

## LOS VALORES DE EMPRESAS EN CONCURSO (VEC)<sup>1)</sup>

RAFAEL PICASSO SALINAS  
LILLIANA TSUBOYAMA SHIOHAMA  
HUMBERTO ALLEMANT SALAS  
ALONSO MIRANDA VARGAS  
GUSTAVO MIRÓ QUESADA MILICH  
CÉSAR PUNTIJANO ROSAS

### SUMARIO:

- I. Introducción.- II. El mercado de valores como mecanismo de financiamiento para empresas en crisis.- III. Antecedentes y creación de los VEC: 1. Antecedentes; 2. Creación.- IV. Definición, características y naturaleza jurídica de los VEC: 1. Definición; 2. Características; 3. Naturaleza jurídica: 3.1. Aplicación de la LTV.- V. Transferencia, protesto y acciones cambiarias: 1. Transferencia; 2. Protesto; 3. Acción cambiaria derivada de los VEC.- VI. Aspectos laborales y previsionales en los VEC: 1. Principio de irrenunciabilidad: nociones básicas; 2. El principio de irrenunciabilidad y los VEC: 2.1. Créditos de naturaleza laboral: 2.1.1. Incorporación de un crédito laboral a un VEC; 2.1.2. Transferencia de un VEC por parte del acreedor laboral; 2.2. Créditos de naturaleza previsional: Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones (SPP).- VII. Régimen tributario de los VEC: 1. Impuesto a la Renta: 1.1. Emisión, entrega y cancelación de los VEC; 1.2. Valor al cual deben ser transferidos los VEC; 1.3. Rescate de los VEC; 1.4. Conversión de los VEC en acciones; 2. Impuesto General a las Ventas; 3. Posibilidad de que la Administración Tributaria pueda solicitar la emisión de VEC para su futura transferencia a favor de terceros.- VIII. Transparencia y eficiencia en el mercado de VEC.- IX. El mercado de los VEC: 1. La oferta de los VEC; 2. Demanda: 2.1. Inversionistas institucionales; 2.2. Inversionistas no institucionales

### I. INTRODUCCIÓN

Los mercados de capitales constituyen un mecanismo alternativo a la intermediación financiera indirecta para las empresas (agentes deficitarios) quienes, a través de él, procuran obtener de los inversionistas (agentes superavitarios) los fondos necesarios para el desarrollo de sus actividades comerciales y/o productivas.

En tal sentido, la legislación del mercado de valores aparece como un sistema de protección al inversionista (ahorro público), con la finalidad de promover un mercado de capitales ordenado, eficiente y, por sobre todas las cosas, transparente. Ello, en virtud de que el sistema se basa en la premisa de que las fuerzas que confluyen en el mercado (oferta y demanda) por sí solas resultan insuficientes para una adecuada y eficiente asignación de los escasos recursos disponibles, así como una correcta formación de los precios en el mercado.

Una de las principales funciones de la regulación del mercado de valores es incentivar y promover el ahorro, así como facilitar y asegurar la transferencia de este de la manera más eficiente, desde aquellas personas o instituciones que tienen exceso o superávit de recursos (inversionistas), hacia aquellos que presentan un déficit respecto de ellos (emisores). Atendiendo a que a menudo la competencia se muestra vulnerable a la acción de los mismos sujetos económicos, resulta ser un objetivo del Derecho la protección de los agentes que interactúan en el mercado, frente a la dinámica del mismo, con miras a mantener un funcionamiento eficiente y transparente del mercado.<sup>2</sup> En ese orden de ideas, el Derecho está continuamente en busca de la creación de un mercado de valores desarrollado; esto es, lo que se conoce como un mercado eficiente.

<sup>1)</sup> Dedicado a Manuel de la Puente y Lavalle por sus amigos del Estudio Echevarría.

<sup>2</sup> RECALDE CASTELLS, Andrés, *Los Valores Negociables: ¿Concepto Delimitador del Derecho del Mercado de Valores?*, En: *Instituciones del Mercado Financiero*, Volumen V, Banco Santander Central Hispano-Perú, Madrid, 1999, p. 2525.

---

Es decir, el Derecho intenta lograr un correcto desarrollo y fortalecimiento de los mercados de capitales, con la finalidad de convertir a estos en mecanismos idóneos y atractivos tanto para quienes requieren fondos, como para quienes tienen un excedente de recursos, a fin de canalizar estos de una manera adecuada.

Un elemento necesario para la creación de un mercado eficiente es la existencia de un sistema que garantice e incentive la producción y transferencia de información, correspondiente a los partícipes del mercado y los valores que se negocian, de manera transparente, clara, suficiente, veraz y oportuna. La creación de este sistema tiene por objeto, a su vez, otorgar una mayor protección a los inversionistas y generar en estos la confianza en la información disponible relativa a los potenciales receptores de sus recursos, reduciendo con ello la asimetría propia en la información existente entre los distintos agentes que operan en el mercado. El resultado de ello no será otro que el de atraer mayor inversión a través de los mercados de capitales y canalizarla eficientemente a las empresas deficitarias.

La Ley del Mercado de Valores (en adelante "LMV") recoge lo anterior en el Título II del Capítulo I, particularmente en el artículo 12 que hace referencia al Principio de Transparencia, el cual sirve de base para todo mercado de valores que pretenda ser eficiente y confiable. Dicho principio busca que todos los agentes del mercado tengan a su disposición –en forma equitativa– la información necesaria relativa al emisor y a sus valores, a fin de que los inversionistas puedan llevar a cabo una adecuada y responsable toma de decisiones, reduciéndose así los riesgos propios de su inversión.

Es decir, previamente a la toma de decisiones todos los inversionistas deben contar, a través de los mecanismos que incorpora la regulación, con una cantidad de información que sea suficiente, clara, veraz y oportuna, lo cual generará una reducción en los niveles de asimetría en la información y, como consecuencia de ello, una correcta formación de los precios en el mercado.

No debemos olvidar el hecho de que tanto para los inversionistas como para los agentes deficitarios, el mercado de capitales representa una alternativa muy atractiva frente a las condiciones que ofrece nuestro sistema financiero. En efecto, para el agente deficitario el hecho de poder recurrir al mercado de capitales representa la posibilidad de obtener aquellos recursos financieros que requiere para desarrollar sus actividades comerciales a menores costos (menores tasas de interés, intermediación directa, entre otros). Asimismo, para el inversionista también resulta atractivo invertir sus ahorros (excedentes) en los instrumentos que se ofrecen a través del mercado de valores, por cuanto la tasa de interés ofrecida generalmente representa una mejor rentabilidad a su inversión, frente a la tasa ofrecida por el sistema bancario, en atención al mayor riesgo asumido.

En ese orden de ideas, el fortalecimiento y desarrollo de los mercados de capitales traería como consecuencia que las empresas o negocios en marcha que reúnan los requisitos mínimos de información y que puedan generar los niveles mínimos de confianza y seguridad en el inversionista sobre el riesgo del negocio, se encuentren en capacidad de acceder al mercado de capitales como mecanismo alternativo de financiamiento, reduciendo sus costos financieros y permitiéndoles emprender mayores y mejores proyectos de desarrollo del negocio.

## II. EL MERCADO DE VALORES COMO MECANISMO DE FINANCIAMIENTO PARA LAS EMPRESAS EN CRISIS

Ahora bien, con respecto a la posibilidad de que el mercado de valores se presente como una alternativa de solución para las empresas que presenten crisis económicas financieras que originen la necesidad de acogerse a alguno de los procedimientos concursales regulados por la Ley 27809, Ley General del Sistema Concursal (en adelante la "LGSC"), existen dos perspectivas a considerar: (i) una *ex ante*, es decir, previa al ingreso de la empresa en el estado de insolvencia; y, (ii) una *ex post*, es decir, posterior al ingreso de la empresa al estado de insolvencia y al acogimiento de la misma a alguno de los procedimientos concursales previstos por la LGSC.

Desde la primera perspectiva, que una empresa en marcha, que se encuentra en un estado serio de crisis económica, pueda tener la posibilidad de acceder al levantamiento de fondos a un menor costo que el financiamiento tradicional, le va a permitir emprender proyectos más rentables, en la medida en que los costos incurridos en la obtención de dicho financiamiento serán menores. Es decir, la empresa en crisis tendrá la posibilidad de destinar menores recursos al pago de una pesada carga financiera, pues los fondos apalancados a través del mercado de valores tendrán un costo menor. De tal manera que el ahorro que se genera como consecuencia de ello podrá ser destinado a los fines que se consideren pertinentes. Con ello, las posibilidades de caer en un estado de insolvencia serán menores.

No obstante lo anterior, somos conscientes que una empresa que se encuentre en una situación de crisis verá incrementados sus niveles de riesgo para el cumplimiento de sus obligaciones, lo cual se verá reflejado en los precios de los valores, así como en los niveles de retorno esperado (rentabilidad), que exija el mercado para que los instrumentos que se emitan sean realmente atractivos y líquidos.

Debemos señalar que acceder actualmente al mercado de valores resulta sumamente oneroso para una empresa promedio. Hacemos la salvedad, pues nuestras afirmaciones tienen una generalidad conceptual, pero que no debe escapar de la realidad en que se desenvuelve nuestro mercado de valores.

Desde la segunda perspectiva, también se aprecian dos ámbitos desde los cuales se puede analizar el tema: (i) por un lado, desde el punto de vista de la empresa en crisis; y, (ii) por otro, desde el punto de vista de los acreedores.

Desde el punto de vista de la empresa inmersa en un procedimiento concursal, acceder a los mercados de capitales le otorgará una especie de "salvavidas financiero", en la medida en que dicha empresa presente niveles aceptables de viabilidad económica a sus potenciales inversionistas, que le permitan acceder a financiamiento a menores costos de capital (vía emisión de acciones, de bonos, papeles comerciales, entre otros) que los costos derivados de un financiamiento vía Sistema Financiero. Por lo tanto, aquellas empresas que demuestren ser económicamente viables en el mercado, tendrán la posibilidad de desarrollar sus planes de reestructuración con una mayor flexibilidad y posibilidad de éxito.

Ahora bien, desde la perspectiva de los acreedores, el tema es radicalmente distinto. Como veremos más adelante, las últimas modificaciones legislativas han incluido en la legislación, tanto de derecho concursal como de mercado de valores, la posibilidad de que los acreedores de empresas incluidas en alguno de los procedimientos concursales previstos por ley, representen tales acreencias en títulos valores libremente negociables, creando así un ambiente favorable para que se genere un mercado de acreencias reconocidas expresamente por la autoridad competente. Con ello se pretende que aquellos acreedores con créditos reconocidos de empresas en concurso, tengan la posibilidad de salir al mercado a ofrecer dichas acreencias y hacer líquido su crédito, transfiriendo a un tercero interesado el riesgo inherente al crédito concursal. El presente trabajo se centrará únicamente en analizar este novísimo instrumento financiero, así como el potencial mercado al cual pretende estar dirigido.

No obstante lo anterior, debemos tener presente que en todos los casos descritos, atendiendo a las particulares características financieras de una empresa insolvente, salvo contadas excepciones, los potenciales inversionistas de valores (acreedores) de empresas en crisis o de empresas en concurso necesariamente van a "castigar" el precio del valor, lo cual generará que el mercado únicamente esté dispuesto a adquirir dichos títulos por debajo de su valor nominal, vale decir, a una tasa de descuento relativamente alta.

---

### III. ANTECEDENTES Y CREACIÓN DE LOS VEC

#### 1. Antecedentes

Con fecha 25 de mayo de 2001, el Ministerio de Economía y Finanzas (en adelante, el MEF) publicó en el Diario Oficial "El Peruano" un documento de trabajo denominado "Acceso a Financiamiento a través del Mercado de Valores", en donde se detalló una propuesta integral para que las pequeñas, micro empresas (PYMES) estén en la posibilidad de acceder al mercado de valores como una alternativa de financiamiento empresarial. Esta propuesta pretendía, entre otras cosas, desarrollar incentivos que permitieran la incorporación de nuevos emisores e inversionistas al mercado de valores, con la firme intención de generar un mercado de valores nacional más profundo y eficiente.

En ese orden de ideas, entre las novedades de mayor importancia que propone el referido documento, se encuentra la posibilidad de incorporar en títulos valores libremente transferibles los créditos reconocidos por la autoridad administrativa competente en procesos de reestructuración patrimonial. Para tal efecto, se propuso la eliminación o reducción de los requisitos existentes para la negociación de valores en mecanismos centralizados de negociación o a partir de su oferta pública fuera de estos, así como la posibilidad de desmaterializar dichos títulos.

Asimismo, el referido documento dejó claramente establecida la necesidad de contar con un sistema eficiente de divulgación de información, con el objeto de permitir a los eventuales inversionistas informarse adecuadamente sobre el riesgo implícito que estarían asumiendo con su decisión de inversión, en atención a la situación de crisis económica y financiera de la empresa deudora de los créditos incorporados en dichos títulos valores. Esto último, obviamente, en concordancia con el principio de transparencia que debe regir en todo mercado de valores.

