴⁶, lo que se logra únicamente si la mayoría de los nodos están de acuerdo (+51%). En una industria como la financiera, en donde, por la gran cantidad de operaciones, podría haber errores en la información registrada en la *blockchain*, es beneficioso que únicamente haya un número determinado de nodos participantes, ya que de esa manera es más fácil llegar a acuerdos para modificar o revertir la información introducida en la *blockchain*.
- Los nodos serían entidades identificadas: un aspecto esencial de la mayoría de sistemas que usan *blockchain* públicas es que no es necesario que los nodos, ni quienes hacen uso de la *blockchain* en general, tengan que identificarse con sus datos personales. Este entorno de anonimidad en las *blockchain* públicas es irrelevante para el funcionamiento del sistema, ya que en lo que se confía no es en la reputación de los participantes de la red (ej. nodos), sino en la misma *blockchain*, el cual es un registro inmutable, ningún tercero va a modificar la información registrada (a menos que sea acordado). Sin embargo, en una *blockchain* privada y con permiso, los nodos participantes de la red podrían ser, por ejemplo, los mismos bancos, de modo que sería más fácil interponer reclamos y, además, los casos de colusión para

⁴⁶ Como se señaló, *The DAO* sufrió un ataque cibernético que consistió en sacar ventaja de un error en los códigos escritos por los programadores; el atacante se apropió de una gran cantidad de *ethers*, que en ese momento ascendía a un valor aproximado de sesenta millones de dólares americanos. En consecuencia, los nodos de *Ethereum* tuvieron que realizar un *Hard Fork* de *Ethereum*, a fin de devolver los fondos apropiados por el atacante a los usuarios afectados.

actuar fraudulentamente⁴⁷ se verían controlados debido a la supervisión de las autoridades competentes (ej. SBS), quienes podrían imponer sanciones a las entidades reguladas.

- La supervisión es más sencilla: en una *blockchain* pública y sin permiso, las reglas las definen los mismos nodos, lo que podría ser un obstáculo para las entidades reguladas que tienen que cumplir con estándares y obligaciones para la prestación de sus servicios, además de no ser sencilla la supervisión por parte de la autoridad competente. En ese sentido, una *blockchain* privada y con permiso brinda mayores facilidades para efectuar la tarea de supervisión, ya que la misma autoridad supervisora podría constituirse como un nodo, teniendo acceso directo a toda la información puesta en la *blockchain*, lo que incluso podría ser beneficioso en caso se requiera actuar rápidamente, por ejemplo, cuando exista sospecha de la comisión de delitos de lavado de activos y financiamiento del terrorismo (LA/FT) cometidos por personas con información registrada en la *blockchain*.
- Mejores precios para las transacciones: en un sistema que use una *blockchain* pública y sin permiso, lo más común es que los nodos de la red sean de distintas partes del mundo, lo que significa que tienen distintas condiciones para realizar la validación de transacciones como, por ejemplo, la velocidad de conexión a internet y la capacidad de procesamiento de datos; además de que las transacciones son usualmente confirmadas por una gran cantidad de nodos, lo que implica, de cualquier modo, tiempo y dinero (comisiones que se tienen que pagar a los nodos por validar las transacciones). En cambio, en un sistema donde existe un número limitado de nodos que serán los que validen las transacciones, es más fácil que estos cumplan con condiciones similares, conllevando a una mayor uniformización, de

⁴⁷ Cabe recordar que, por ejemplo, en el caso de *Bitcoin* existe el PoW, que es un mecanismo de consenso para validar transacciones por parte de los nodos mineros. La ventaja de este mecanismo consistía en que la energía computacional que se requiere para validar transacciones en *Bitcoin* es alta, lo que desincentiva a los delincuentes cibernéticos a intentar alterar la *blockchain* para adjudicarse *bitcoins*, así como desincentiva a los mismos mineros a actuar fraudulentamente; ya que ello conllevaría a que el valor de los *bitcoins* se reduzca, afectando a todos los que posean *bitcoins*, incluido a los mineros coludidos. Sin embargo, en un sistema basado en una *blockchain* privada y con permiso, como en la que podrían ser partícipes las empresas financieras, no existiría estos desincentivos señalados, pero al estar identificados y sujetos a regulación, podrían recibir sanciones por parte de la autoridad competente.

modo que sería más rápido llegar al consenso y las comisiones podrían ser fijadas atendiendo a las necesidades particulares.

Además de estos beneficios relacionados a la utilización de una *blockchain* privada y con permiso, es importante tener en cuenta que el uso de este sistema por parte de distintas entidades reguladas, que en muchas ocasiones tienen que compartir información, representa un gran beneficio en la medida que reduce considerablemente el tiempo de reconciliación de la información⁴⁸.

Esto significa que, para las entidades reguladas que hagan uso de una misma *blockchain*, al participar como nodos de la red, ya no será necesario que tengan que reconciliar la información que cada una de estas entidades tiene en su poder, sino que la información válida se mantendrá actualizada en un único registro compartido (la *blockchain*), teniendo todos los participantes acceso a ella.

3. LA *BLOCKCHAIN* EN EL MERCADO DE VALORES

Los sistemas e infraestructuras de los mercados de valores de todo el mundo han ido mejorando a lo largo de los años. Si bien el sistema actual no es deficiente, consideramos que la adopción de la tecnología *blockchain* podría resultar positiva para el desarrollo del mercado de valores.

En ese sentido, es importante realizar un análisis inicial, debido al estado del arte⁴⁹, sobre el impacto de esta tecnología en el sistema e infraestructura del mercado de valores⁵⁰ y la viabilidad legal de su uso.

⁴⁸ Los costos asociados al trabajo de reconciliar bases de datos suelen ser bastante altos; se puede llegar a gastar billones de dólares anuales en el mercado bursátil. En ese sentido, se dice que el uso de tecnología *blockchain* podría ahorrar cerca de doce billones de dólares americanos anuales en una escala global (Goldman Sachs Group, 2016, p. 7).

⁴⁹ La tecnología *blockchain* aún está en sus primeros años. Si bien la tecnología tiene gran potencial de mejorar distintas industrias, es posible afirmar que muchos proyectos todavía no están totalmente asentados, ni la tecnología ha sido desarrollada en su plenitud (la tecnología *blockchain* está actualmente como internet en los años noventa).

⁵⁰ A efectos de este artículo, cuando hagamos referencia a «sistema e infraestructura del mercado de valores» se estará haciendo referencia al funcionamiento del mercado de valores como un todo, siendo este la combinación de las funciones desempeñadas por el supervisor, los intermediarios (especialmente, las sociedades agentes de bolsa), empresas emisoras y a la regulación que establece las reglas de funcionamiento en este mercado.

De ese modo, debido a que el presente artículo es de índole jurídico, el énfasis del siguiente análisis repercutirá en los aspectos que estén vinculados a conceptos legales, normas, obligaciones, etc., considerando también los aspectos técnicos de la *blockchain* a los que sean necesarios hacer referencia para una mejor explicación.

3.1. La confianza en el mercado de valores

Analizar el impacto de la implementación de una tecnología tan disruptiva como la *blockchain* en el mercado de valores presenta una serie de retos e interrogantes. Especialmente porque estamos hablando de un mercado bastante regulado, lleno de obligaciones de revelación de información y normas de conducta.

Esta regulación tiene su fundamento en la importancia que representa el mercado de valores para la economía de un país. No por nada el mercado de valores ha sido señalado como el centro nervioso y termómetro de la economía (Payet, 1996, p. 69; Guarniz, 2003, p. 182; Castillo & Payet, 2009, p. 25).

De ese modo, la regulación del mercado de valores tiene como objetivos centrales (i) proteger a los inversionistas, (ii) garantizar que los mercados sean eficientes, justos y transparentes, y (iii) reducir el riesgo sistémico (IOSCO, 2017)⁵¹.

Tomando esto en consideración, una pregunta fundamental que los operadores que busquen implementar la tecnología *blockchain* en el mercado de valores deberían hacerse es ¿en qué medida esta tecnología puede ayudar a alcanzar estos objetivos?

Existen distintas formas en las que se puede adoptar esta tecnología. Como hemos visto, pueden ser públicas y privadas y, como veremos, pueden implementarse de manera integral (ej. una misma *blockchain* para la negociación, compensación y liquidación), de manera que el mercado de valores funcione sobre la *blockchain* pública, o también de manera parcial y aislada, impactando únicamente en un proceso específico. Todo dependerá de los procesos que se buscan mejorar.