En tal sentido, el documento propuso la emisión de una norma que permitiera la creación y negociación de una nueva clase de títulos valores que se denominarían "Valores de Empresas en Concurso" (en adelante, el o los "VEC"), los mismos que serían emitidos por la Comisión de Reestructuración Empresarial del INDECOPI, una vez que la Junta de Acreedores de la empresa en crisis haya aprobado el Plan de Reestructuración correspondiente.

Como consecuencia de la propuesta del MEF, contenida en el documento antes mencionado, INDECOPI incluyó en el Proyecto de la LGSC la posibilidad de que los acreedores de una persona sometida a un procedimiento concursal puedan negociar a través de un mecanismo centralizado de negociación sus créditos previamente reconocidos. Dicha propuesta se plasmó finalmente en la Sexta Disposición Final de la LGSC, ordenando a CONASEV la expedición de la regulación correspondiente, que establezca los requisitos y características del título valor a negociar.

El objetivo de tal disposición normativa fue la de generar un mecanismo que facilite la transferencia de los derechos de crédito reconocidos en el marco de un procedimiento concursal, beneficiando a los acreedores en la recuperación de sus créditos.

Como veremos más adelante, la propuesta del MEF ha sufrido algunas variaciones que iremos detallando a lo largo del presente trabajo, algunas de las cuales resultan de singular importancia por tratarse de medidas que ciertamente pretenden generar un verdadero mercado de VEC.

#### 2. Creación

El artículo 3 de la Ley 27287, Ley de Títulos Valores (en adelante la "LTV"), establece –en concordancia con el inciso 1) del artículo 276– la posibilidad de creación de nuevos títulos valores

no recogidos en dicho dispositivo legal. Sin embargo, tal creación se encuentra sujeta a determinadas limitaciones.

En efecto, el referido artículo 3 es claro al disponer que para la creación de nuevos títulos valores nos podemos encontrar en tres supuestos: (i) que la creación se haga por ley; (ii) que la creación se haga por norma legal distinta a la ley, caso en el cual deberá existir una autorización previa y expresa emanada de una ley para tal efecto; (iii) que, de conformidad con el artículo 276 de la LTV, el título valor sea creado por la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP o la CONASEV, entidades autorizadas por la LTV para tal efecto.

En tal sentido, dando cumplimiento a las normas antes referidas, así como a lo dispuesto por la Sexta Disposición Final de la LGSC, mediante Resolución No. 096-2002-EF/94.10, de fecha 11 de diciembre de 2002, CONASEV aprobó el Reglamento de los VEC (en adelante el "Reglamento").

Dicho Reglamento, en su artículo 1, estableció la creación de un nuevo título valor denominado Valores de Empresas en Concurso (VEC), autorizando, asimismo, su emisión y negociación en el mercado.

Cabe resaltar que si bien es cierto que los VEC están regulados por la LTV según lo establecido en su propio artículo 277 inciso 2), el Reglamento establece ciertos requisitos y formalidades particulares y específicas que la emisión de estos títulos deberán cumplir, con el objeto de tener validez y eficacia en su circulación y ejecución.

#### IV. DEFINICIÓN, CARACTERÍSTICAS Y NATURALEZA JURÍDICA DE LOS VEC

##### 1. Definición

Los VEC son títulos valores que representan los derechos de crédito –debidamente reconocidos por la autoridad concursal– de acreedores de sujetos sometidos a procedimientos concursales.<sup>2</sup>

Estos valores son creados y emitidos por el deudor a solicitud de su acreedor y deben estar certificados por la autoridad concursal. Son libremente negociables, transferibles por endoso y no pueden, bajo ningún supuesto, emitirse de modo que califiquen como Valores Mobiliarios.

##### 2. Características

A continuación, pasaremos a detallar algunas de las características más importantes de los VEC, a la luz de lo establecido por el Reglamento.

- 2.1. El Reglamento señala que únicamente pueden incorporarse en los VEC, créditos que hayan sido previamente reconocidos por la Comisión de Procedimientos Concursales (en adelante "la Comisión"). En tal sentido, quedan excluidos de la posibilidad de incorporarse a los VEC, los créditos contingentes, los créditos impugnados judicial o administrativamente, así como los créditos respecto de los cuales no se haya solicitado su reconocimiento. Estando a ello, se requerirá que el acreedor que solicite la incorporación de su crédito en un VEC, cuente con la respectiva resolución de reconocimiento del crédito que pretende incorporar.

<sup>2</sup> Artículo 1 del Reglamento de los VEC (Res. CONASEV No. 096-2002-EF-94.10):

*"Los VEC representan los derechos de crédito de los acreedores de personas naturales o jurídicas, sociedades conjuntas y sucesiones indivisas, sometidas a los procedimientos concursales previstos en la LGSC que hubieren sido reconocidos por las autoridades administrativas competentes dentro de los procedimientos concursales respectivos.*

*La incorporación de tales derechos en títulos valores no modifica el régimen vigente relativo a las preclusiones, acreencias y ganancias incorporadas en dichos títulos valores, al interior de un procedimiento concursal."*

En efecto, los créditos contenidos en los VEC tienen que haber sido reconocidos como existentes por la Comisión y dicho reconocimiento no debe ser objeto de impugnaciones.<sup>3</sup> Esto resulta lógico, toda vez que en el mercado no se pueden negociar valores que contengan derechos u obligaciones inciertos o expectáticos como lo son los créditos contingentes.

Sobre el particular, recordemos que el crédito contingente es aquel derecho que tiene un acreedor a obtener una prestación asumida por el deudor y que se encuentra sujeto a una condición existente, la que finalmente hará exigible o no el referido crédito.

Dicho de otra manera, y en términos concursales, el crédito contingente se deberá entender como el derecho potencial que tiene un acreedor de recibir de la empresa deudora una cosa, por lo general dinero, y cuya entrega o pago se encuentra condicionada al reconocimiento de su derecho, ya sea por la vía judicial o por acuerdo de las partes.

Así pues, en caso se impugne el reconocimiento de un crédito contenido en un VEC, el derecho que este representa quedará suspendido, convirtiéndose en un crédito contingente, impidiendo con ello la emisión del VEC conteniendo dicho créditos.

En conclusión, dicha prohibición se sustenta en el hecho de que se busca proteger al potencial inversionista, en la medida que se le asegura que el título que está adquiriendo efectivamente representa un crédito indiscutible. Estando a ello: (i) no se puede incorporar en un título valor un derecho que aún no se sabe a ciencia cierta si el potencial acreedor posee; (ii) un VEC que no incorpore un crédito reconocido no tendría mercado, por cuanto ningún potencial inversionista invertiría su dinero en un título que tenga la posibilidad de perder el supuesto "derecho" que incorpora y quedar al descubierto.

- 2.2. Asimismo, el Reglamento señala que los créditos reconocidos que hayan sido incorporados en un VEC recogen todas aquellas condiciones y características del crédito concursal, en los mismos términos en que fueron reconocidos previamente por la Comisión. Nos referimos, por ejemplo, a las garantías que pudieran estar respaldando el crédito (en caso de ser créditos reconocidos como garantizados, entre otros); al orden de prelación correspondiente; y, a los derechos políticos inherentes al crédito incorporado en el VEC.

En efecto, la garantía o gravamen establecido a favor de un determinado crédito no se perjudica con la emisión del VEC, manteniéndose las mismas condiciones bajo las cuales fue establecido y guardando su interdependencia con el valor a través de su transferencia.

Es conveniente lo dispuesto sobre este punto por el Reglamento; sin embargo, consideramos que no podía ser de otra manera, por cuanto el hecho de permitir una modificación en el régimen vigente relativo a las características y condiciones de los créditos incorporados en un VEC hubiera generado la desnaturalización del crédito reconocido. Lo que se busca es que quien adquiera un VEC se encuentre en la misma situación que el que se desprende del crédito y lo transfiera.

- 2.3. Otra de las características asignadas a estos valores y que mencionamos en el punto anterior es que estos pueden emitirse en clases diferenciadas. Según señala el Reglamento, las clases de VEC que existirían se diferenciarían básicamente por el orden de preferencia en el pago que les corresponde según la LGSC.<sup>4</sup>

<sup>3</sup> Esto nos lleva a concluir que los créditos que pueden ser incorporados en los VEC no solo deben constar en una resolución de reconocimiento expedida por la autoridad concursal, sino que esta debe haber quedado firme o consentida.

<sup>4</sup> Artículo 42 de la LGSC (Ley 27809).

<sup>42.1</sup> En los procedimientos de abstracción y liquidación, el orden de preferencia en el pago de los créditos es el siguiente:

Estando a ello, podemos identificar cinco clases de VEC: (i) los laborales y previsionales, (ii) los alimentarios, (iii) los garantizados, (iv) los tributarios y (v) los quirográficos.

- 2.4. De otro lado, el Reglamento establece que cualquier acreedor podrá solicitar al deudor, al Gerente General de este o quien haga sus veces, la creación, incorporación de su crédito reconocido y la emisión del título valor. La negativa del deudor ante tal solicitud, señala la norma, será pasible de sanción administrativa.

Ahora bien, esta última característica pasaría desapercibida sino fuera porque el Proyecto de Ley que recogió el Documento de Trabajo del MEF establecía que sería el INDECOPI el encargado de crear y emitir los VEC, lo cual resultaba absurdo, por cuanto el INDECOPI, como órgano supervisor, carece de relación jurídico patrimonial alguna con el crédito, con el deudor y finalmente con el acreedor.

Entonces, ¿a título de qué se le otorgaba la facultad al INDECOPI para emitir un valor que incorpore un crédito con el cual ella no tiene relación jurídico patrimonial?

Lo lógico era que, como bien lo ha establecido el Reglamento, sea el propio deudor, a solicitud del acreedor reconocido, quien cree el título valor e incorpore el crédito en el VEC, toda vez que es este quien se encuentra obligado a responder frente al titular del crédito, en los mismos términos y condiciones que se hayan acordado en el respectivo procedimiento concursal. Lo contrario habría generado un serio inconveniente, puesto que habría obligado al INDECOPI –como emisor del valor– a responder frente al titular del mismo.

- 2.5. Otra característica de los VEC es que constituyen, según lo dispone su Reglamento, títulos indivisibles que representan la integridad del derecho de crédito reconocido a un acreedor individual en el procedimiento concursal. En efecto, la norma establece que será la totalidad del crédito reconocido dentro de un determinado orden de preferencia, el que deberá ser incorporado en un solo título valor, sin perjuicio de poder emitirse en clases diferenciadas:

*Primero: Remuneraciones y beneficios sociales adeudados a los trabajadores, aportes impagos al Sistema Privado de Pensiones o a los regímenes previsionales administrados por la Oficina de Normalización Previsional, la Caja de Beneficencia y Seguridad Social del Pescador u otros regímenes previsionales creados por ley; así como los intereses y gastos que por tales conceptos pudieran originarse. Los aportes impagos al Sistema Privado de Pensiones incluyen expresamente los conceptos a que se refiere el Artículo 30 del Decreto Ley No. 25897, con excepción de aquellos establecidos en el literal c) de dicho artículo;*

*Segundo: Los créditos alimentarios, hasta la suma de una (1) Unidad Impositiva Tributaria mensual;*

*Tercero: Los créditos garantizados con hipoteca, prenda, anticresis, warrants, síndico de retención o medidas cautelares que recaigan sobre bienes del deudor, siempre que la garantía correspondiente haya sido constituida o la medida cautelar correspondiente haya sido trabada con anterioridad a la fecha de publicación o que se refiere el Artículo 32. Las citadas garantías o gravámenes, de ser el caso, deberá estar inscrita en el registro antes de dicha fecha, para ser oponibles a la masa de acreedores. Estos créditos mantienen el presente orden de preferencia aún cuando los bienes que los garantizan sean vendidos o adjudicados para cancelar créditos de órdenes anteriores, pero sólo hasta el monto de realización o adjudicación del bien que garantizaba los créditos;*

*Cuarto: Los créditos de origen tributario del Estado, incluidos los del Seguro Social de Salud-ESSALUD, sean tributos, multas, intereses, moras, costas y recargos;*

*Quinto: Los créditos no comprendidos en los órdenes precedentes; y la parte de los créditos tributarios que, conforme al literal d) del Artículo 49.3, sean transferidos del cuarto al quinto orden, y el saldo de los créditos del tercer orden que excedieran del valor de realización o adjudicación del bien que garantizaba dichos créditos.*

- 42.2 *Cualquier pago efectuado por el deudor a alguno de sus acreedores, en ejecución del Plan de Reestructuración o el Convenio de Liquidación, será imputado, en primer lugar, a las deudas por concepto de capital luego a gastos e intereses, en ese orden”.*

Ello quiere decir que estos valores incorporarán en su literalidad todos los derechos que han sido reconocidos a favor de un acreedor, sean estos políticos o económicos, y en virtud de los cuales cada acreedor podrá solicitar la emisión de tan solo un VEC, el mismo que no se podría negociar por partes o porciones debido a su carácter indivisible.

Sobre el particular, somos de la opinión que limitar a los acreedores a poder solicitar tan solo un VEC constituye una contradicción a lo que se busca con estos valores. Además, creemos que ello le quita flexibilidad al mercado en que se negocien.

En efecto, supongamos que un acreedor tiene derechos de crédito reconocidos frente al deudor hasta por cinco millones de dólares y solicita se emita un VEC por dicho valor. Evidentemente, dicho acreedor encontrará muy difícil colocarlo en nuestro mercado; en cambio, de permitirse la divisibilidad de los VEC, estaríamos en el supuesto en que dicho acreedor, por ejemplo, podría encontrar un mercado para colocar 1000 VEC de cinco mil dólares cada uno.

Entendemos que la Administración ha dispuesto esta limitación para los acreedores a fin de que se pueda, inicialmente, crear un mercado ordenado para estos títulos valores. Ello en virtud de que resulta inimaginable la cantidad de comunicaciones que tendrían que recibir las Comisiones de Procedimientos Concursales para actualizar sus registros de acreedores en caso se negociaran miles de títulos valores derivados de un solo derecho de crédito originalmente reconocido. De igual manera, el volumen de las comunicaciones que tendría que cursar esta institución al registro correspondiente, en caso se tratara de créditos garantizados con bienes registrables, podría entorpecer el desarrollo del proceso concursal correspondiente.

Sin embargo, ciertamente no entendemos cuál es el motivo para limitar de tal manera la voluntad del acreedor y consideramos que la salida adoptada por el organismo regulador no es la más conveniente a efectos de generar las condiciones apropiadas para hacer atractivo, tanto para los acreedores como para los inversionistas, el mercado de los VEC.

En efecto, ¿qué sucederá en el supuesto que el acreedor únicamente tuviese interés en incorporar, y transferir vía el Mecanismo de Negociación de Instrumentos de Emisión No Masiva (MIENM), una parte de su crédito reconocido en un determinado orden de preferencia? La respuesta es muy sencilla: no podrá solicitar la emisión de un VEC que incorpore esa parte del crédito del cual el acreedor quiere desprenderse.<sup>5</sup>

Lo dicho traerá como consecuencia que muchos acreedores interesados en desprenderse de una parte de su crédito reconocido vía este mecanismo no lo hagan, quedando restringido el universo de los VEC en circulación a aquellos que incorporan el total de las acreencias.

- 2.6. El Reglamento señala, adicionalmente, que los VEC se representan en títulos físicos y se transfieren por endoso, debiendo comunicarse tal hecho a la autoridad concursal, dentro de los quince días siguientes de efectuada.

Esta eficiencia resulta, en principio, contradictoria con su naturaleza de título valor nominativo, ya que estos últimos se transfieren por cesión de derechos y no por endoso, como lo explicaremos más adelante cuando analicemos la naturaleza jurídica de los VEC y su forma de transferencia.

<sup>5</sup> Somos conscientes de que el acreedor podría, vía cesión de derechos a un tercero, fraccionar su crédito y posteriormente solicitar la emisión de un VEC por un menor valor. Sin embargo, creemos que ello no constituye el espíritu ni la intención del Reglamento bajo estudio.

- 2.7. Asimismo, el Reglamento señala que los VEC pueden ser convertidos en acciones, vía capitalización de deuda, extinguiendo con ello los derechos de crédito contenidos en el título.
- 2.8. Finalmente, el Reglamento señala que los VEC pueden ser rescatados por el deudor a efecto de amortizarlos en los casos en que se produzca el pago del derecho de crédito contenido en el título conforme a las reglas previstas dentro de la LGSC.

### 3. Naturaleza Jurídica

Como el propio Reglamento señala, los VEC no pueden considerarse valores mobiliarios de acuerdo con lo dispuesto por la LMV<sup>6</sup> y las demás disposiciones sobre la materia<sup>7</sup>, por lo que, habiendo definido a los VEC como títulos valores, conviene en primer lugar aclarar de que tipo de títulos se trata.

En tal sentido, diremos sin mayor discusión que los VEC son, según su ley de creación, títulos valores nominativos, libremente negociables y que se transfieren por endoso.

En efecto, decimos en primer lugar que son títulos valores nominativos porque, según se desprende de sus características, estos cumplen con los requisitos de los títulos de esta naturaleza y, en cambio, no podrían considerarse como títulos valores a la orden y, mucho menos, al portador.

<sup>6</sup> Artículo 3 de la LMV (Decreto Leg. No. 861):

*"Son valores mobiliarios aquellos emitidos en forma manifiesta y libremente negociables que confieren a sus titulares derechos crediticios, dominiales o patrimoniales, a los de participación en el capital, el patrimonio o las utilidades del emisor. Para los efectos de esta ley, las negociaciones de derechos e índices referidos a valores mobiliarios se equiparan a tales valores. Cualquier limitación a la libre transmisibilidad de los valores mobiliarios contenida en el estatuto o en el contrato de emisión respectivo, carece de efectos jurídicos".*

<sup>7</sup> Artículo 255 de la LTV (Ley 27287):

*"255.1. Son valores mobiliarios aquellos emitidos en forma manifiesta, con características homogéneas o no en cuanto a los derechos y obligaciones que representen. Las emisiones podrán estar agrupadas en clases y series. Los valores pertenecientes a una misma emisión o clase que no sean fungibles entre sí, deben estar agrupados en series. Los valores pertenecientes a una misma serie deben ser fungibles. Los valores sobre los cuales se haya constituido derechos reales u otra clase de cargas o gravámenes dejan de ser fungibles; no pudiendo ser tratados en los mecanismos centralizados de negociación, salvo que se trate de su venta forzosa.*

*255.2. Los valores mobiliarios son libremente negociables, en forma privada o mediante oferta pública a través de los mecanismos centralizados de negociación respectivos o fuera de ellos, observando la ley de la materia.*

*255.3. Pueden emitirse en título o mediante anotación en cuenta. Para la conversión de una a otra forma de representación, se observará la ley de la materia.*

*255.4. El régimen de representación de valores mobiliarios mediante anotación en cuenta se rige por la legislación de la materia, y los son aplicables las disposiciones que contiene el Libro Primero y la presente Sección, en todo aquello que no resulte incompatible con su naturaleza.*

*255.5. Los valores mobiliarios podrán conferir a sus titulares derechos crediticios, dominiales o de participación en el capital, patrimonio o utilidades del emisor o, en su caso, de patrimonios autónomos o fideicomisos. Podrán también representar derechos o índices referidos a otros valores mobiliarios e instrumentos financieros, o la combinación de los derechos antes señalados o los que la ley permita y/o los que las autoridades señaladas en el Artículo 283 determinen y autoricen.*

*255.6. Los valores mobiliarios constituyen títulos ejecutivos conforme a la ley procesal, sin que se requiera de su protesto para el ejercicio de las acciones derivadas de ellos.*

*255.7. Cuando se trate de valores mobiliarios representados mediante anotaciones en cuenta, los certificados de titularidad emitidos por la respectiva Institución de Liquidación y Compensación de Valores, tendrán el mismo mérito ejecutivo señalado en el párrafo anterior.*

*255.8. Las medidas cautelares, embargos y demás mandatos de autoridad competente que recaigan en valores mobiliarios, tendrán efecto sólo desde su inscripción correspondiente que realice el emisor o la Institución de Compensación y Liquidación de Valores notificada, según se traten de valores en título o en anotación en cuenta respectivamente".*

El propio Reglamento, en el inciso c) de su artículo 5, referido al contenido de los VEC, señala que dicho valor *debe* expresar cuando menos como datos relativos al acreedor, su dirección, razón social, R.U.C., nombre y Documento Nacional de Identidad, de ser el caso.

Asimismo, según se desprende de lo dispuesto en el Reglamento, la autoridad concursal debe llevar un registro donde conste la emisión de estos títulos valores, su número y clase respectiva, entre otros requisitos.

De otro lado, a modo de comparación, hay que recordar que los títulos valores nominativos son, por definición, aquellos emitidos a favor de persona determinada y que necesitan para su negociabilidad no solamente su entrega, sino también su inscripción en un registro especial. Es decir, los títulos valores nominativos son "aquellos emitidos en nombre de un determinado tomador (o beneficiario) y cuya transferencia, para ser efectiva en relación al emisor, debe resultar de la mención del nuevo titular en el propio título y, de un registro de la operación en el libro del emisor"<sup>8</sup>, que en nuestro caso sería el registro de la Comisión.

Asimismo, los títulos valores nominativos normalmente no son endosables, sino que son transmisibles a través de la cesión, cuyo requisito *sine qua non* es la notificación al emisor y el consecuente registro.<sup>9</sup>

Ahora bien, decimos que los VEC constituyen títulos nominativos no solo porque en su literalidad debe figurar el nombre de la persona a quien o con quien se mantiene la obligación—requisito que también encontramos en los títulos a la orden—sino también porque a diferencia de los títulos a la orden, los títulos nominativos deben necesariamente constar inscritos en un registro, cosa que sucede con los VEC.

En efecto, como bien señala Ulises Montoya, "en tanto que los títulos a la orden son completos, en los nominativos no se puede prescindir de la referencia a la intestación en la matrícula, que debe ser conforme a lo expresado en el título. Si así no fuere, prevalece lo que resulte del registro. Esto no hace perder su carácter literal de título valor, pues la referencia al registro está expresada en el documento".

En este orden de ideas, descartamos de plano que el VEC sea un título valor a la orden porque: (i) en su literalidad no consta dicha instrucción; y, (ii) su emisión y/o transferencia debe constar además con un registro.

Entonces, los VEC son títulos valores nominativos que pueden emitirse en clases diferenciadas según sus características.<sup>10</sup> Se transfieren consignando la anotación en el mismo

<sup>8</sup> BONFANTI, Mario Alberto y GARRONE, José Alberto, *De los Títulos de Crédito*, Segunda Edición, Abeledo Perrot, Buenos Aires, 1990, pp. 36 y ss.

<sup>9</sup> *Ibid.*

<sup>10</sup> Artículo 4 del Reglamento de VEC (Res. CONASEV No. 096-2002-EF-94,10):

- a) *Representan la integridad del derecho de crédito reconocida a un acreedor individual en el procedimiento concursal.*
- b) *Son indivisibles.*
- c) *Pueden emitirse en clases diferenciadas. Cada clase representa derechos de crédito que se encuentran dentro de un determinado orden de preferencia en el pago, acorde con la LGDC.*
- d) *Conceden el ejercicio de los derechos de los acreedores ante la Junta de Acreedores siempre y cuando hubiere un reconocimiento expreso de los mismos en el procedimiento concursal respectivo.*
- e) *No pueden constituir créditos contingentes o cuyo reconocimiento sea objeto de impugnación en la vía administrativa o jurisdiccional.*
- f) *La garantía o gravamen establecido a favor de un determinado crédito no se perjudica con la emisión de los Títulos VEC, manteniéndose las mismas condiciones bajo las cuales fueron establecidas.*

título y, además, comunicando obligatoriamente dicha transferencia a la autoridad concursal, quien es la encargada de llevar este registro.<sup>11</sup> Asumimos –porque no lo señala el Reglamento– que es solo a partir de dicha anotación que el acto de transferencia surtirá efectos frente al emisor.<sup>12</sup>

Así, los VEC califican como títulos nominativos, dado que es el propio Reglamento el que señala que estos, entre otros datos, deben expresar en su propia literalidad los datos relativos al acreedor.

Finalmente, como en todo título valor nominativo, las cargas y gravámenes que constan en los propios VEC, deberán figurar en el registro correspondiente y se transferirán conjuntamente con el título valor.

### 3.1. Aplicación de la LTV

Según la definición contenida en la LTV<sup>13</sup>, así como la doctrina más autorizada, los títulos valores nominativos no son transferibles por endoso; aunque, como señala la LTV, esta formalidad podría ser exigida facultativamente.

Entonces, y en lo que resulta ser una característica importante de resaltar, el artículo 7 del Reglamento<sup>14</sup> al señalar de manera expresa que los VEC se transfieren única y exclusivamente por endoso (a pesar de que estos deberían considerarse nominativos) contravendría, en principio, lo dispuesto por la LTV.

Ahora bien, somos de la opinión que, si bien condicionar la transferencia de los VEC al mecanismo del endoso desnaturalizaría en principio su esencia como título valor nominativo –según fue concebido por la LTV–, ello no impide la aplicación en forma supletoria de la

<sup>11</sup> Artículo 7 del Reglamento de los VEC (Res. CONASEV No. 096-2002-EF-94.10):

*“... La transferencia de los VEC debe hacerse de conocimiento de la autoridad administrativa competente según el estado del procedimiento concursal respectivo, siendo de obligación del adquirente del título efectuar dicha comunicación, en un plazo no mayor de quince días de efectuada la transferencia.”*

*“En caso la transferencia se realice a través de mecanismos comercializados dicha responsabilidad será de cargo del agente de intermediación que efectúe la transacción por cuenta del adquirente.”*

<sup>12</sup> Entendemos que dicha comunicación es para efectos de registrar al nuevo tenedor y, por ende, al nuevo acreedor de la empresa concursada en la respectivo listado de acreedores reconocidos, con el objeto de que este tenga los derechos económicos y políticos que se le confiere al ser el nuevo titular del crédito. Esto último no hace más que ratificar nuestra definición del VEC como un título nominativo.