⁵¹ De manera similar el Art. 1 del TULO de la Ley de Mercado de Valores señala que la finalidad de la regulación es «promover el desarrollo ordenado y la transparencia del mercado de valores, así como la adecuada protección del inversionista».

Sin embargo, la adopción de una *blockchain* para el mercado de valores plantea una pregunta anterior a la previamente mencionada: ¿es posible prescindir o reducir la regulación del mercado de valores?

La pregunta es importante debido a que, como explicamos, la finalidad originaria de la tecnología *blockchain* es prescindir de los intermediarios,⁵² como también de la regulación⁵³, lo cual conllevaría a una interacción más directa y libre entre usuarios; para ello, la confianza del funcionamiento de la *blockchain*⁵⁴ recae enteramente en sus características constitutivas señaladas en el antepenúltimo párrafo del apartado 2.1. del presente artículo.

Esta cuestión plantea la reflexión sobre el papel de la regulación en el mercado de valores, y si es posible prescindir de ella en alguna medida.⁵⁵ Actualmente, los inversionistas que hacen uso de la bolsa de valores para vender y comprar valores mobiliarios confían en el sistema e infraestructura del mercado de valores (regulación, intermediarios, supervisor). Dependiendo de las formas y el nivel de adopción de la *blockchain*, el sistema y la infraestructura del mercado de valores se verían modificados.

¿Sería entonces conveniente modificar el *statu quo*, desplazando la confianza en el sistema e infraestructura actual del mercado de valores (regulación, intermediarios, supervisor) a una confianza en la *blockchain*?

La confianza de los inversionistas en el mercado de valores es una basada en el análisis costo-beneficio, lo que podríamos llamar confianza cognitiva⁵⁶

⁵² Quienes son los que tienen que cumplir en gran medida con la carga regulatoria impuesta por la SMV.

⁵³ En este punto lo más correcto sería decir que la *blockchain* es autorreguladora; es decir, que está gobernada por sus propias reglas. En ese sentido, Wright & De Filippi (2015) plantean un nombre para las reglas que gobiernan la *blockchain*: *Lex Cryptographia*.

⁵⁴ La literatura especializada se suele referir sobre este punto a que confiar en la *blockchain* es confiar en el código o en las matemáticas.

⁵⁵ Cabe señalar que no estamos considerando los mercados *Over-the-counter* (OTC) para este análisis.

⁵⁶ La confianza es la voluntad de una persona de volverse vulnerable ante otra, esta puede ser clasificada de manera general en confianza afectiva y confianza cognitiva. La primera es aquella confianza que se basa en emociones, experiencias y valores (ej. la confianza entre miembros de una familia); mientras que la confianza cognitiva es aquella basada en el análisis costo-beneficio de determinada promesa en determinada situación (ej. la confianza en afiliarme a una AFP). Cabe señalar que, en una determinada relación, se puede hallar las dos clases de confianza, pero siempre habrá una que predomina sobre la otra (Colombo, 2010).

(Colombo, 2010). De ese modo, el inversionista que quiere adquirir acciones debe calcular los beneficios y los costos asociados a dicha operación.

En ese sentido, en el supuesto caso de que una empresa ofrezca acciones a pequeños inversionistas, siendo esta una relación de información asimétrica, los costos asociados a la adquisición de estas acciones pueden ser muy altos, ya que los pequeños inversionistas pueden estar sujetos, entre otros, a riesgos de fraude.

Ante esta situación de asimetría informativa, la regulación del mercado de valores está destinada a proteger al inversionista, imponiendo a la empresa emisora obligaciones de revelación de información para que el pequeño inversionista tenga mayor información relacionada a las acciones a adquirir⁵⁷.

Por ello, la regulación y la supervisión sobre las empresas emisoras brinda protección al inversionista, reduciendo los costos de confiar en la empresa emisora y fortaleciendo la confianza cognitiva del inversionista⁵⁸ (Colombo, 2009, p. 38).

Vemos entonces que la regulación del mercado de valores es necesaria, en tanto sirva para proteger al inversionista, así como para alcanzar los otros objetivos centrales establecidos por la IOSCO (siglas en inglés de la Organización Internacional de Comisiones de Valores).

Considerando lo explicado, ¿de qué manera podrían trasladarse las mayores garantías que brinda el sistema e infraestructura actual del mercado de valores a la *blockchain*?

⁵⁷ Cabe señalar que, en una oferta privada, a diferencia de una oferta pública, la confianza afectiva podría tomar mayor protagonismo que la confianza cognitiva. Esto se debe a que este tipo de ofertas usualmente involucra a inversionistas que tienen una relación previa con la empresa emisora, lo que permite desarrollar la confianza afectiva del inversionista hacia el emisor (Colombo, 2009, p. 43).

⁵⁸ La confianza en las relaciones comerciales trae consigo la reducción de costos transaccionales (Putnam, 2000; Frankel, 2006; Colombo, 2009); por ello es importante que el comerciante o inversionista tenga confianza en las relaciones y operaciones en las que se involucra. De manera similar, la confianza cumple un rol esencial en los mercados financieros; en ese sentido, Lynn Stout (2009) reflexiona que el mercado de valores estadounidense es una de las instituciones más importantes de su país debido en gran medida a la confianza de los inversores: «*The American securities market is one of the largest and most important institutions in our economy [...]. This is only possible because many investors trust. They may not necessarily trust individual securities professionals and corporate insiders to be honest and dependable (although I would like to believe most are honest and dependable, recent events do raise doubts), but at least they trust "the system". And because they trust, they are willing to buy trillions of dollars of securities, even when they are not quite sure what they are buying or whom they are buying it from*».

Para abordar estas preguntas adecuadamente es necesario ahondar más en las dos clases de *blockchains* que podrían ser usadas para el mercado de valores: pública y privada (con permiso y sin permiso)⁵⁹.

3.1.1. Blockchain pública para el mercado de valores

Veamos primero un mercado de valores que funciona sobre una *blockchain* pública. Por ejemplo, ¿podría realizarse una oferta pública primaria de valores por medio de una *blockchain* como la del sistema *Ethereum*?

Esto implicaría que empresas emisoras utilicen la *blockchain* de *Ethereum* para ofrecer públicamente la venta de valores mobiliarios, por ejemplo, mediante una ICO. Ante esta situación, ¿cómo ofrecer las mismas o mejores garantías que el mercado de valores actual brinda?

Este supuesto plantea diversas cuestiones⁶⁰, entre ellas, las tres siguientes:

- Supervisor (SMV): nivel de supervisión y regulación⁶¹ en un mercado de valores que funciona sobre una *blockchain* pública.
- Intermediarios: nivel de actuación en un mercado de valores que funciona sobre una *blockchain* pública.
- Empresas emisoras e inversionistas: nivel de actuación en un mercado de valores que funciona sobre una *blockchain* pública.

El supervisor puede participar del sistema *Ethereum*, que utiliza una *blockchain* pública, de manera directa o indirecta. Directa sería si este se constituye como un nodo⁶² de la red e indirecta sería si ejerce su rol de supervisor sin

⁵⁹ En adelante, para efectos prácticos y sin perjuicio de que pueden establecerse más de dos combinaciones, cuando se haga referencia a *blockchain* pública se incluye también a la cualidad de que no necesita permiso o sin permiso, mientras que la referencia a la privada, incluye a la cualidad con permiso, en los términos explicados anteriormente.

⁶⁰ Los cambios que pueden traer la implementación de la tecnología *blockchain* son diversos. En este artículo se analiza cómo impactaría en las funciones del supervisor, intermediarios —como la sociedad agente de bolsa— y la empresa emisora. Sin embargo, se pueden realizar otros análisis, por ejemplo, sobre el impacto en la función que desempeña las ICLV, así como también aspectos más teóricos como la naturaleza jurídica del *token*-valor mobiliario, entre otros.

⁶¹ De acuerdo al Art. 1 del Texto Único Ordenado de la Ley de Orgánica de la SMV (decreto ley 26126), son funciones de la SMV supervisar, regular y promover el mercado de valores.

⁶² Teniendo más o menos licencias para participar en la red, dependiendo de los tipos de nodos.

constituirse como un nodo, pero ejerciendo control sobre participantes directos e indirectos de la red.

Consideramos que, de las dos formas descritas, la que resultaría más conveniente sería la participación indirecta, ya que una participación directa en la red no aportaría en absoluto a su función de supervisión y regulación⁶³; el supervisor no necesita validar y verificar transacciones⁶⁴, ni mucho menos crear Dapps, *tokens* o *smart contracts* sobre la *blockchain*.