<sup>13</sup> Artículo 29 de la LTV (Ley 27287):

*“29.1. El título valor nominativo es aquel emitido en favor o a nombre de persona determinada, quien es su titular. Se transmite por cesión de derechos. Estos títulos carecen de la cláusula “a la orden” y si se otorga no lo convierte en título valor endosable.”*

*29.2. Para que la transferencia del título valor nominativo surta efecto frente a terceros y frente al emisor, la cesión debe ser comunicada a éste para su anotación en la respectiva matrícula; o, en caso de tratarse de valor con representación por anotación en cuenta, la cesión debe ser inscrita en la Institución de Compensación y Liquidación de Valores correspondiente; sin perjuicio de las limitaciones o condiciones para su transferencia que consten en el texto del título o en el registro respectivo.”*

<sup>14</sup> Artículo 7 del Reglamento de los VEC (Res. CONASEV No. 096-2002-EF-94.10):

*“Los VEC se representan mediante títulos físicos y se transfieren por endoso.”*

*“Los títulos físicos deberán respetar las condiciones y características previstas en el formato estandarizado de los VEC.”*

*“La transferencia de los VEC debe hacerse de conocimiento de la autoridad administrativa competente según el estado del procedimiento concursal respectivo, siendo de obligación del adquirente del título efectuar dicha comunicación, en un plazo no mayor de quince días de efectuada la transferencia.”*

*“En caso la transferencia se realice a través de mecanismos comercializados dicha responsabilidad será de cargo del agente de intermediación que efectúe la transacción por cuenta del adquirente.”*

---

LTV, dado que el mismo Reglamento señala expresamente que el VEC es un título valor y es la misma LTV en su artículo 276 la que dispone su aplicación a otros títulos valores distintos a los que regula esa ley.

Sin perjuicio de lo expuesto, no entendemos por qué el Reglamento no precisó que la LTV sería de aplicación supletoria a pesar de que el "Proyecto de Ley que crea VEC" (en adelante "el Proyecto") presentado ante el Congreso el año 2001, establecía expresamente en su artículo 1, que las disposiciones de la LTV se aplicarían supletoriamente a lo dispuesto en la Ley que crearía los VEC, así como a las normas que lo complementen.

Adicionalmente, nos llama la atención que el Reglamento señale que este título (al cual hemos catalogado como nominativo) se transfiera por endoso y no por cesión de derechos, dado que es este último mecanismo el que fue previsto por la LTV para la transferencia de los títulos nominativos.

Como se ha dicho, los títulos valores nominativos se transfieren normalmente por cesión de derechos, siendo el endoso el medio idóneo para transmitir el título a la orden.

En estos casos, como bien señala Montoya, el endoso es su "*ley de circulación y lo que da titularidad activa y pasiva*", cosa que no ocurre cuando hablamos de títulos nominativos.

Sin perjuicio de ello, dado que así ha sido establecido por el Reglamento y que por ende no se justifica mayor ahondamiento de este punto, seguiremos estudiando las propiedades de este nuevo y *sui generis* título valor.

## V. TRANSFERENCIA, PROTESTO Y ACCIONES CAMBIARIAS

### 1. Transferencia

Como hemos señalado, los VEC se transfieren por endoso, y más propiamente, por endoso pleno.<sup>13</sup> En efecto, a diferencia del endoso en procuración, en garantía o en fideicomiso, este tipo de endoso mediante el cual se transfieren los VEC es propio o absoluto; vale decir, con el endoso del VEC se transmite la propiedad del título y todos los derechos inherentes a él.

Bajo esta figura, el endosatario que recibe el título valor será el titular legítimo de todos los derechos emergentes del mismo. Este endoso no admite límites personales y puede hacerse a favor de un tercero que, evidentemente, no aparece vinculado al titular del crédito en el VEC.

En este caso, a diferencia de lo que ocurre en otros títulos, la declaración del endosante no resulta recepticia, por cuanto no se requiere que el deudor acepte la obligación de pago en favor de un tercero. Decimos ello por cuanto creemos que dicha obligación es suplida y reconocida previamente por la Comisión de Procedimientos Concursales.

En efecto, la voluntad del deudor resulta irrelevante para la creación y emisión de los VEC.<sup>14</sup> Este se encuentra obligado, frente al requerimiento de su acreedor debidamente reconocido por la autoridad concursal, a emitir el referido título valor.

Ahora bien, ya hemos dicho que los títulos valores nominativos, según la definición que otorga el artículo 29 de la LTV, y de conformidad con la doctrina más autorizada, no serían transferibles mediante endoso; sin embargo, tenemos que el artículo 7 del Reglamento señala de

---

<sup>13</sup>A modo de comentario diremos que, de no tratarse de un endoso pleno, probablemente no habría mercado para este tipo de valores.

<sup>14</sup>Ello debió a que con la emisión de estos títulos valores no se está creando una obligación, sino que se está reconociendo y materializando una existente.

manera expresa que los VEC se transfieren única y exclusivamente mediante este mecanismo, otorgándole a estos nuevas y particulares características.

No obstante, creemos que más allá del problema doctrinario, el hecho es que, por tratarse de una norma especial que regula a los VEC, esta resulta de aplicación preferente respecto de la LTV<sup>27</sup> y no queda más que ceñirnos a lo dispuesto por aquella.

## 2. Protesto

En nuestra opinión, los VEC deberían encontrarse entre los títulos valores que por ley no requieren de protesto (como en el caso de los valores desmaterializados y, en general, de los valores mobiliarios)<sup>28, 29</sup>, puesto que consideramos que el propósito con el que se crearon los VEC no comulga con el requisito que supone el acto de protesto.

En efecto, entendiendo que la finalidad que persigue el acto de protesto se ve reemplazada con el reconocimiento de créditos realizado por la Comisión, así como con el pronunciamiento de esta última sobre el incumplimiento por parte del deudor de cualquiera de los acuerdos contenidos en el AGR<sup>30</sup> y en el PR<sup>31</sup>, según sea el caso, no tiene sentido condicionar las acciones cambiarias derivadas de estos títulos valores a formalidades previas que, a nuestro parecer, resultarían redundantes.<sup>32</sup> Sin embargo, la realidad legal es que los VEC están sujetos a protesto.

No obstante, dado que el Reglamento no exime a los VEC del requisito de protesto, y estando a que la LTV (que como hemos visto resulta de aplicación supletoria) y el Código Procesal Civil exigen de manera genérica esta formalidad, el tenedor de estos valores deberá protestarlos para así poder ejercitar las acciones cambiarias derivadas de este título valor.<sup>33</sup>

Sin perjuicio de lo expuesto, cabe señalar que el Proyecto sí establecía expresamente que estos valores "no requerirán de protesto, salvo las excepciones que se pudieran establecer mediante disposiciones reglamentarias", por lo que, nuevamente, no entendemos por qué en el Reglamento se omitió consignar esta precisión o, en todo caso, hacer la salvedad para los casos en que correspondiese.

## 3. Acción Cambiaria derivada de los VEC

Como en los demás títulos valores, el derecho incorporado en los VEC puede hacerse valer en vía judicial (a través del proceso ejecutivo –si reúne los requisitos y formalidades de ley– o mediante el proceso abreviado o de conocimiento, dependiendo de la cuantía) y en vía extrajudicial (requiriendo personalmente el pago presentando para tales efectos el documento que contiene la obligación).

Como sabemos, las acciones que puede ejercitar el acreedor impago tenedor de un título valor, en nuestro caso un VEC, son: (i) la acción directa, (ii) la acción de regreso y (iii) la acción de ulterior regreso.

<sup>27</sup> Recordemos que la norma especial prima sobre aquella de carácter general.

<sup>28</sup> Los títulos valores que no requieren de protesto son: (i) aquellos que han sido eximidos por ley de esta formalidad, (ii) aquellos en los que, pudiendo incluir cláusula liberatoria, cuentan con cláusulas en donde se indique la prescindencia de dicha formalidad, y (iii) los valores mobiliarios y desmaterializados.

<sup>29</sup> Sin embargo, el Reglamento no prohíbe que se incluya cláusula liberatoria de protesto en la literalidad de los VEC.

<sup>30</sup> Acuerdo Global de Reestructuración.

<sup>31</sup> Plan de Reestructuración.

<sup>32</sup> Sin perjuicio de lo señalado, y como veremos en el punto V.3 siguiente, hablar de las acciones cambiarias derivadas de estos títulos valores resulta, de igual modo, un absurdo.

<sup>33</sup> A menos, por supuesto, que el tenedor solicite ante la Comisión que se incluya en el título la cláusula liberatoria correspondiente.

---

La acción directa se dirige contra el deudor concursal (librador) o contra sus garantes por lo que, considerando que existe un marco de protección patrimonial para el deudor así como un orden de prelación establecido para el cobro de las acreencias, no encontramos mayor problema con este tipo de acción derivada.

Sin embargo, en el caso de la acción de regreso y de ulterior regreso derivada de los VEC, consideramos que podrían generarse dificultades; tanto así, que estimamos que la posibilidad de ejercitar la acción de regreso o de ulterior regreso debió estar restringida por el propio Reglamento.

Sostenemos lo anterior porque, como sabemos, la acción de regreso se dirige contra los obligados subsidiarios (vale decir, contra el endosante del VEC en nuestro caso) y la acción de ulterior regreso la dirige el obligado de regreso que hubiese efectuado el pago, contra todos los intervinientes del título antes que él; posibilidades que resultan, en nuestra opinión, incongruentes con el fin que persiguen estos valores.

En efecto, dado que el endosatario de un VEC lo toma a sabiendas de que existe un riesgo de no cobrar –y es justamente ese riesgo, así como el castigo en el precio de venta que el endosante realiza para liquidar prontamente su acreencia, los que finalmente determinan la existencia de una plusvalía entre el momento en que se adquiere el VEC y el momento en que debe hacer efectivo el cobro de este– no puede pretenderse que el endosatario pueda reclamarle la falta de pago del título valor al endosante del mismo.

Sostener lo contrario (es decir, que la acción de regreso y de ulterior regreso subsistan en los VEC) supondría el “negocio perfecto” para cualquier inversionista. En efecto, compro un VEC para ver si cobro más de lo pagado por la adquisición del título dentro de algún tiempo y si ello no ocurre, en acción de regreso le cobro al endosante no solo lo que pagué por él, sino el monto total consignado en el título; es decir, nos encontramos frente a una “win-win situation”, considerando que alguien con estas condiciones se atreva a transferir un VEC.

Una vez más, no entendemos por qué, siendo tan contradictorio con el objeto de estos valores, y a pesar de que el Proyecto de creación de estos valores eximía expresamente de responsabilidad al endosante<sup>29</sup>, el Reglamento no restringió la acción de regreso en este caso.

## VI. ASPECTOS LABORALES Y PREVISIONALES EN LOS VEC

Una de las cuestiones que surge a partir de la incorporación de un crédito laboral en un VEC es si su transferencia por el acreedor laboral transgrede el principio de irrenunciabilidad de derechos y beneficios laborales previsto en el inciso 2) del artículo 26 de la Constitución Política de 1993.

Ello, porque la lógica del mercado implica que la transferencia de un VEC se realice por un valor inferior (a descuento) al consignado (valor nominal) en el título valor, lo cual en el campo del Derecho del Trabajo reviste sus propias peculiaridades, pues debe ser confrontado con el principio constitucional antes mencionado.

### 1. Principio de irrenunciabilidad: nociones básicas

El inciso 2 del artículo 26 de la Constitución vigente establece lo siguiente:

---

<sup>29</sup> Artículo 4 del Proyecto de Ley que crea los VEC.

<sup>30</sup> Cuando los títulos valores se encuentran representados mediante títulos físicos, la transferencia del mismo se efectuará mediante endoso, sin que éste implique responsabilidad para el endosante por el pago de los derechos que confiere el título valor (c. 3).

"En la relación laboral se respetan los siguientes principios:  
(...)

2. *Carácter irrenunciable de los derechos reconocidos por la Constitución y la ley.*"

El principio laboral de irrenunciabilidad consiste en la prohibición de la renuncia, por parte del trabajador, a los derechos reconocidos a su favor en toda norma jurídica de fuente legal o convencional.

En el Derecho Civil, la regla general consiste en la inexistencia de limitaciones en la transmisión de un derecho por parte del titular del mismo, lo que no sucede en el ámbito laboral, el cual establece restricciones en lo que a disponibilidad de derechos se refiere. En el Derecho Laboral se parte de la existencia de una desigualdad económica entre el empleador y el trabajador, por cuanto la finalidad del Derecho Laboral es la protección de la parte débil de la relación de trabajo, es decir, el trabajador. En este sentido, se impone restricciones en materia de transferencia de derechos laborales para evitar que el trabajador pueda verse presionado por el empleador a renunciar a determinados derechos, toda vez que depende económicamente de aquel.

Pedro G. Morales, citando a Plá Rodríguez, señala que "la doctrina laboral es uniforme cuando sostiene que la renuncia equivale a un acto voluntario por el cual una persona se desprende y hace abandono de un derecho reconocido a su favor".<sup>25</sup> De esta manera, la renuncia que prohíbe nuestro ordenamiento constitucional es aquella efectuada por el propio trabajador respecto a un derecho que le reconoce una norma jurídica.

Una característica del Derecho del Trabajo es que se encuentra compuesto de "normas relativamente imperativas (*imperativas hacia abajo y dispositivas hacia arriba*)".<sup>26</sup> Así, las normas laborales que establecen derechos fijan pisos mínimos y las que establecen obligaciones techos máximos, que no pueden ser rebajados ni excedidos por los sujetos de la relación laboral. Por ejemplo, un trabajador no puede percibir una remuneración menor a la mínima vital o no puede trabajar más de 48 horas a la semana, sin la contraprestación correspondiente.

La sanción en caso se infrinja el principio de irrenunciabilidad es la invalidez del acto de renuncia.

## 2. El principio de irrenunciabilidad y los VEC

### 2.1. Créditos de naturaleza laboral

Para analizar si se afecta o no el principio de irrenunciabilidad en caso de transferencia de un VEC en el cual se encuentra incorporado un crédito laboral, debemos tener en consideración las diversas etapas que surgen en la negociación de este título valor.

#### 2.1.1. Incorporación de un crédito laboral a un VEC

En esta etapa consideramos que no existe transgresión al principio de irrenunciabilidad, puesto que el crédito laboral es incorporado al título valor en su integridad, sin rebaja alguna, con todas sus garantías, si las hubiere, y en el rango preferencial que les corresponde.

#### 2.1.2. Transferencia de un VEC por parte del acreedor laboral

Debemos distinguir tres supuestos:

<sup>25</sup> MORALES CORRALES, Pedro G., *Derechos Laborales: Prescripción, Caducidad y Otras Temas - A propósito de un nuevo fallo del Tribunal Constitucional*. En: *Revista Peruana de Integración*, No. 22, Diciembre de 2002, Editora Normas Legales, p.VI.

<sup>26</sup> NEVES MUIJICA, Javier, *Introducción al Derecho Laboral*, Lima, Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú, Lima, 2000, p.182.

a) Transferencia a favor de un tercero sin vinculación con el empleador

La transferencia de un VEC a un tercero –ajeno al empleador– no supone, en nuestra opinión, trasgresión al principio de irrenunciabilidad.

Debe tenerse en cuenta que el VEC es un instrumento utilizado por empresas que se encuentran dentro de un procedimiento concursal, es decir, en una situación de insolvencia en la cual el pago de los créditos es aleatorio. En este contexto, el acreedor laboral, al que se le ha reconocido el total de sus derechos laborales mediante el VEC, dependiendo de sus intereses particulares, podría optar por negociar su crédito laboral sin esperar se culmine el procedimiento concursal, cuyo resultado, reiteramos, es incierto. En efecto, si la Junta de Acreedores decide reestructurar la empresa deudora, podría darse el caso que el acreedor laboral pueda ver satisfecho su crédito después de un período muy largo; asimismo, en caso de liquidación y disolución de la empresa, el acreedor laboral no tiene la certeza de cobrar su crédito. Por tal motivo, es comprensible que ante esta incertidumbre el trabajador prefiera solicitar la incorporación de su crédito laboral en un VEC y negociarlo con terceros.

Además, en la medida que el crédito laboral se mantiene íntegro en el título valor, sin menoscabo alguno, indica que no ha existido una renuncia de derechos, toda vez que el trabajador prefirió negociar su crédito con un tercero ajeno a la relación laboral.

b) Transferencia a favor del propio empleador

En esta hipótesis, consideramos que en la negociación de un VEC con el propio empleador entra en juego el principio de irrenunciabilidad.

Recordemos que el principio de irrenunciabilidad protege al trabajador contra actos de renuncia de derechos nacidos de normas imperativas. En el presente caso, es el propio crédito laboral que se ve afectado mediante la utilización de los VEC, por cuanto a través de esta figura podría reducirse la acreencia laboral. Veamos: la empresa concursada, a solicitud del acreedor laboral, emite un VEC y posteriormente lo rescata adquiriéndolo de su propio acreedor laboral, quien le transfiere el VEC por un monto menor a la deuda consignada en el mismo.

En consecuencia, la transferencia de un VEC a favor del propio empleador, en la medida que se efectúe por un monto menor al consignado en el referido título valor, podría considerarse un acto nulo en virtud del principio constitucional de irrenunciabilidad.

c) Transferencia a favor de una empresa del grupo económico al cual pertenece el empleador

Los procesos de descentralización productiva como nueva forma organizativa empresarial del presente siglo, no solamente producen un "efecto centrífugo" plasmado en la reducción del ámbito empresarial mediante la subcontratación de mano de obra, tercerización de servicios o formas de trabajo a distancia como el tele-trabajo, sino que también se manifiestan en un "efecto centrípeto" que se manifiesta por la constitución de empresas articuladas a través de una sociedad matriz que coordina con dichas unidades productivas autónomas.<sup>27</sup>

Nuestra realidad no es ajena a dicho esquema de organización empresarial, identificada como grupos económicos, que se encuentra regulado en nuestra legislación.

En efecto, según lo dispone el artículo 5 del Reglamento de Propiedad Indirecta, Vinculación y Grupo Económico, aprobado mediante Resolución CONASEV No. 722-97-EF-94.10, "grupo

<sup>27</sup> Extracto de RODRÍGUEZ ESCANCIANO, Susana. *La coordinación empresarial como estrategia de descentralización productiva: carencia normativa*. En: Revista de Derecho Social No. 15, España, 2001.

*económico es el conjunto de personas jurídicas, cualquiera que sea su actividad u objeto social, donde alguna de ellas ejerce el control de las demás, o donde el control de las personas jurídicas que la conforman es ejercido por una misma persona natural o un mismo conjunto de personas naturales".*

En materia laboral, si bien no existe en nuestro país legislación que regule los grupos de empresas, el artículo 6 del Anteproyecto de la Ley General de Trabajo<sup>26</sup> señala que nos encontramos ante un grupo de empresas cuando "varias empresas, jurídicamente independientes, constituyen o actúan como una unidad económica y productiva de carácter permanente y están sujetas a una dirección única de contenido general". Asimismo, en el Anteproyecto se prevé los supuestos en los cuales se presume la existencia de un grupo de empresas.

No obstante ello, la jurisprudencia laboral sí maneja los conceptos de "grupos económicos" o de "empresas vinculadas", entendiendo como tales a aquellas en las que existe relación jurídica por aporte de capitales mayoritarios de una a otra; si una es subsidiaria de la primera o filial; si comparten gerentes; o si se encuentran bajo control común, directo o indirecto de la empresa que detenta la propiedad del mayor número de las acciones, sea a través del capital pagado u otro medio cualquiera.<sup>27</sup>

Sin perjuicio de lo anterior, la aproximación al problema jurídico de los grupos de sociedades debe tener como objeto, desde la óptica laboral, determinar cuál es el verdadero empleador. La inquietud en el ámbito laboral por los grupos empresariales surge a partir de su instrumentalización para evadir el cumplimiento de las obligaciones laborales valiéndose de supuestos como la descapitalización de una sociedad a favor de otras empresas del grupo, traslado de la producción de una empresa a otra, movilidad de los trabajadores al interior del grupo, etc.

Lo anterior no significa que los grupos de empresas sean per se violatorios de los derechos de los trabajadores, sino que representan intereses comunes a los del empleador; en este caso de la empresa sometida a concurso.

Ello lleva a que si el VEC fuese transferido a una empresa del grupo al cual pertenece la empresa concursada (empleadora del acreedor laboral), podríamos encontrarnos en un supuesto similar al tratado en el literal b) anterior por lo que dicha transferencia podría ser cuestionada.

A efectos de ilustración de los criterios para determinar la existencia de un único centro de imputación de responsabilidades de carácter laboral en el grupo de empresas, y dada la complejidad de dicha probara, la jurisprudencia del Tribunal Supremo de España ha establecido un "haz de indicios"<sup>28</sup> que precisamos a continuación:

- a) "Prestación laboral indiferenciada a las empresas agrupadas o integración de la mano de obra". En otras palabras, todas las empresas son destinatarias de los servicios del trabajador independientemente de quién lo haya contratado formalmente. Que exista una planilla única de trabajadores al interior del grupo o el intercambio constante de mano de obra demuestran la unidad empresarial.<sup>29</sup>

<sup>26</sup>El referido anteproyecto ha sido elaborado por un grupo de expertos laboristas convocados por la Comisión de Trabajo del Congreso y se encuentra actualmente en discusión en el Consejo Nacional de Trabajo.

<sup>27</sup>Resoluciones del Tribunal de Trabajo recaídas en los expedientes No. 112-82 y 1252-85 de 24 de febrero de 1982 y 16 de octubre de 1985, respectivamente.

<sup>28</sup>La jurisprudencia de indicios del Tribunal Supremo ha sido estudiada de RODRÍGUEZ ESCANCIANO, Op. Cit., p. 114.

<sup>29</sup>CAMPS RUIZ, L.M., *La problemática jurídico-laboral de los grupos de sociedades*, Madrid, 1986, p. 31 y VASQUEZ MATEO, F., *Grupos de empresas y Derecho individual del Trabajo*, DL., No. 16, pp. 126 y ss. Citado por: RODRÍGUEZ ESCANCIANO, *Suana*, Op. Cit., p. 118.

- b) Dirección unitaria, es decir, que el grupo posee un poder de decisión que se impone a las autoridades formales de las empresas subordinadas al mismo.<sup>22</sup>
- c) Caja única o confusión patrimonial, lo cual significa que el grupo constituye una unidad financiera, es decir, que tras la personalidad jurídica de cada sociedad integrante del grupo no existe un sustrato económico diferenciado.
- d) Apariencia unitaria externa, que supone "la actuación en el tráfico jurídico como una unidad, que induce a quienes se relacionan con dichas empresas a considerar que se encuentran ante una única unidad empresarial".<sup>23</sup>

En consecuencia, y tal como señala García Murcia<sup>24</sup>, "aún dando por bueno que la composición compleja y la disgregación en diversas empresas tenga sentido desde un punto de vista económico y productivo, y que tal configuración no sea un mero subterfugio formal, es posible llegar a la conclusión de que en muchos casos el grupo constituye realmente una unidad económica y empresarial, actúa bajo un mismo criterio organizativo y se somete a una sola dirección, por lo que en realidad hace las veces de empresario".

En tal sentido, de demostrarse que el grupo para el que ha prestado servicios el trabajador es realmente el empresario, la transferencia del VEC a otra "empresa" podría ser considerada como una transferencia del crédito laboral al propio empleador a un precio menor, por lo que dicho acto podría ser considerado inválido de afectarse el principio de irrenunciabilidad de derechos del acreedor laboral.

## 2.2. Créditos de naturaleza previsional: Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones (SPP).

Revisaremos ahora si es posible incorporar al VEC los créditos de naturaleza previsional; específicamente, aquellos adeudados constituidos por las aportaciones impagas al Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones (SPP).

El texto vigente del artículo 30 del Texto Único Ordenado de la Ley del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones (en adelante "el TUO") establece que los aportes obligatorios de los trabajadores al Sistema Privado de Pensiones están constituidos por:

- a) 10% de la remuneración asegurable.<sup>25</sup>
- b) Un porcentaje de la remuneración asegurable destinado a financiar las prestaciones de invalidez y sobrevivencia y un monto destinado a financiar la prestación de gastos de sepelio.
- c) Comisión porcentual para la AFP.

Conforme señala el artículo 32 del TUO, los aportes obligatorios indicados en el literal a) que antecede, los aportes voluntarios del trabajador y del empleador, "deben ser íntegramente abonados a la Cuenta Individual de Capitalización de cada afiliado".

<sup>22</sup>FLÁ RODRÍGUEZ, Américo, *Los grupos de empresas*. En: *Revista Española de Derecho del Trabajo*, Número 6, 1981, p.190. Citado por RODRÍGUEZ ESCANCIANO, Susana, Op. Cit., p. 119.

<sup>23</sup>MORENO GENE, Joseph, *Algunas cuestiones sobre la determinación del empresario en los procesos de filialización*. En: *AAFF: Decentralización productiva y nuevas formas organizativas del trabajo*. X Congreso Nacional de Derecho del Trabajo y de la Seguridad Social, Zaragoza, 28 y 29 de mayo de 1999, p.720.

<sup>24</sup>GARCIA MURCIA, J. *Las relaciones individuales de trabajo en los grupos de empresas*. TS, No. 98,1999, p.8. Citado por RODRÍGUEZ ESCANCIANO, Susana, Op. Cit., p. 170.