En cambio, podría ejercer su función de supervisión de mejor manera si es que ejerce el control de los intermediarios que podrían participar de manera directa en la red, algo similar a lo que sucede actualmente. El supervisor podría seguir imponiéndole obligaciones de reserva de confidencialidad, identificación del cliente, normas internas de conducta, entre otras, y sancionar cuando corresponda.

Sin embargo, para asegurar la transparencia e integridad de un mercado de valores que funciona sobre una *blockchain*, el supervisor tendría que regular de una manera que reduzca en lo posible los riesgos asociados al uso de una *blockchain* pública —como el riesgo operacional⁶⁵— pudiendo incluso imponerle a los intermediarios de mayores y más exigentes obligaciones y responsabilidades a las vigentes para asegurar que se pueda seguir brindando las mismas garantías que brinda el sistema e infraestructura actual del mercado de valores.

Esto claramente parece una medida a tomar que podría resultar muy onerosa para los participantes del mercado de valores, ya que que los intermediarios tendrían que tomar medidas de seguridad que ni siquiera las más grandes

⁶³ La tecnología *blockchain* original no ha sido desarrollada para otorgarle más poder a determinada persona o entidad, se trata de un proyecto colaborativo, por lo que, en principio, todos los participantes o pares pueden tener las mismas licencias para acceder y tener control en la *blockchain*.

⁶⁴ Estas transacciones no solo serían los relacionados al intercambio de valores mobiliarios registrados ante la SMV, sino cualquier transacción que se realice en la *blockchain*.

⁶⁵ Conforme al Art. 4 del Reglamento de Gestión de Riesgo Operacional (resolución de superintendencia N°00027-2016), el riesgo operacional hace referencia a la posibilidad de ocurrencia de pérdidas debido a procesos inadecuados, errores del personal, fallas tecnológicas o por eventos externos, incluyéndose el riesgo legal. Este es el tipo de riesgo más presente en una *blockchain* pública, debido a que esta, como cualquier programa de computación (*software*), no está exenta de fallas.

compañías dedicadas a la compra y venta de criptomonedas (*exchanges*) han podido implementar con éxito⁶⁶.

Lejos de promover el mercado de valores —otra de las funciones de la SMV— usar una *blockchain* pública podría elevar los costos en el acceso al mercado de valores, tanto para nuevos intermediarios como para inversionistas⁶⁷.

La capacidad de supervisión y regulación de la SMV no estaría sometida a su involucramiento en el sistema *Ethereum*, pues puede solo ejercer el control sobre los intermediarios y demás participantes regulados y no verse limitado en mayor medida. Sin embargo, el nivel de supervisión y regulación deberá considerar los riesgos adicionales que traen consigo el uso de una *blockchain* pública, lo que seguramente conllevará a una supervisión y regulación más exigente sobre los participantes del mercado de valores.

Por otro lado, la actuación de los intermediarios podría verse alterada en mayor o menor medida en un mercado de valores que funciona sobre una *blockchain* pública. Teniendo en cuenta que la idea detrás de esta tecnología es prescindir de los intermediarios y remplazar la confianza depositada en estos a una confianza en las características de este sistema, veamos si la importancia actual del intermediario en el mercado de valores podría verse reducida y dar mayor libertad de actuación independiente a las empresas emisoras e inversionistas.

De igual manera que en el caso del supervisor, los intermediarios podrían participar del sistema *Ethereum* y hacer uso de la *blockchain* de manera directa o indirecta. En este caso será directa si el intermediario se constituye como un nodo⁶⁸ e indirecta si hace uso de la *blockchain* a través de terceros⁶⁹.

Sin embargo, como señalamos, además de estas dos formas de participación del intermediario, cabe también plantear la situación en la que la intervención

⁶⁶ Durante la primera mitad del año 2018, *hackers* se han apropiado de criptomonedas por una cantidad equivalente a más de un billón de dólares americanos (Rooney, 2018).

⁶⁷ Los inversionistas serían afectados, ya que si el intermediario tiene que tomar mayores medidas de control que implique un desembolso significativo de dinero, ese costo será trasladado a los inversionistas quienes son clientes de los intermediarios.

⁶⁸ Con lo cual los intermediarios tienen acceso a la información de la *blockchain* y pueden controlarla, siempre que se constituyan como un nodo completo (*full node*).

⁶⁹ Tendrían que acceder a las facilidades que brinda la *blockchain* mediante un tercero (ej. una *exchange*).

del intermediario en el sistema *Ethereum* sea limitada o nula, dejando mayor campo de actuación independiente a la empresa emisora e inversionistas.

En ese sentido, resulta prioritario reflexionar primero si podría prescindirse del intermediario del mercado de valores. De hecho, existen profesionales del derecho que proponen la creación de un mercado de valores sobre una *blockchain* prescindiendo de intermediarios (Lee, 2016)⁷⁰.

Para que ello sea viable, el mercado de valores que funciona sobre una *blockchain* pública tendría que presentar grandes beneficios como para prescindir de las ventajas que trae consigo la actividad de intermediación, las cuales explicamos a continuación⁷¹.

Una de las funciones principales de los intermediarios es proveer de información y de asesoría financiera a los inversionistas, especialmente a los pequeños o poco sofisticados; de modo que los costos asociados a aprender a invertir eficientemente en el mercado de valores, así como los costos de procesar la información proveniente del mercado se ven reducidos para estos inversionistas (Allen & Santomero, 1998; Paccos, 2000).

Seguidamente, los intermediarios no solo están llamados a equiparar el campo de juego en cuanto a la información relevante disponible entre la empresa emisora y el inversionista, sino que también permiten reducir los costos de búsqueda en encontrar compradores o vendedores interesados en efectuar operaciones con determinados valores mobiliarios (Delmar, 1998).⁷²

⁷⁰ La autora propone crear un mercado paralelo en el que se pueda intercambiar valores mobiliarios mediante el uso de una *blockchain* pública, tales como el de los sistemas *Bitcoin* y *Ethereum*. Las razones que aduce para implementar ello descansan básicamente en las deficiencias del mercado de valores estadounidense (ej. los *brokers* son corruptos, el *Flash Crash* del 2010, etc.), así como por los beneficios básicos de usar una *blockchain*, que hemos explicado, como la transparencia, el mecanismo de consenso para la validación de transacciones, entre otros; postulando también prescindir de los *brokers*.

⁷¹ Es importante recalcar que los intermediarios en el mercado de valores, como la sociedad agente de bolsa, cobran mayor importancia para los inversionistas pequeños o poco sofisticados, quienes carecen normalmente de conocimiento especializado y de información suficiente del mercado.

⁷² Sin embargo, es verdad también que muchas veces la información privilegiada que manejan los intermediarios puede ser usada para sus beneficios y en perjuicio de los inversionistas; a esto se le conoce como costos de agencia, los cuales son mitigados por las normas de conducta que los agentes de intermediación deben respetar (Paccos, 2000; Vodanovic, 2012). Por lo tanto, si existe una adecuada regulación, la existencia de costos de agencia no debería significar una desventaja del sistema de intermediación del mercado de valores.

De ese modo, en una oferta pública de valores, el agente colocador será el encargado de promocionar y contactar a los posibles inversionistas interesados en adquirir los valores mobiliarios ofertados por la empresa emisora⁷³, así como establecer el procedimiento a ser empleado en la colocación (Rocca, 2017).

Además de las mencionadas, otra de las funciones principales de los intermediarios, y quizás más importante que las antedichas⁷⁴, es el de administrar los riesgos de los inversionistas; esto no significa que los intermediarios asuman el riesgo de los inversionistas, contrario a lo que sucede en el mercado de crédito (Reggiardo Denegri, 2000), sino que los intermediarios en el mercado de valores cuentan con la capacidad de gestión y recursos necesarios para canalizar de mejor manera los riesgos a los que están sujetos las inversiones de sus clientes (Scholtens & Wensveen, 2003).

De ese modo, por ejemplo, mediante la elaboración de una política de inversiones en la administración de cartera, las sociedades agentes de bolsa deben establecer, entre otras cosas, la tolerancia al riesgo, así como criterios de diversificación de la cartera de inversiones, tomando en consideración el perfil de riesgo del cliente.

Además, los intermediarios deben establecer políticas y manuales para la gestión integral de riesgos a los que se encuentran sujetos, algo que

⁷³ Es importante también hacer mención a la entidad estructuradora, cuya importancia se refleja en la emisión de valores mobiliarios. La entidad estructuradora es aquella empresa supervisada que, considerando las necesidades de la empresa emisora y el interés del inversionista, elabora el diseño y la estructura de la oferta de valores mobiliarios, que incluya la información necesaria de acuerdo a los estándares requeridos por el mercado de valores (Rocca, 2017, p. 73). Para ello, es importante que la entidad estructuradora realice de manera previa un *due diligence* legal, contable y financiero; de manera que el resultado de dicho *due diligence* arroje la situación empresarial actual de la empresa emisora, el mismo que debe reflejarse en el prospecto informativo.

La importancia del *due diligence* efectuado por la entidad estructuradora se manifiesta en la imposición normativa de la responsabilidad solidaria frente a los inversionistas en caso de verificación de información inexacta o incompleta en los prospectos informativos.

Este funcionamiento de las entidades estructuradoras tiene su fundamento económico en lograr disminuir los costos de búsqueda de información confiable por parte del inversionista al incentivar a la entidad estructuradora a realizar un adecuado *due diligence* para asegurar que la empresa emisora difunda información veraz y precisa al mercado de valores (Arrús & Gutiérrez, 2014).

⁷⁴ Scholtens & Wensveen (2003) señalan que actualmente la asimetría de la información no es considerada la principal razón de la existencia de intermediarios en el sistema financiero, sino que la función principal de estos sería el de administrar los riesgos de manera eficiente (*risk management*).

inversionistas poco sofisticados no podrían realizar por sí solos en un mercado desintermediado.

Todas estas funciones de los intermediarios representan ventajas del modelo actual del mercado de valores, que les otorga un rol protagónico. En ese sentido, mediante la correcta actuación de los intermediarios, se busca mitigar las fallas de mercado presentes para lograr así la asignación más eficiente de recursos.

Vemos entonces que la actuación de los intermediarios en el mercado de valores se encuentra plenamente justificada, no siendo una opción, por lo menos en el estado actual de las cosas⁷⁵, prescindir de estos enteramente y confiar solamente en las características de la *blockchain*. Por ello, no resultaría eficiente permitir la eliminación de los intermediarios en un mercado de valores que funcione sobre una *blockchain* pública, debiéndose descartar esta opción⁷⁶.

Ahora bien, la participación del intermediario en un sistema que utiliza una *blockchain* pública podría darse tanto de manera directa e indirecta; sin embargo, seguramente habrá mayores ventajas si actúa de manera directa, constituyéndose como un nodo de la red.

Nos explicamos, considerando que la normativa aplicable hace responsable al intermediario por los medios tecnológicos o electrónicos que utilice para

⁷⁵ Es decir, mientras existan inversionistas poco sofisticados que necesiten de asesoría, información y de una eficiente administración de sus riesgos, habrá lugar para la actuación de intermediarios. Por el contrario, en un mercado en el que solo operen inversionistas institucionales o sofisticados es seguro que la intervención del intermediario en sus operaciones no resulte muy relevante o útil; en ese sentido, el uso de una *blockchain* pública para la realización de las operaciones de estos últimos podría resultarles más eficiente que para inversionistas poco sofisticados, sin embargo, dicho análisis merecería una investigación distinta a la presente.

⁷⁶ Sin perjuicio de ello, resulta interesante y útil señalar que, en caso alguna empresa peruana ávida por obtener financiamiento se plantea realizar una ICO de *equity tokens* o *security tokens*, esta no podrá ofrecer sus *tokens* al público sin actuar contrariamente a la normativa actual peruana. El Art. 2 de la ley 30050, Ley de Promoción del Mercado de Valores, señala expresamente: «Toda publicidad u ofrecimiento de compra o venta o suscripción de activos financieros que se realice en territorio nacional empleando medios masivos de comunicación, como diarios, revistas, radio, televisión, correo, reuniones, redes sociales, servidores de Internet ubicados en territorio nacional u otros medios o plataformas tecnológicas, solo puede realizarse por sujetos autorizados o supervisados por la SMV o por la Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones» [Énfasis agregado]. En ese sentido, no pueden ofrecerse valores mobiliarios en forma de *tokens* en territorio nacional usando plataformas tecnológicas si es que no es realizado por un intermediario regulado (ej. sociedad agente de bolsa).

realizar sus funciones⁷⁷, además de tener que gestionar el riesgo operacional al que se encuentre expuesto, sería conveniente que pueda tener mayor «control» de la tecnología que utilizaría.

De ese modo, el intermediario debería constituirse como un nodo completo (*full node*) en la red de *Ethereum* u otra para acceder a la mayoría, sino todas, las funciones que le otorga esta tecnología.

Como señalamos, la más importante de estas funciones sería la posibilidad de poder controlar la *blockchain*; esto significa que el intermediario constituido en nodo podrá tomar decisiones sobre las reglas que gobiernan al sistema *Ethereum* u otro que utilice una *blockchain* pública, aunque de manera descentralizada, tendrá cierta influencia en el rumbo que toma determinado sistema.

Así, el intermediario tendría información de primera mano sobre las reglas y el funcionamiento de la *blockchain* sobre el que opera, pudiendo reaccionar de manera más rápida y segura en caso se presente algún incidente que pueda afectar el desarrollo de sus funciones y operaciones como intermediario del mercado de valores.

Asimismo, otro elemento a tener en cuenta para preferir una participación directa del intermediario es el relacionado con la privacidad de la información. Constituyéndose como un nodo, el intermediario tendría mayor control de la información que se introduce en la *blockchain*; por el contrario, si participa indirectamente, necesariamente tendría que confiar en la empresa

⁷⁷ En ese sentido, los artículos 9 y 10 del Reglamento de Agentes de Intermediación (resolución SMV 034-2015-SMV-01) señalan:

«Artículo 9.- Medios Electrónicos

Cuando el Agente emplee medios electrónicos para realizar alguna de sus funciones, es responsable de cautelar que dichos medios se encuentren operativos y vigentes, de tal forma que permita el correcto desarrollo de sus actividades. El Agente debe contar con medidas de seguridad que garanticen al cliente la confidencialidad en su uso.

Artículo 10.- Servicios de Terceros

El Agente podrá celebrar contratos que le permitan contar con el soporte de terceros para la realización de sus funciones. Estos contratos no podrán comprender las funciones del gerente general, de los Representantes u otras restringidas por la normativa específica.

El Agente debe implementar procedimientos de control específicos para evitar el uso indebido de información no pública por parte del tercero que le preste servicios.

El Agente mantiene la responsabilidad sobre aquellas funciones que haya subcontratado, así como su obligación de presentar información a la SMV en la oportunidad que esta lo requiera».

o persona que le permite el acceso a la *blockchain*, mediante, por ejemplo, las billeteras virtuales o *exchanges*.

Por otro lado, un nodo completo permitiría a los intermediarios brindar distintos servicios; entre ellos, el servicio de billetera virtual, mediante el cual podría gestionar las llaves privadas de sus clientes, quienes confiarían en el intermediario para realizar operaciones de compra y venta de valores mobiliarios por medio de la *blockchain* y gestionar el registro de las mismas; algo similar a lo que sucede actualmente con el sistema de anotaciones en cuenta y las transferencias contables.

Como vemos, resulta posible que el intermediario pueda participar en la red y ejercer algunas de sus funciones previstas⁷⁸ en la normativa aplicable; de ese modo, el intermediario podría procesar órdenes de compra y venta por medio de la *blockchain*, incluso se produciría la compensación y liquidación de manera inmediata, y no sería necesaria la intervención de CAVALI.

Con ello, contrariamente de lo que podrían pensar otros autores, el nivel de actuación del intermediario en un mercado de valores que opera sobre una *blockchain* pública no se reduciría en gran medida, ya que cumple funciones esenciales para este tipo de mercado. Sin embargo, ello no significa que no se podrían simplificar u optimizar algunas de las funciones que actualmente realizan los intermediarios.

Finalmente, la participación de la empresa emisora/inversionista en el sistema *Ethereum* u otro que utilice una *blockchain* pública está relacionada con la participación de los intermediarios. En ese sentido, habiendo señalado que resultaría necesaria la intervención de los intermediarios en un mercado de valores que funcione sobre una *blockchain*, las empresas emisoras/inversionistas participarían de este sistema de manera indirecta a través de los intermediarios, quienes serían los participantes directos.

Esto significaría que la relación entre el intermediario y la empresa emisora/inversionistas debería mantenerse igual a como es ahora, por lo que el nivel de actuación de estos últimos en un mercado de valores que funcione sobre una *blockchain* pública no debería de ser muy diferente al nivel de actuación que desempeñan actualmente; esto es, participando en este mercado por medio de los intermediarios.

⁷⁸ También podría realizar la custodia de los valores mobiliarios (*tokens*), entre otras funciones.