<sup>25</sup>Desde la vigencia de la ley se ha dispuesto "transitoriamente" que la tasa del 10% sea rebajada a 8%, lo cual regiría hasta el 31 de diciembre de 2005, salvo que sea nuevamente prorrogada.

La suma de las Cuentas Individuales de Capitalización de todos los afiliados constituyen los Fondos de Pensiones, los cuales son un patrimonio independiente y distinto del patrimonio de la AFP, entidad que *“no tiene derecho de propiedad sobre los bienes que componen o que se generan por efecto de los Fondos, siendo responsable únicamente de la administración de los mismos”* (artículo 18 del TUO). Dichas administraciones deben realizarse *“con la finalidad de maximizar la rentabilidad ajustada por riesgo del portafolio de inversiones para brindar las prestaciones de jubilación, invalidez, sobrevivencia y gastos de sepelio”* (artículo 59 del Reglamento del TUO).

Al ser la AFP responsable por la administración de los recursos del público que servirán para satisfacer contingencias previsionales de sus afiliados, es la Ley la que le impone el marco normativo dentro del cual debe desenvolverse de manera rígida. Es así que tanto el TUO como sus normas reglamentarias y las dictadas por la ex-Superintendencia de AFP (ahora Superintendencia de Banca y Seguros), establecen los procedimientos administrativos y judiciales de cobranza de aportes impagos al Sistema Privado de Pensiones, sancionándose a la entidad administradora en caso se considere que actuó de manera negligente en la cobranza de los aportes impagos.

El tercer párrafo del artículo 37 del TUO faculta a las AFP a participar en las Juntas de Acreedores que se celebren en los procesos concursales, en representación de los créditos correspondientes a los aportes impagos. Sin embargo, no existe norma alguna que autorice a las AFP a negociar con las empresas deudoras las condiciones y la cuantía de los aportes impagos y menos aún que las autorice a recibir y negociar un VEC.

En consecuencia, dado que el marco normativo no permite a las AFP negociar los créditos por aportes impagos, al ser estos recursos que pertenecen a las Cuentas Individuales de Capitalización de sus afiliados, consideramos que no es dable la utilización de un VEC para hacer efectivos los créditos por aportaciones.

## VII. RÉGIMEN TRIBUTARIO DE LOS VEC

Un aspecto relevante dentro de los VEC es, sin duda, el tributario.

Como es sabido, las implicancias tributarias que tienen las distintas operaciones en el mercado determinan que los inversionistas o partícipes de él analicen con mayor detenimiento la viabilidad de este tipo de operaciones, llegando, incluso, en algunos casos, a ser el factor determinante en la toma de decisiones de inversión.

En ese sentido, aunque de manera general, se analizarán más adelante las principales implicancias del Impuesto a la Renta y del Impuesto General a las Ventas en las transacciones de los VEC, que podrían resultar de interés para cada una de las partes intervinientes en estas.

Asimismo, se analizará la posibilidad de que la Administración Tributaria, como acreedora de la deuda tributaria en concurso, pueda solicitar la emisión de VEC para su futura circulación a favor de terceros.

### 1. Impuesto a la Renta

El Impuesto a la Renta (“IR”) grava en nuestro país las manifestaciones de riqueza.

Así, el artículo 1 de la Ley del IR establece que dicho impuesto grava las rentas que provengan del capital, del trabajo y de la aplicación conjunta de ambos factores, entendiéndose como tales a aquellas que provengan de una fuente durable y susceptible de generar ingresos periódicos, así como las ganancias de capital, las rentas imputadas y los ingresos que provengan de terceros considerados expresamente en dicha ley.

Como puede observarse, solo están gravados con el IR las rentas, ganancias y/o beneficios que se generan por determinadas operaciones de los contribuyentes, ya sea como: (i) producto periódico que se origina de una fuente durable y productiva; (ii) como producto de operaciones con terceros; (iii) como producto de determinadas ganancias de capital; o, (iv) en algunos casos, por la variación patrimonial que experimente un sujeto en un determinado ejercicio.

Siendo esto así, a continuación se analizarán las implicancias tributarias de las distintas etapas de las transacciones de los VEC; el valor al cual deben ser transferidos tales títulos valores; el rescate de los mismos; así como su conversión en acciones.

### **1.1. Emisión, entrega, transferencia y cancelación de los VEC**

Según se desprende de lo expuesto anteriormente, la emisión de títulos valores, como es el caso de los VEC, constituye la simple incorporación de un derecho de crédito reconocido por la Comisión en un título valor por parte del deudor concursado a favor del acreedor que lo solicitó, razón por la cual dicha emisión no tendrá implicancias tributarias desde el punto de vista del emisor.

Tampoco tendrá consecuencias tributarias en el IR la entrega de los VEC al acreedor que los solicitó, por cuanto sigue manteniendo la calidad de acreedor, con derecho a seguir efectuando las provisiones correspondientes, si fuera el caso. Este hecho no constituye una novación de las obligaciones primitivas y, en el caso de serlo, tampoco tendría implicancias tributarias en el IR.

Adicionalmente, como ya se señaló, tal entrega no tiene efecto de pago. Efectivamente, en virtud del artículo 1233 del Código Civil, la sola entrega de títulos valores no surte efectos de pago, extinguiéndose la obligación primitiva solo cuando estos son pagados o cuando por culpa del acreedor se perjudican, salvo pacto en contrario que, evidentemente en estos casos no podrá operar.

El único efecto que la entrega de tales VEC producirá en el acreedor que los solicitó, será que ahora su cuenta por cobrar estará representada por un título valor. Situación similar se producirá respecto del deudor concursado, por cuanto este tendrá representada su cuenta por pagar en los VEC.

Respecto a la transferencia de este tipo de títulos valores por parte de los acreedores a terceros, es importante tener presente que su endoso es la única forma de hacer efectiva tal transferencia. En virtud de ello, en este caso, son dos las perspectivas que tienen que ser analizadas para determinar las implicancias del IR: una desde el punto de vista del acreedor (vendedor) y la otra desde el punto de vista del tercero (comprador).

Si el acreedor es una persona jurídica, la ganancia que obtenga por la enajenación de los VEC, en caso de existir, estará gravada con el IR.<sup>36</sup> Por su parte, la pérdida que se pudiese generar en dicho acreedor (persona jurídica) por la venta de tales valores será computable para determinar su renta neta.

En caso el acreedor sea una persona natural que se dedica habitualmente a la enajenación de bienes<sup>37</sup>, la ganancia que obtenga como resultado de dicha operación integrará la renta neta sobre la cual se calcula el IR respectivo, calificando esa renta como de tercera categoría, según lo dispuesto por el inciso d) del artículo 28 de la Ley del IR. Para efecto de la habitualidad, el

<sup>36</sup> Es importante tener presente que, el artículo 76 del Decreto Supremo N° 054-97-EE, Texto Único Ordenado de la Ley del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones, establece que, las ganancias de capital producidas por los Fondos de las AFP, por los Fondos Complementarios, así como por el Fondo de Longevidad, no están gravadas con el IR.

<sup>37</sup> El concepto de bienes para este efecto incluye las acciones y participaciones representativas del capital de sociedades, las acciones del trabajo, los bonos, los cédulas hipotecarias y cualquier otro valor.

artículo 4 de la Ley del IR establece que esta existirá cuando el enajenante, en este caso el acreedor, efectúe en el curso del ejercicio por lo menos diez (10) operaciones de compra<sup>29</sup> y diez (10) operaciones de venta.

Si por la transferencia de los VEC el acreedor (persona natural) sufre una pérdida, esta será computable para efectos de establecer su renta neta, según lo prevé el artículo 50 de la Ley del IR.

Para determinar la ganancia o pérdida de los acreedores que transfieran sus VEC a favor de terceros, deberá establecerse su costo computable, para lo cual se deducirá, del valor total de la acreencia, el importe provisionado. El resultado deberá ser comparado con el valor al cual se transfiere el VEC, siendo la diferencia la ganancia o pérdida tributaria respectiva.

Sin perjuicio de todo lo expuesto, y en términos generales, el monto total por el cual los acreedores transfieran dicho valor deberá ser considerado para efectos de los pagos a cuenta del IR.

Por su lado, el tercero adquirente del VEC tendrá un egreso de dinero y, en contrapartida, un título valor representativo de una promesa de pago, situación que no generará consecuencias tributarias para dicho tercero.

Solo cuando el deudor en concurso cumpla con cancelar parte o toda su obligación de pago al tenedor del VEC, este tendrá un ingreso afecto al IR o una pérdida tributaria, según corresponda. Para determinar la ganancia o pérdida respectiva, el tercero deberá proceder según lo indicado anteriormente.

Para el deudor en concurso dicho pago constituirá la cancelación de su cuenta por pagar y, en el caso de intereses adicionales, un gasto deducible para efectos del IR.

## 1.2. Valor al cual deben ser transferidos los VEC

Sin perjuicio de lo expuesto en el punto precedente, debe tenerse presente que, para efectos tributarios, cualquiera fuera el valor comercial al que se transfieran los VEC, tal transferencia se entenderá realizada a valor de mercado.

En efecto, conforme lo establece el artículo 32 de la Ley del IR, en los casos de ventas, aportes de bienes y demás transferencias de propiedad a cualquier título, así como en la prestación de servicios y cualquier otro tipo de transacción, el valor asignado a los bienes, servicios y demás prestaciones, para efectos del impuesto, será el de mercado. La norma agrega que si el valor asignado difiere del de mercado, sea por sobrevaluación o subvaluación, la Administración Tributaria procederá a ajustarlo tanto para el adquirente como para el transferente.

Según esta norma, en la transferencia de propiedad de bienes –como es el caso de los VEC, que son valores (bienes muebles)– a cualquier título, vale decir, a título oneroso o a título gratuito, el valor de los mismos debe ser el valor de mercado.

Para el caso de este tipo de valores, el valor de mercado es el de cotización o el determinado por tasación de parte, sujeto a fiscalización, según lo dispone el inciso d) del artículo 19 del Reglamento de la Ley del IR. Para efectos de esta tasación, deberán tomarse en cuenta distintos elementos que puedan influir en la determinación del valor de transferencia de los VEC, como

<sup>29</sup>No deberá computarse la entrega de los VEC, por cuanto la misma no es consecuencia de una operación de compra, sino, como se señaló anteriormente, la incorporación de un derecho de crédito en un título valor.

---

son, entre otros, el plazo de pago de la deuda concursada, la tasa de interés, la forma de pago, el orden de prelación, la viabilidad de la empresa en concurso y la financiación del deudor concursado.

En el caso de que la transferencia del VEC se realice a favor de un sujeto con el cual exista la vinculación a que se refiere el inciso b) del artículo 32-A de la Ley del IR, las partes intervinientes en la operación deberán tener en cuenta las reglas sobre precios de transferencia recogidas en ese mismo artículo 32-A.

### 1.3. Rescate de los VEC

Según permite el artículo 8 de la Resolución, el deudor en concurso puede rescatar los VEC cuando pague el derecho de crédito contenido en el título.

El pago del VEC por el deudor en concurso, como se indicó anteriormente, constituirá la cancelación de su cuenta por pagar, no teniendo implicancias en el IR.

Por su lado, los tenedores de los VEC tendrán una ganancia afecta al IR o una pérdida tributaria, según corresponda. Para determinar la ganancia o pérdida deberá procederse según lo indicado en el punto VII.1.a) anterior.

### 1.4. Conversión de los VEC en acciones

Como se señaló anteriormente, el artículo 9 de la Resolución permite la conversión de los VEC en acciones, solo en aquellos supuestos en los que se apruebe la capitalización de créditos conforme a la ley de la materia.

La conversión de estos valores en acciones, así como la capitalización que debe producirse, no tendrán implicancias tributarias para el deudor concursado. No obstante ello, en este supuesto es importante, para efectos tributarios, determinar cuál será el costo computable al que los titulares de estas nuevas acciones deben reconocerlas.

Por costo computable, en virtud del artículo 20 de la Ley del IR, debe entenderse el costo de adquisición, producción o, en su caso, el valor de ingreso al patrimonio o valor en el último inventario determinado conforme a ley.

Sin embargo, en el caso de acciones o participaciones percibidas como resultado de la capitalización de deudas en un proceso concursal, el inciso d) del artículo 21 del mismo cuerpo normativo establece que, en estos casos, el costo computable será igual a cero (0) si el crédito hubiera sido totalmente provisionado y castigado.<sup>19</sup> En el caso de que tales créditos no hubieran sido provisionados y castigados, el costo computable de las acciones o participaciones recibidas por el acreedor tendrán en conjunto el valor no provisionado del crédito que se capitaliza.

No obstante lo expuesto, debe tenerse presente que la conversión de los valores en acciones no permite al acreedor –hoy accionista– que pueda seguir haciendo provisiones por el crédito pendiente de pago, por cuanto las acciones no se provisionan.