Vemos entonces que es posible que el mercado de valores pueda funcionar sobre una *blockchain* pública; es decir, que mediante esta los intermediarios puedan ejecutar órdenes de compra o venta de sus clientes, pueda brindarse el servicio de custodia de los *equity tokens* o *security tokens* e incluso se pueda prescindir de CAVALI para la compensación y liquidación de valores.

Todo ello se realizaría de manera relativamente rápida y con la seguridad de que todo quedaría registrado en la *blockchain*, pudiendo verificarse la información por todos los participantes directos e indirectos, eliminándose en gran medida los costos asociados a la reconciliación de información entre los distintos intermediarios del mercado de valores.

Sin embargo, si bien es posible utilizar la *blockchain* pública para que se efectúan operaciones y funciones propias de un mercado de valores, lo cierto es que no es lo recomendable. Y no lo es debido a que, en el estado actual de las cosas, operar sobre una *blockchain* pública no es lo suficientemente seguro.

Con esto no queremos decir que esta sea una tecnología insegura, por el contrario, obtiene su popularidad justamente porque se considera una tecnología bastante segura⁷⁹. Sin embargo, para los intereses de cautelar la integridad y la seguridad del mercado de valores, usar una *blockchain* pública no resulta lo más conveniente, debido a los riesgos inherentes a los que se encuentra expuesta.

En general, los sistemas que utilizan una *blockchain* pública, como *Bitcoin* y *Ethereum*, tienen las siguientes cuatro características (Walch, 2015):

- son un software
- tienen una estructura descentralizada
- son de código abierto
- los desarrolladores solo tienen conocimientos técnicos

Los riesgos a los que están expuestas las *blockchains* públicas están íntimamente relacionados con estas características mencionadas.

En primer lugar, que sea un *software* la hace vulnerable como todos los demás. No existe uno libre de errores, siempre habrá puntos que pueden ser

⁷⁹ Existen muchos expertos que consideran a la *blockchain* de *Bitcoin* como «probablemente la forma más segura para realizar transacciones en la historia del mundo» (La traducción propia) (Harvey; 2014).

aprovechados por los *hackers* (Bambauer, 2014). De hecho, existe un caso conocido de fallas en los códigos de *Ethereum*.

Nos referimos al caso de *The DAO*, que era la DAO más popular de *Ethereum*. Esta sufrió un ataque cibernético que consistió en sacar ventaja de un error en los códigos escritos por los programadores; es decir, un error del *software*.

Sin embargo, no es menos cierto que los distintos *softwares* utilizados actualmente en el mercado de valores también pueden sufrir ataques cibernéticos. A pesar de ello, cabe decir que los sistemas basados en *blockchains* públicas son más riesgosos debido al manejo que se tiene de estas, como veremos a continuación.

En segundo lugar, la estructura descentralizada de estos sistemas también es un punto vulnerable. Que sea descentralizada significa que no hay ninguna persona formalmente a cargo del desarrollo del *software*, sino solo distintos programadores que se encargan de mantenerlo y mejorarlo (Bayern, 2014).

Esta situación conlleva a una incertidumbre sobre el desarrollo futuro del sistema *Bitcoin* u otro que utiliza una *blockchain* pública, dado que estos programadores son libres de dejar de colaborar en el proyecto, es posible que el sistema quede en una situación de caos, afectando evidentemente su uso.

Lo anterior significa que, en caso de alguna falla o ataque al *software*, puede que las medidas a tomar para mitigar los posibles daños tarden mucho; que no exista una persona o grupo de personas que se haga responsable del desarrollo del *software* y que las decisiones se tomen por el acuerdo de la mayoría, conlleva a una velocidad de reacción más lenta (Walch, 2015).

En tercer lugar, si bien existen claros beneficios en que los *softwares* de los sistemas que utilizan *blockchains* públicas sean de código abierto, como, por ejemplo, que hay más personas que destinan su tiempo en mejorar el software, lo cierto es que esto también trae riesgos (Walch, 2015).

Los desarrolladores que se dedican a mantener y mejorar el *software*, en principio, lo hacen de manera gratuita en sus tiempos libres. Sin embargo, recientemente distintas empresas e institutos interesados en estas tecnologías han comenzado a pagar a ciertos desarrolladores para que sigan con su labor.

El problema con esto es que da a lugar a conflictos de intereses, dado que ahora que los principales desarrollares son pagados por su labor, es posible

que sean utilizados para los intereses de las empresas o institutos que les pagan, en lugar de los mejores intereses para el desarrollo del sistema *Bitcoin*, u otra que use una *blockchain* pública, y todas las personas que lo utilizan (Walch, 2015).

En cuarto lugar, los desarrolladores de estos *softwares* son especialistas en computación; sin embargo, no tienen mayor conocimiento de las reglas y principios que rigen el mercado de valores.

Esto significa que, en caso de fallas, los que resuelvan estas no necesariamente lo harán teniendo en cuenta el impacto que pueda tener en el mercado financiero; por lo que existe el riesgo de que una determinada decisión de los desarrolladores, a pesar de que quizás sea la mejor opción, pueda afectar negativamente a los participantes del mercado de valores que opera sobre una *blockchain* pública (Walch, 2015).

Entonces, lo que podemos ver es que, adicionalmente a los riesgos comunes a los que se ven expuestos los *softwares*, los otros riesgos explicados anteriormente están básicamente relacionados al manejo del sistema *Bitcoin*, u otro basado en *blockchain* públicas, por parte de los mismos participantes de la red; es decir, se trataría de un problema de gobernanza del sistema (Yermack, 2017).

En conclusión, queda claro que es posible que se pueda estructurar el mercado de valores sobre una *blockchain* pública; sin embargo, los riesgos a los que esta se encuentra sujeta no la hace la infraestructura más recomendable para el mercado de valores, por las razones antes expuestas.

3.1.2. Blockchain privada para el mercado de valores

Como hemos explicado previamente, la *blockchain* privada trae consigo varios beneficios que son más acordes a lo que necesita el mercado financiero. En el caso del mercado de valores, la tendencia actual de las más grandes bolsas de valores del mundo es experimentar con sistemas basados en *blockchains* privadas, así como sistemas privados que utilizan elementos de la tecnología *blockchain* modificados para propósitos específicos, lo que normalmente es llamado *Distributed Ledger Technologies* (DLT)⁸⁰.

⁸⁰ Como explicamos en una nota de pie de página anterior, DLT es el género, mientras que *blockchain* es la especie. En ese sentido, como los desarrolladores de estos sistemas privados

Uno de los recientes proyectos es el de la bolsa de valores de Australia, que ha encargado a *Digital Asset Holdings LLC* el desarrollo de un sistema privado inspirado en tecnología *blockchain* o DLT, que remplace el sistema actual de liquidación y compensación de valores llamado CHESSE.

El sistema desarrollado por *Digital Asset Holdings* integra elementos de una *blockchain* privada con *smart contracts* que pueden ser utilizados por los participantes de esta red, resguardando al mismo tiempo la confidencialidad de la información, dado que el sistema que ha implementado permite discriminar información que solo incumbe a cada participante de información que se comparte entre todos los participantes (*Digital Asset Holdings*, 2016).

Los participantes de esta red pueden ser operadores, que podrían asimilarse a la bolsa de valores, y/o supervisores, quienes serían los que establezcan las reglas básicas de funcionamiento del sistema y tengan el mayor acceso a la información contenida en la DLT, así como las entidades (intermediarios), quienes serían nodos de esta red privada y que tendrían un acceso acotado a la información que les incumbe (*Digital Asset Holdings*, 2016).

Entre los beneficios que trae consigo este sistema diseñado por *Digital Asset Holdings* es que permite la reducción de costos en la reconciliación de información, consecuentemente, reduce en este aspecto el riesgo operacional, así como incrementa la transparencia en el mercado, al permitir que participantes y supervisores puedan acceder a información en tiempo real, lo cual es provechoso especialmente para los supervisores.

Vemos también que los riesgos a los que se ven expuestos los sistemas basados en *blockchains* públicas no se presentarían para este caso. Así, si bien estos sistemas privados seguirían siendo *softwares* que podría tener algún error de programación o sufrir un ataque cibernético, no estaría expuestos a los demás riesgos explicados.

De ese modo, si bien este sistema privado que usa DLT puede tener una estructura descentralizada, existen participantes plenamente identificados, los que serán responsables por sus acciones; asimismo, *Digital Asset Holdings LLC* es la empresa encargada de desarrollar el *software*, dedicándose a mejorarlo para que sirva como infraestructura del mercado de valores.

suelen adecuarlos para intereses particulares, no siempre es preciso señalar que estos utilizan una *blockchain*, por lo que es preferible llamarlos de manera más genérica como DLT.

Por último, en este caso estaríamos frente a un sistema basado en DLT que ha sido diseñado especialmente para cumplir con las necesidades específicas del mercado de valores, por lo que las personas que están detrás de su desarrollo también cuentan con especialistas en materia financiera⁸¹.

Vemos entonces que el problema de gobernanza que se presenta en los sistemas de *blockchains* públicas no se presentaría del mismo modo en una *blockchain* privada o DLT (Yermack, 2017), ya que esta última se encontraría diseñada especialmente para el mercado de valores, siendo de acceso y control restringido para algunos participantes, por lo que también podría manejarse el sistema de manera más adecuada.

Los sistemas basados en *blockchain* privadas o DLT son la mejor opción para el mercado de valores, ya que recogen lo mejor de la tecnología *blockchain* dejando de lado los aspectos de estas últimas que entran en conflicto con los principios y finalidades aplicables al mercado de valores, siendo además diseñada a la medida, lo que permitiría ajustarla a las necesidades que se presenten.

Por lo tanto, consideramos que resultaría viable la implementación y uso de la tecnología *blockchain*, específicamente de sistemas basados en *blockchains* privadas o DLT, en el mercado de valores. Dependiendo del nivel y el uso que se le dé, esta tecnología podría influir positivamente en la regulación y desarrollo del mercado de valores, coadyuvando al logro de sus objetivos centrales y con las garantías del sistema e infraestructura actual.

3.2. ¿La *blockchain* es el «martillo de oro»?

Abraham Kaplan, filósofo estadounidense, dijo alguna vez «dale un martillo a un niño y pensará que todo lo que encuentra necesita de un martillazo» (Kaplan, 1998, p. 26)⁸². Con esta frase se alude a la ley del instrumento postulado por Kaplan, usada usualmente para referirse a que uno tiende a buscar soluciones para distintos problemas usando siempre el mismo método o las mismas herramientas.

⁸¹ Entre las filas de *Digital Asset Holding* se encuentra Blythe Masters, quien anteriormente se desempeñó en importantes puestos en el banco de inversión JP Morgan Chase.

⁸² Traducción libre.

Como hemos señalado, la *blockchain* es considerada como una tecnología disruptiva, una tecnología que va a impactar a distintas industrias, tanto así que es comparada con el surgimiento de internet y la WWW. En nuestra opinión, la *blockchain*, los *smart contracts*, los *tokens* y demás, tienen bastantes posibles usos y seguramente cada vez más estaremos oyendo o usando los mismos —muchas veces sin que nos demos cuenta— en nuestra vida diaria y en el ámbito laboral.

Sin embargo, tampoco hay que endiosar a la *blockchain*, no debemos verla como el martillo de oro que puede solucionar todos los problemas. De ese modo, para el caso del mercado de valores, si bien la tecnología *blockchain* puede ser usada para distintas funciones dentro de este mercado, eso no significa que sea siempre la mejor opción frente a otras tecnologías.

Un claro ejemplo es el caso del sistema de negociación de la bolsa de valores. Actualmente, la Bolsa de Valores de Lima hace uso del Acceso Directo al Mercado (ADM) para facilitar las órdenes de compra o venta de inversionistas de manera electrónica y directa, sin que intervengan las sociedades agentes de bolsa para colocar la orden correspondiente, aunque bajo la responsabilidad y supervisión de estas últimas sobre las órdenes colocadas por sus clientes.

El ADM se viene usando de manera exitosa en todo el mundo, habiéndose establecido ya como un estándar para el sistema de negociación de valores mobiliarios. Este mecanismo permite que los valores puedan ser negociados con mayor rapidez, promoviendo la liquidez del mercado de valores, así como facilita la integración con otros mercados de la región (Del Carpio & Gutiérrez, 2012; Rocca, 2015).

Teniendo en cuenta ello, será importante evaluar si es conveniente o no remplazar mecanismos como el ADM para la negociación de valores mobiliarios por sistemas basados en tecnología *blockchain*. Relacionado a este tema, Araya (2018), Gerente de Informática de la Bolsa de Santiago, dentro de una entrevista sobre el exitoso caso de implementación de la tecnología *blockchain* para las operaciones de venta corta y préstamo de valores⁸³, manifestó lo siguiente sobre la negociación electrónica:

⁸³ En el año 2018, la Bolsa de Valores de Santiago de Chile implementó tecnología *blockchain* para la verificación de los contratos entre los agentes de bolsa y sus clientes para la negociación de venta corta y préstamo de valores. La verificación de dicho contrato lo realiza la Bolsa de Valores, en un proceso que antes tardaba entre cuatro y cinco días, pero que ahora con la tecnología

Hoy día como la mayoría de los mercados, la negociación electrónica está dominada por máquinas, son negociación máquina-máquina, electronic trading system, que hacen all the routing, nosotros tenemos un flujo de órdenes extranjeras muy grandes, tenemos muchos corredores que están conectados con algoritmos para el ingreso de datos. En un rebalanceo de un índice como la MSCI, procesamos más de 20 000 órdenes en el último minuto de negociación.

Ese tipo de sistemas transaccionales de altos flujos y baja latencia, estos sistemas de *blockchain* todavía no están preparados para ello.

De hecho, la red de *Bitcoin*, por ejemplo, la red pública ha dado el algoritmo consenso que tiene *proof of work*, hace que esa red procese siete transacciones por segundo aproximadamente. Ese tipo de redes, con esos mecanismos de consenso, no podrían ser utilizados en redes como las nuestras.

Sin embargo, a diferencia de la negociación de valores, sí existen otras funciones dentro del mercado de valores que podrían verse potenciadas con el uso de la *blockchain*. Una de estas es la función de custodia de valores por parte de los intermediarios.

No es un secreto que la actividad de custodia de valores tiene riesgos; entre estos, podemos mencionar al riesgo básico de custodia, riesgo de posición y el riesgo asociado a las cuentas matrices y/o globales (Hernando Arenas, 2009).

El riesgo básico de custodia hace referencia al riesgo de que el intermediario pierda el registro de los valores anotados del cliente; el riesgo de posición hace referencia a los problemas de reconciliación con otros registros de otras entidades (ej. CAVALI); y, el riesgo asociado a las cuentas matrices y/o globales hace referencia a la problemática de manejar una serie de subcuentas de clientes dentro de una cuenta más grande, lo que se agrava cuando existe una cadena de custodios (ej. en la custodia internacional) (Hernández Arenas, 2009).

De esa manera, la custodia de valores afecta fundamentalmente al inversionista, ya que, siendo la relación de este con la empresa emisora intermediada, tiene que ejercer sus derechos políticos (ej. derecho de voto) o recibir dividendos

blockchain se realiza en cuestión de minutos. Con esto se simplifica el proceso de verificación de contratos, promoviendo que se realicen más operaciones de venta corta y préstamos de valores (Araya, 2018).

a través del intermediario, siendo muchas veces un proceso complicado y costoso (Micheler, 2015; Caballero Germain, 2016, p. 30).

Este problema se acrecienta si entramos en un contexto internacional (ej. el Mercado Integrado Latinoamericano) y si es que los custodios contratan a subcustodios, creándose una verdadera cadena de custodios que genera incertidumbre legal, ya que los inversionistas muchas veces no conocen los contratos entre custodios, pudiendo contribuir al riesgo sistémico (Micheler, 2014).

Estos problemas del sistema de custodia de valores actual podrían verse mejorados con la aplicación de la *blockchain* y *smart contracts*. La *blockchain* podría permitir que los inversionistas sean ellos mismos los que tengan el control de los valores mobiliarios registrados a su nombre, ya que la *blockchain* permitiría mayor transparencia de dichos registros.

Asimismo, también podría mejorar el sistema de votación de los accionistas. Cada vez más, en un entorno globalizado, los accionistas de una empresa toman decisiones de manera remota (ej. vía email). Esto, sin embargo, trae problemas, debido a que accionistas emiten su voto de manera electrónica y remota, muchas veces la información importante que debería discutirse en la Junta de Accionistas es difundida previamente entre algunos accionistas privilegiados, pudiendo influenciar en los votos, así como permite predecir aproximadamente cuál sería la preferencia en la votación y, en consecuencia, cuál sería la decisión que finalmente se tomaría sobre determinado asunto, pudiendo llegar esta información a oídos de un intermediario, generando problemas de asimetría de información y aprovechamiento de información privilegiada (Van der Elst y Lafarre, 2018).