Consecuentemente, si el acreedor no tiene totalmente provisionada su deuda y convirtiera sus VEC en acciones continuando el deterioro de la situación patrimonial del deudor concursado, este no podría provisionar el menor valor que patrimonialmente pudieran tener sus acciones.

---

<sup>19</sup> Para efectos de tal castigo y provisión, es decir, cuando se trate de créditos condonados o capitalizados por acuerdo de la Junta de Acreedores, el acreedor deberá abrir una cuenta de control para efectos tributarios denominada "Acciones recibidas con ocasión de un proceso de reestructuración", según dispone el numeral 3 del inciso g) del artículo 21 del Reglamento de la Ley del IR.

Elo sin perjuicio de que tal pérdida pueda o no ser reconocida cuando se produzca la transferencia de tales acciones o cuando la empresa se disuelva o liquide, según sea el caso.

Bajo el supuesto de que la transferencia de las acciones genere una ganancia para el acreedor (transferente), de acuerdo con lo establecido en el numeral 1 del artículo 19 de la Ley del IR y el artículo 9 de su Reglamento, dicha ganancia de capital que se pueda producir se encontrará exonerada del IR siempre que: (i) en el caso de personas jurídicas, la enajenación se produzca dentro de los mecanismos centralizados de negociación a los que se refiere la LMV; y, (ii) en el caso de personas naturales, sociedades indivisas y sociedades conyugales que optaron por tributar como tales, la enajenación se produzca dentro de los mecanismos centralizados de negociación o fuera de ellos. En este último caso, la exoneración operará sea que las acciones se encuentren o no inscritas en el Registro Público del Mercado de Valores.

Es importante tener presente que según la Décima Disposición Final del Decreto Supremo No. 134-2004-EF, de acuerdo con el texto final establecido por la Fe de Erratas del 19 de octubre de 2004, los valores mobiliarios inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores a través de mecanismos centralizados de negociación a los que se refiere la LMV, no se consideran como bienes destinados a ser comercializados en el ámbito de un giro de negocio o empresa, es decir, generan ganancia de capital.

## **2. Impuesto General a las Ventas**

El Impuesto General a las Ventas ("IGV") grava, en nuestro país, según lo establece el artículo 1 de la Ley del IGV, las siguientes operaciones: (i) la venta en el país de bienes muebles; (ii) la prestación o utilización de servicios en el país; (iii) los contratos de construcción; (iv) la primera venta de inmuebles que realicen los constructores de los mismos; y, (v) la importación de bienes.

Como puede apreciarse de las operaciones antes indicadas, la emisión de los VEC, su entrega al acreedor que lo solicitó, el rescate de los mismos, así como su conversión en acciones, no tienen ninguna implicancia para efectos del IGV, por no ser hechos imponibles de dicho tributo.

Sin embargo, teniendo en cuenta que la venta de bienes muebles en el país se encuentra gravada con el IGV, podría sostenerse, en principio, que la transferencia de los VEC por los acreedores se encuentra afecta a tal impuesto.

No obstante ello, es importante señalar que el inciso b) del artículo 3 de la Ley del IGV establece qué debe entenderse por bienes muebles para efectos del IGV. Así, son bienes muebles los corporales que pueden llevarse de un lugar a otro, los derechos referentes a los mismos, los signos distintivos, invenciones, derechos de autor, derechos de llave y similares, las naves y aeronaves, así como los documentos y títulos cuya transferencia implique la de cualquiera de los mencionados bienes. Como puede observarse, para efectos de la Ley del IGV, no se consideran bienes muebles los documentos y títulos que no impliquen la transferencia de los bienes antes indicados, como expresamente dispone el numeral 8 del artículo 2 del Reglamento de la Ley del IGV, situación dentro de la cual se encuentran los VEC.

Por tanto, la transferencia de tales valores por parte de los acreedores de los deudores en concurso, así como la de los terceros adquirentes a favor de otros sujetos, no se encontrará afecta al IGV.

## **3. Posibilidad de la Administración Tributaria de solicitar la emisión de VEC para su futura transferencia a favor de terceros**

Para analizar este punto, es importante tener presente que, para la actuación en las Juntas de Acreedores, la Administración Tributaria se encuentra representada por los funcionarios

---

específicamente designados por el MEF, según lo dispone el numeral 47.3 del artículo 47 de la LGSC.

En tal sentido, con la finalidad de determinar si la Administración Tributaria puede o no solicitar la emisión de VEC para posteriormente transferirlos a favor de terceros, debe analizarse previamente si las facultades de sus representantes les permiten o no solicitar la emisión de los VEC.

Sobre el particular, debe indicarse que las facultades de dichos representantes se encuentran contenidas en el artículo 48 de la LGSC, entre las que se encuentran, principalmente, las siguientes: (i) pronunciarse en las Juntas de Acreedores sobre los temas propuestos; (ii) fundamentar su posición en caso no estuviere de acuerdo con la continuidad de las actividades del deudor, con el Plan de Reestructuración, Convenio de Liquidación o Acuerdo Global de Refinanciación; y, (iii) no capitalizar ni condonar los créditos de origen tributario.

Sin perjuicio de ello, dichos representantes de los créditos tributarios deberán, además, actuar conforme a las disposiciones y principios que regulan la LGSC, en todo lo que no sea incompatible con los intereses de la Administración Tributaria.

En tal sentido, y considerando que no existe prohibición expresa en la LGSC o norma complementaria que limite el derecho de los representantes de los créditos de origen tributario de solicitar la emisión de VEC y que dicha solicitud de emisión no contraviene los intereses de la Administración Tributaria, podría pensarse, en principio, que los representantes de los referidos créditos de origen tributario podrían solicitar la emisión de los VEC correspondientes.<sup>46</sup>

A igual conclusión podría llegarse en lo que se refiere a la transferencia de los VEC solicitados por la Administración Tributaria a favor de terceros, por cuanto, como en el caso anterior, en la legislación no tributaria no existe norma que limita o prohíba su transferencia.

Entre los distintos argumentos económicos que podrían esgrimirse con la finalidad de apoyar esta tesis, se encuentra aquel que sostiene que –con la intención de mejorar la recaudación de las arcas fiscales y, en consecuencia, hacer cobro de los adeudos tributarios– es preferible que la Administración Tributaria recupere parte de su acreencia en lugar de sufrir una pérdida total de la misma.

Para entender mejor lo expuesto, debe indicarse que, por lo general, debido a las prioridades de los pagos de los deudores concursados, así como el orden preferencia establecido en el artículo 42 de la LGSC para los créditos tributarios en caso de disolución y liquidación, los créditos tributarios no siempre son cancelados y, en el caso que lo sean, muy pocas veces son por el importe total de la deuda.

En tal sentido, podría sostenerse que es preferible que, luego de analizada detenidamente la posibilidad y conveniencia de que los VEC se puedan transferir a favor de terceros, es decir, ver la posibilidad de recuperación cuando menos parcial del crédito, la Administración Tributaria proceda a la enajenación de los títulos valores.

Aún cuando no explícitamente, la posición descrita en los párrafos anteriores quedaría corroborada con el formato estandarizado de los VEC aprobado por la Resolución CONASEV No. 105-202-EF/94.10, por cuanto entre los requisitos que deben contener tales documentos se

---

<sup>46</sup>Es conveniente recordar que la emisión de los VEC no implica más que una incorporación de un derecho de crédito reconocido por la Comisión en un título valor por parte del deudor concursado a favor del acreedor que solicitó la emisión de dicho título valor.

encuentra el origen de los créditos y, en el caso de los tributarios, estos han sido expresamente recogidos por el referido formato.

Si la intención de incorporar el crédito tributario como origen de la deuda para emitir los VEC correspondientes no es otra que permitir su emisión –y así su transferencia a favor de terceros, aun cuando ello no ha sido expresamente indicado–, esto ha quedado acreditado con su inclusión en el formato antes mencionado.

Sin embargo, como se verá más adelante, la posibilidad de que proceda la emisión y transferencia de los VEC que contengan créditos tributarios a favor de terceros, podría traer como consecuencia que se violen principios que rigen el Derecho Tributario, así como normas específicas relacionadas con el cumplimiento de las obligaciones tributarias por parte del deudor concursado.

En efecto, no debe olvidarse que los créditos tributarios se originan por mandato de la ley, es decir, por haber realizado el deudor concursado alguno de los hechos impositivos que generan la obligación de pagar el tributo correspondiente, cuyo ingreso a las arcas fiscales servirá para satisfacer las necesidades públicas.<sup>41</sup> En estricto, la deuda tributaria es, pues, una obligación de carácter público.

Por mandato constitucional y legal (artículo 74 de la Constitución Política y norma IV del Título Preliminar del Código Tributario), el Estado ejerce su poder tributario designando mediante una ley los hechos que configuran la hipótesis de incidencia tributaria, los sujetos pasivos de la referida obligación, las tasas aplicables, entre otros elementos. Asimismo, determina la forma como debe cumplirse la obligación tributaria y señala a la entidad pública (Administración Tributaria) que va a ejercer la competencia tributaria, esto es, la entidad que en nombre y beneficio del Estado va a cobrar y administrar un determinado tributo.

Dicho poder tributario debe ser ejercido con la expedición de normas legales con rango de ley o por decreto legislativo en caso de delegación, pues no existe otro medio para traducir tal poder tributario. Como se señaló anteriormente, la ley es la fuente de los tributos. Es mediante ella que se determinan los elementos esenciales del tributo y se señala al deudor y acreedor de la obligación tributaria.

Es deudor tributario, según el artículo 7 del Código Tributario, la persona obligada al cumplimiento de la prestación tributaria, ya sea como contribuyente o responsable. Por su lado, el artículo 4 del mismo Código establece como acreedor tributario a aquel a favor del cual debe realizarse la prestación tributaria. El segundo párrafo del mismo artículo 4 añade luego que el Gobierno Central, los Gobiernos Regionales y los Gobiernos Locales son acreedores tributarios. Asimismo, dicha norma establece que las entidades públicas con personería jurídica propia son acreedores tributarios cuando la ley les asigna esa calidad de manera expresa.

Esta situación de deudor y acreedor se mantiene vigente desde que se cumple el hecho imponible del tributo respectivo y, por lo tanto, desde el nacimiento de la obligación tributaria<sup>42</sup> hasta su extinción.

En ese sentido, y teniendo en cuenta que en la legislación tributaria no existe norma legal

<sup>41</sup> Situación contraria se presenta en el caso de obligaciones de carácter privado, por cuanto tales obligaciones surgieron como consecuencia de la voluntad de las partes: nadie los obligó a asumir las responsabilidades que pudieran haber asumido. En consecuencia, las partes también son libres de determinar la manera cómo extinguir, transferir o anular dicha obligación particular.

<sup>42</sup> El artículo 1 del Código Tributario define a la obligación tributaria como el vínculo entre acreedor y deudor tributario, establecido por ley, que tiene por objeto el cumplimiento de la prestación tributaria, siendo exigible coactivamente. En otras palabras, es obligación tributaria el deber de los contribuyentes de pagar a la Administración Tributaria los tributos respectivos.

---

que faculte la transmisibilidad de las acreencias originadas por los tributos y, por ello, la sustitución del acreedor tributario, no resultaría viable, entonces, la transferencia de los créditos tributarios a favor de terceros, como sucedería en el caso de la enajenación de los VEC. Permitir ello supondría un apartamiento de la aplicación de los presupuestos de la ley tributaria, lo que evidentemente no puede ocurrir.

Adicionalmente, en el supuesto que la Administración Tributaria pueda disponer libremente de los derechos de crédito originados por el cobro de tributos y, por lo tanto, sea viable la transferencia de los VEC, ello no supondría la extinción de la obligación tributaria, como se verá a continuación.

Efectivamente, según establece el artículo 27 del Código Tributario, la obligación tributaria—que como se ha visto es pública—solo se extingue por alguno de los siguientes medios: (i) pago; (ii) compensación; (iii) condonación; (iv) consolidación; (v) resolución de la Administración Tributaria sobre deudas de cobranza dudosa o de recuperación onerosa; y, (vi) otros que se establezcan por leyes especiales.

El pago es el medio normal de extinción de la obligación tributaria y, ciertamente, el preferido por la Administración Tributaria, ya que el mismo representa un ingreso para el fisco. Debido a la forma de pagos que pueden darse, existe: el pago total, que es el cumplimiento de toda la obligación tributaria; el pago parcial, que no es más que el cumplimiento de parte de la deuda tributaria; el pago a cuenta, que por mandato legal se produce antes de que nazca la obligación tributaria; el pago por tercero, que se presenta cuando alguien distinto al obligado paga la deuda de este; entre otras variantes.

Por su lado, la compensación total o parcial no es más que la extinción de la obligación tributaria cuando dos personas reúnen la calidad de acreedor y deudor, uno frente al otro. Para que esta proceda, es necesario que se cumplan las condiciones establecidas en el artículo 40 del Código Tributario.<sup>43</sup>

La figura de la condonación, que se encuentra regulada por el artículo 41 del Código Tributario, solo puede darse por norma expresa con rango de ley. En el caso de gobiernos locales, estos excepcionalmente podrán condonar con carácter general el interés moratorio y las sanciones respecto de los tributos que administren.