La *blockchain* permitiría que la información privilegiada que suele ser repartida a algunos pocos accionistas antes de la Junta General de Accionistas sea difundida por medio de esta, quedando la información en un único registro que puede ser consultado por todos los accionistas, siendo este registro inmutable, por lo que los accionistas tendrían la confianza de que la información en la *blockchain* es verdadera y que es la que deberá ser considerada para tomar la decisión de los temas a tratar en la Junta General de Accionistas (Van der Elst & Lafarre, 2018).

Evidentemente, para que esto último funcione, será necesario también de alguna medida que obligue al encargado de la comunicación de información

societaria de la empresa a difundir la información de acuerdo con lo que establezcan los accionistas; en este caso, a que se difunda la información por medio de la *blockchain*.

Por último, el uso de *smart contracts* también puede mejorar el proceso para el pago de dividendos a los accionistas. En lugar de un proceso intermediado, se podrían programar para que realicen el pago de dividendos de manera automática una vez que se llegue a la fecha prevista y se cumplan las condiciones para el pago (Paech, 2017, p. 1080).

Como podemos apreciar, la *blockchain* podría ser usada para mejorar distintas funciones que actualmente son realizadas por intermediarios. Sin embargo, deberá realizarse un adecuado análisis costo-beneficio y evaluar de manera consciente los riesgos asociados al uso de la *blockchain*.

En ese sentido, deberá tomarse en cuenta qué proceso o función que se realiza en el mercado de valores se busca optimizar mediante el uso de la *blockchain*. Esta tecnología no siempre será la mejor opción para procesos y funciones que se pueden realizar utilizando otras tecnologías.

4. CONCLUSIONES

La tecnología *blockchain* ha llegado para quedarse. Su potencial es innegable. Como hemos explicado a lo largo de este artículo, es viable el uso de la tecnología *blockchain* (*smart contracts*, *tokens*) para el mercado de valores. Sin embargo, esto no significa que deba de hacerse un uso indiscriminado y ciego de esta tecnología. Toda implementación debe considerar los riesgos asociados y analizar si en la práctica se consiguen mayores ventajas.

Hemos podido concluir que la *blockchain*, que ha sido creado bajo los ideales de una sociedad sin intermediarios, no necesariamente va a cambiar las reglas de juego del mercado de valores; siendo necesaria, en muchos casos, la actividad de intermediación que realizan, por ejemplo, las sociedades agentes de bolsa.

Asimismo, queda claro que es necesaria la intervención estatal mediante la regulación y supervisión de la SMV. Los costos de la regulación muchas veces pueden ser altos, pero más altos son los costos de no regular ni supervisar y dejar el mercado de valores en manos de estafadores y de prácticas abusivas.

Por eso, como expresa Kevin Werbach (2018) con respecto a la *blockchain*: *Trust, but verify*.

Por último, han quedado en el tintero muchos otros temas relacionados a las aplicaciones de la *blockchain*, *smart contracts* y *tokens* en el mercado de valores. Entre ellos, un análisis más profundo sobre el impacto de la *blockchain* sobre el sistema de compensación y liquidación de valores que viene siendo administrado por CAVALI, así como la naturaleza jurídica de los *tokens* en caso estos replacen al sistema de anotaciones en cuenta de los valores mobiliarios.

Esperamos que más abogados y profesionales de otros campos de estudio del medio local se interesen por el tema para contribuir con el desarrollo del mercado de valores y otras áreas y/o industrias que podrían optimizarse con el uso de la tecnología *blockchain*. Especialmente, esta puede resultar de gran utilidad en países en desarrollo como el nuestro, en los que existen problemas con los sistemas de registros de información (ej. Registros Públicos), alto grado de corrupción y libre acceso a tecnologías de la información, como los *smartphones* (Yermack, 2017).

BIBLIOGRAFÍA

- Allen, F. & A.M. Santomero (1998). A Theory of Financial Intermediation. *Journal of Banking and Finance*, 21.
- Araya, A. (7 de mayo de 2018). Bolsa de Santiago, sobre los retos, limitaciones y oportunidades de Blockchain. *Iupana*. http://iupana.com/escuchar_post/andres-araya-bolsa-de-santiago-sobre-los-retos-limitaciones-y-oportunidades-de-Blockchain/
- Arrús Bellido, O. & M. Gutiérrez Vega (2014) ¡Yo no fui! Sobre la responsabilidad de las entidades estructuradoras en las Ofertas Públicas de Valores en el Perú. *Revista Ius et Veritas*, 49.
- Bambauer, D.E. (2014). Ghost in the Network. *University of Pennsylvania Law Review*, 162(5).
- Bayern, S. (2014). Of Bitcoins, Independently Wealthy Software, and the Zero-Member LLC. *Northwestern University Law Review Online*, 108(4).
- Buterin, V. (2015). *On Public and Private Blockchains*. <https://blog.ethereum.org/2015/08/07/on-public-and-private-Blockchains/>

- Caballero Germain, G. (2016). *La custodia en el Mercado de Valores: De los títulos de crédito a los valores anotados en cuenta*. Santiago de Chile: Thomson Reuters La Ley.
- Colombo, R.J. (2009) Trust and Financial Regulation. *Villanova Law Review, Forthcoming*. Hofstra University Legal Studies Research Paper 9-22.
- Colombo, Ronald J. (2010). The Role of Trust in Financial Regulation. *Villanova Law Review, 55*(3).
- De Filippi, P. & A. Wright (2015). Decentralized Blockchain Technology and the Rise of Lex Cryptographia. *SSRN Electronic Journal*. Doi: 10.2139/ssrn.2580664.
- Del Carpio, Y. & O. Gutiérrez (2012). Alcances de la norma aprobada por la SMV: Acceso Directo al Mercado se Implementa en el Perú. *Revista Capitales*, año 5, 49.
- Delmar, J.A. (1998). Algunas ideas acerca de la autorregulación bursátil. *Revista Ius et Veritas, 16*.
- Digital Asset Holdings (2016). *The Digital Asset Platform, Non-Technical White Paper*. <http://bit.ly/2H6kHG4>
- Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC) (2012). *A Proposal to Fully Dematerialize Physical Securities, Eliminating the Costs and Risks They Incur*. <http://www.dtcc.com/news/2012/december/01/proposal-to-fully-dematerialize-physical-securities-eliminating-the-costs-and-risks-they-incur>
- Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC) (2016). *Embracing Disruption, Tapping the Potential of Distributed Ledgers to Improve the Post-Trade Landscape*. <https://hub.digitalasset.com/industry-reports/dtcc-embracing-disruption-tapping-the-potential-of-distributed-ledgers-to-improve-the-post-trade-landscape>
- Frankel, T. (2006). *Trust and Honesty: America's Business Culture at a Crossroad*. New York: Oxford University Press.
- Guarniz Izquierdo, R.A. (2003). La Promoción del Mercado de Valores en el Perú. *Revista Ius et Veritas, 26*, 182-209.
- Harvey, C.R. (2014). Bitcoin Myths and Facts. *SSRN Electronic Journal*. Doi: 10.2139/ssrn.2479670.
- Hernando Arenas, L.A. (2009). Los riesgos involucrados en la actividad de custodia y su gestión y control por parte de las entidades. *Revista Iberoamericana de Mercado de Valores, 27*, 23-28.
- International Organization of Securities Commissions (IOSCO) (2017). *Objectives and Principles of Securities Regulation*. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD561.pdf>

- International Telecommunications Union (ITU) (2017). *The State of Broadband: Broadband catalyzing sustainable development*. https://www.itu.int/dms_pub/itu-s/opb/pol/S-POL-BROADBAND.18-2017-PDF-E.pdf
- International Telecommunications Union (ITU) (2017). *ICT Facts and Figures 2017*. <https://www.itu.int/en/ITU-D/Statistics/Documents/facts/ICTFactsFigures2017.pdf>
- Lee, L. (2016). New Kids on the Blockchain. How Bitcoin's Technology Could Reinvent the Stock Market. *Hastings Business Law Journal*, 12(2).
- Malm, G. & E. Wall (2016). *Using Blockchain Technology and Smart contracts to Create a Distributed Securities Depository* (Tesis de Maestría). Lund University.
- Mendoza Luna, A.A. (1998). *Desmaterialización de valores mobiliarios, rol de CAVALI ICLV S.A. en el mercado de valores: una aproximación legal al caso de la negociación de acciones en rueda de bolsa* (Tesis de Licenciatura). Pontificia Universidad Católica del Perú.
- Micheler, E. (2014). Intermediated Securities and Legal Certainty. *LSE Legal Studies Working Papers*. Doi: 10.2139/ssrn.2336889
- Micheler, E. (2015). Custody Chains and Asset Values: Why Crypto-Securities Are Worth Contemplating. *Cambridge Law Journal*, 74(3), 505-533.
- Mougayar, W. (2017). *Tokenomics. A Business Guide to Token Usage, Utility and Value*. <https://medium.com/@wmougayar/tokenomics-a-business-guide-to-token-usage-utility-and-value-b19242053416>
- Paccos, A.M. (2000). Financial Intermediation in the Securities Markets Law and Economics of Conduct of Business Regulation. *International Review of Law and Economics*, 20.
- Paech, P. (2017). The Governance of Blockchain Financial Networks. *The Modern Law Review*, 80(6), 1073-1110.
- Payet, J.A. (1996). El mercado de valores y la protección de los inversionistas. *Revista Ius Et Veritas*, 12, 69-79.
- Payet, J.A. & S. Castillo Loo (2009). Integridad y manipulación en el mercado de valores. *Revista Ius et Veritas*, 32, 25-35.
- Peck, M.E. (2017). Blockchains: How They Work and Why They'll Change the World. *Revista IEEE Spectrum*, 22-31.
- Putnam, R.D. (2000). *Bowling Alone. The Collapse and Revival of American Community*. New York: Simon & Schuster.

- Reggiardo Denegri, A. (2000). Apuntes en torno a la intermediación bursátil, el contrato de comisión mercantil y su relación con los intermediarios bursátiles. *Thémis. Revista de Derecho*, 40.
- Rocca, L. (2015). *Promoviendo la liquidez del mercado de valores peruanos: Acceso Directo al Mercado (ADM)*. <http://www.iimv.org/iimv-wp-1-0/resources/uploads/2015/11/8.-LilianmartesPresentacion-Acceso-Directo-al-Mercado-Dra.pdf>
- Rocca, L. (2017). *El Mercado de Valores en fácil*. Colección Lo Esencial del Derecho, 12. Lima: Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú.
- Rooney, K. (2018). \$1.1 billion in cryptocurrency has been stolen this year, and it was apparently easy to do. *CNBC*. <https://www.cnn.com/2018/06/07/1-point-1b-in-cryptocurrency-was-stolen-this-year-and-it-was-easy-to-do.html>
- Scholten, B. & D. Van Wensveen (2003). The Theory of Financial Intermediation. An Essay On What It Does (Not) Explain. *SUERF Studies*.
- Stout, L.A. (2009). Trust Behavior: The Essential Foundation of Securities Markets. *UCLA School of Law, Law & Economics Research Paper* 9-15.
- The Goldman Sachs Group (2016). *Profiles in Innovation Blockchain Putting Theory in Practice*. <https://msenterprise.global.ssl.fastly.net/wordpress/2017/07/Goldman-Sachs-Blockchain-putting-theory-to-practice.pdf>
- Van der Elst, C. & A. Lafarre (2018). Blockchain and Smart contracting for the Shareholder Community. *European Corporate Governance Institute (ECGI), Law Working Paper* 412/2018. Doi: 10.2139/ssrn.3219146.
- Vodanovic Ronquillo, L. (2012). Una Visión Global de la Regulación Financiera y una Propuesta Interesante: el Caso de Inglaterra. *Revista Ius et Veritas*, 44.
- Walch, A. (2015). The Bitcoin Blockchain as Financial Market Infrastructure: A Consideration of Operational Risk. *NYU Journal of Legislation and Public Policy*, 4(18).
- Wells, W. (2000). Certificates and Computers: The Remaking of Wall Street, 1967 to 1971. *The Business History Review*, 74(2).
- Werbach, K. (2018). Trust, But Verify: Why the Blockchain Needs the Law. *Berkeley Technology Law Journal*, 33(2).
- Yermack, D. (2017). Corporate Governance and Blockchains. *Review of Finance*, 21(1).

SOBRE LOS AUTORES

OLIVER HART

Es actualmente Andrew E. Furer Professor of Economics en Harvard University, en donde ha enseñado desde 1993. Su trabajo se enfoca principalmente en la teoría contractual, la teoría de las empresas, finanzas corporativas y, derecho y economía. Sus investigaciones se centran en el rol que las estructuras de propiedad y los acuerdos contractuales juegan en el gobierno corporativo y en los límites de las empresas. Ha publicado un libro (*Firms, Contracts and Financial Structure*, Oxford University Press, 1995) y numerosos artículos. Ha utilizado su trabajo teórico sobre las empresas en dos casos legales como experto del Gobierno (Black and Decker v. U.S.A. y WFC Holdings Corp. (Wells Fargo) v. U.S.A.). Es el coganador en el 2016 del Premio Nobel de Economía, miembro del Econometric Society, del American Academy of Arts and Sciences, del British Academy, del American Finance Association, y del National Academy of Sciences, y tiene diversos grados honorarios. Ha sido presidente del American Law and Economics Association y vicepresidente del American Economic Association.

SERGIO GARCÍA LONG

Abogado por la Pontificia Universidad Católica del Perú. Especialista en contratos, corporativo, fusiones y adquisiciones, financiamientos y arbitraje. Autor de *Un Big MAC, por favor: la cláusula MAC en fusiones y adquisiciones* (2016) y *La función punitiva en el derecho privado* (2019). Ha pertenecido a las firmas de abogados Rubio Leguía Normand, Fernández & Vargas y Philippi Prietocarrizosa Ferrero DU & Uría. Actualmente es asociado en Vargas Pareja Abogados en la práctica de corporativo, arbitraje y minería. Ha sido profesor adjunto en cursos como Obligaciones, Responsabilidad Civil, Análisis Económico del Derecho y Temas de Derecho Societario en la PUCP. Autor en The Crypto Legal.

ROBERT P. BARTLETT III

Profesor de Derecho en UC Berkeley y codirector del Berkeley Center for Law, Business, and the Economy. Bartlett es fundador y codirector de Startup@BerkeleyLaw. Su principal área de investigación examina la operación de los mercados de capitales y el rol que el derecho y las instituciones legales juegan en su formación y comportamiento. En Berkeley enseña regularmente Regulación Bursátil, Finanzas Corporativas y Contratos. Antes de enseñar en Berkeley desde el 2009, fue profesor asociado en la University of Georgia School of Law. Bartlett fue abogado asociado en Gunderson Dettmer Stough Villeneuve Franklin & Hachigian LLP, donde se enfocó en representar a fondos de venture capital y compañías emergentes en crecimiento. Obtuvo su B.A. y J.D. *magna cum laude* en Harvard.

MARÍA FERNANDA GADEA RIVERA

Abogada por la Universidad de Lima. Asociada del área de Fusiones y Adquisiciones y Proyectos Mineros en Rebaza, Alcázar & de las Casas.

ERICK LAU

Abogado por la Pontificia Universidad Católica del Perú. Asociado de las áreas de Derecho Civil, Inmobiliario y Arbitraje en Payet, Rey, Cauvi, Pérez Abogados.

WALTER VÁSQUEZ REBAZA

Abogado y magíster por la Pontificia Universidad Católica del Perú. Profesor de Derecho Contractual en dicha casa de estudios y en la Universidad Nacional Mayor de San Marcos. Asociado Senior en Philippi, Prietocarrizosa, Ferrero DU & Uría (área de Derecho Corporativo). Integrante de la delegación peruana en el Grupo para la Armonización del Derecho en América Latina (Gadal). Fue Miembro del Grupo de Trabajo de Revisión y Mejora del Código Civil, presidida por el Dr. Gastón Fernández Cruz y conformada según resolución ministerial 0300-2016-JUS.

ADOLFO MORÁN

Bachiller en Derecho por la Pontificia Universidad Católica del Perú (PUCP). Fundador y director de The Crypto Legal. Profesor adjunto del curso Responsabilidad Civil en la PUCP. Analista en PsychoLAWgy. Asistente legal en Vodanovic Legal. Ha escrito diversos artículos en temas de derecho y tecnología, derecho financiero y FinTech.

Se terminó de imprimir en
los talleres gráficos de
Tarea Asociación Gráfica Educativa
Psje. María Auxiliadora 156, Breña
Correo e.: tareagrafica@tareagrafica.com
Teléfono: 332-3229 Fax: 424-1582
Se utilizaron caracteres
Adobe Garamond Pro en 11 puntos
para el cuerpo del texto
junio 2019 Lima - Perú



FACULTAD DE
DERECHO



PUCP