La consolidación o confusión se presenta cuando el acreedor de la obligación tributaria, por alguna razón (transmisión de bienes o derechos objeto del tributo), queda colocado, respecto de la misma obligación, en la posición del deudor, según lo establecido por el artículo 42 del Código Tributario.

La resolución de la Administración Tributaria sobre deudas de cobranza dudosa o de recuperación onerosa es procedente cuando tales deudas consten en las respectivas Resoluciones de Determinación, de Multa u Órdenes de Pago. Son deudas de cobranza dudosa aquellas respecto de las cuales se han agotado todas las acciones respectivas y son de recuperación onerosa aquellas cuyo costo de ejecución no justifique su cobranza.

Finalmente, como ya se indicó, las obligaciones tributarias pueden extinguirse por cualquier otro medio establecido por ley.

Resulta claro, entonces, que la transferencia de los VEC a terceros, que no es más que una enajenación de bienes muebles, no constituiría ninguna de las formas de extinción de las

<sup>43</sup> Estas condiciones son: (i) que las acreencias correspondan a períodos no prescritos; (ii) que tales tributos sean administrados por el mismo órgano administrador; y, (iii) que la recaudación constituya ingreso de una misma entidad.

obligaciones tributarias que contempla nuestra legislación para el caso de la deuda del deudor concursado. Además, actualmente no existe norma legal que disponga que dicha transferencia sea una forma de extinción de obligaciones tributarias. Intentar asemejarla a una de ellas, además de atentar contra el principio de no extender las disposiciones tributarias a supuestos distintos que los contemplados en la ley, que establece el último párrafo de la norma VIII del Título Preliminar del Código Tributario, no podría cumplirse a cabalidad.

Efectivamente, desde el punto de vista del deudor, podría considerarse que cuando el tercero adquirente del VEC paga a la Administración Tributaria, este está efectuando el pago de la obligación tributaria en nombre del deudor concursado y, por lo tanto, se estaría extinguiendo su obligación tributaria. Sin embargo, en el caso de que tal transferencia del título valor se efectúe por un precio menor al de su valor nominal –situación que probablemente es la que suceda– el pago solo sería parcial, por cuanto la diferencia del importe de la deuda tributaria y la suma recibida todavía estaría pendiente de pago.

No podría operar la condonación parcial por la parte de la deuda que estaría pendiente de pago, por cuanto, por disposición imperativa del inciso d) del numeral 48.3 del artículo 48 de la LGSC, los créditos de origen tributario no pueden ser condonados. Adicionalmente, como se señaló en los párrafos precedentes, la condonación solo puede operar por disposición expresa de la ley, la misma que debe hacerse con carácter general y no particular, porque atentaría contra el principio de igualdad tributaria contenido en la Constitución Política del Estado.

Considerar que entre el acreedor tributario y el deudor concursado podría darse una especie de transacción (concordato), por la cual el primero acepta como pago de las obligaciones tributarias solo el importe que este podría obtener como consecuencia de la enajenación del VEC a favor de un tercero, tampoco sería viable desde el punto de vista tributario, por cuanto al ser la deuda tributaria de carácter público, esta debe regirse por las normas de la materia, las cuales, como hemos visto, no contemplan la transacción como medio de extinción de las obligaciones tributarias.

Sin perjuicio de lo expuesto, debe tenerse presente además que las formas de extinción de la obligación tributaria contempladas en el Código Tributario solo son aplicables a las deudas de origen tributario y no otras, salvo que por ley o decreto legislativo, en casos de delegación de facultades, se establezcan otras formas, según el principio de legalidad contenido en el artículo 74 de nuestra Constitución Política y en la norma IV del Título Preliminar del Código Tributario.

De otro lado, argumentar que esta operación sería una especie de convenio entre el tercero adquirente de los VEC y el deudor concursado, en el que dicho tercero adquiere la obligación tributaria del referido deudor, sería rechazado de plano, ya que el artículo 26 del Código Tributario expresamente lo prohíbe.

Por tanto, según todo lo expuesto anteriormente, para que la emisión de VEC de créditos tributarios, así como su transferencia por parte de la Administración Tributaria a favor de terceros sea viable, será necesario que se dicte una norma con rango de ley o decreto legislativo, en caso de delegación de facultades, regulándose también la forma en que se extingue la obligación tributaria correspondiente.

## VIII. TRANSPARENCIA Y EFICIENCIA EN EL MERCADO DE VEC

Como mencionamos anteriormente, uno de los principios fundamentales que debe regir en todo mercado de valores que pretenda ser eficiente es el Principio de Transparencia.

El tema adquiere singular importancia desde que nos encontramos ante una especie o clase de valores que son emitidos por empresas que se encuentran dentro de un procedimiento

concurral, es decir, de empresas que, ante una situación de crisis económica y/o financiera, han solicitado la protección patrimonial que esta clase de procedimientos otorga. En consecuencia, nos encontramos frente a empresas que tienen características económicas singulares: la empresa no se encuentra en posibilidad de cumplir con sus obligaciones, como resultado de una crisis económica y financiera. Por lo tanto, cualquier potencial inversionista que pudiera tener interés en invertir en este tipo de instrumentos, necesariamente va a requerir realizar un análisis profundo sobre las posibilidades económicas y financieras de la empresa para salir de la crisis, sobre la base de cierta información que lo va a llevar o no a tomar una decisión de inversión.

Ahora bien, atendiendo a que los VEC son valores de emisión no masiva<sup>44</sup>, su mecanismo natural de negociación será el Mecanismo de Negociación de Instrumentos de Emisión No Masiva (MIENM). Decimos esto por cuanto, si bien el Reglamento de los VEC no es muy claro al respecto a este tema, consideramos que si lo que se pretende es crear un mercado secundario de VEC, debe tenerse presente el espíritu de la LMV en cuanto ello significa que este tipo de mercados sean centralizados y regulados, así como que necesariamente se utilicen agentes de intermediación con la finalidad de que tanto la oferta como la demanda se canalicen de forma eficiente a través de estos. Esto último, con el objeto de que sean los agentes de intermediación los que tengan a su cargo la asesoría de sus clientes (comitentes), según los alcances del Reglamento de Agentes de Intermediación, aprobado por Resolución CONASEV No. 843-97-EF/94.10, específicamente en lo que se refiere a las normas de conducta de este tipo de participantes en el mercado, con el fin último de reducir los riesgos naturales de toda inversión en el mercado de valores<sup>45</sup> y poder llevar un registro para supervisar las operaciones que se lleven a cabo.

Ahora bien, el MIENM fue aprobado mediante Resolución CONASEV No. 093-2002-EF/94.10 con el propósito de facilitar la negociación de instrumentos de emisión no masiva que cumplan con ciertos requisitos. Si bien es cierto el MIENM constituye un mercado de valores de emisión no masiva que no brinda la cantidad de información y, por tanto, la seguridad que puede brindar el mercado de bonos o de acciones (estos últimos emitidos en forma masiva y sujetos a los mecanismos y sistemas de información que establece el Registro Público de Mercado de Valores y los Reglamentos de Oferta Primaria y de Rueda de Bolsa), no debemos dejar de advertir que el MIENM regula a dos tipos distintos de emisores: (i) por un lado, los emisores u obligados al pago de instrumentos cuyos valores se encuentren listados en Rueda de Bolsa (artículo 4 del Reglamento del MIENM); y, (ii) por otro, los emisores u obligados al pago de instrumentos cuyos valores no se encuentren listados en Rueda de Bolsa (artículo 5 del Reglamento del MIENM).

Para el caso (i), es decir, para el supuesto de los emisores u obligados al pago de los VEC cuyos valores se encuentren listados en Rueda de Bolsa, si bien el hecho de que mantengan por lo menos uno de sus valores listados en Rueda de Bolsa reduce los riesgos que produce la falta de información propia del MIENM (considerando que, una vez que registran en el Registro Público del Mercado de Valores los valores que posteriormente se listan en Bolsa, los emisores tienen la obligación de cumplir con normas de transparencia e información), tales como comunicar hechos de importancia o divulgar información sobre sus empresas vinculadas, debemos señalar que dicha información no está referida a los VEC de esta empresa, sino únicamente a sus estados financieros y a los propios valores listados en Rueda de Bolsa.

<sup>44</sup>Decimos esto sobre la base de las características propias de los VEC, y por el hecho que el propio Reglamento en su artículo 3.4 establece que "en ningún supuesto los VEC pueden emitirse de forma tal que califiquen como valores mobiliarios", los cuales por se son emitidos en forma masiva.

<sup>45</sup>Riesgos generados, básicamente, por la existencia de asimetría en la información que poseen los emisores de valores en el mercado y los potenciales adquirentes de estos. Sin embargo, debemos advertir que toda inversión, incluso aquella efectuada a través del mercado de valores, implica, necesariamente, un riesgo.

No obstante, para el supuesto del emisor u obligado al pago de los VEC cuyos valores no se encuentren listados en Rueda de Bolsa, el asunto se complica. En efecto, contrariamente a lo que ocurre en el supuesto anterior, en este caso los emisores de VEC no se encuentran sometidos al régimen especial de transparencia e información.

Por otro lado, somos conscientes que el MIENM no fue creado teniendo en consideración la negociación de este singular y particular tipo de valores. Así se produce un serio problema cuando reparamos en que: el inciso 4) del artículo 5 del Reglamento del MIENM establece expresamente que *“sólo podrán negociarse instrumentos cuyo obligado principal al pago o emisor sea una empresa cuyos valores no estén listados en Bolsa, y que sea presentada por una Sociedad Agente de Bolsa, siempre que: 4) No hayan sido declaradas insolventes por INDECOPI (...)”*. Resulta imperioso que se modifique el mencionado artículo, ya que de lo contrario sería jurídicamente imposible la negociación de este tipo de productos financieros a través del MIENM.

Sobre la base de dichas consideraciones, opinamos que el desarrollo de este nuevo mercado se va a ver perjudicado por el hecho de no haberse dictado un reglamento específico que obligue a las empresas emisoras de VEC a divulgar al público en general de manera veraz, suficiente y oportuna la información necesaria para hacer atractivo este tipo de instrumento de inversión.

En efecto, atendiendo a las limitaciones en cuanto a los sistemas de información que posee el MIENM, los potenciales inversionistas van a tener que acceder a dicha información de manera personal. No se nos ocurre otra forma de acceder a dicha información que no sea la de acercarse a la oficina del INDECOPI donde se esté llevando a cabo el procedimiento concursal e indagar sobre la información actualizada en el expediente administrativo correspondiente, lo cual, que duda cabe, incrementará enormemente los costos de transacción de los VEC derivados precisamente de la falta de información disponible.

Sin embargo, somos conscientes que si bien el acreedor originario, al formar parte de la Junta de Acreedores, tendrá acceso a determinada información que podría reducir en alguna medida dichos costos, lo cierto es que instaurar un sistema de información en el cual sea el emisor quien se encuentre obligado a divulgar públicamente toda la información necesaria para una correcta adopción de decisiones en el mercado por parte de los potenciales inversionistas, constituirá un mecanismo menos costoso que un sistema como el actual, en el que cada uno de los potenciales inversionistas o, en su caso, cada uno de los acreedores titulares de VEC, tienen que producir y divulgar ellos mismos la información.

Lo anterior puede generar tres consecuencias, todas ellas no deseadas: (i) que los inversionistas no estén dispuestos a asumir los riesgos que supone invertir en una empresa en crisis a tan alto costo (puesto que tal inversión importaría una baja rentabilidad), generando una reducción importante en el valor de negociación de los VEC; (ii) que simplemente no haya mercado para dichos valores, como consecuencia de que los inversionistas –al no contar con la suficiente información y los altos riesgos que ello significa, sumados a los riesgos que de suyo importa invertir en este tipo de valores– consideren que el riesgo es tan alto que sencillamente trasladen su inversión a otro mercado o instrumentos ofrecidos en este mercado; o, (iii) que, atendiendo a los altos riesgos que supone invertir en este tipo de instrumentos, los potenciales inversionistas castiguen el precio del valor hasta hacerlo llegar incluso por debajo de su valor nominal, de tal manera que los acreedores titulares de estos títulos no estén dispuestos a sacrificar tan alto porcentaje de descuento que naturalmente será más rentable para ellos no transferir el valor y permanecer como acreedores de la empresa insolvente hasta el final del procedimiento.

Al parecer, CONASEV no ha tenido en cuenta las particulares características de las empresas emisoras de los VEC y, como consecuencia de ello, no ha establecido un sistema de información adecuado que subsane la asimetría de información existente en el mercado de valores, reduciendo

---

los altos riesgos que significa el invertir en valores de empresas que se encuentran en crisis y que la realización de dichos créditos es absolutamente incierta.

Por lo tanto, somos de la opinión que hubiera resultado más atractivo y menos costoso para este tipo de mercado, establecer un sistema de información regular y público para las empresas emisoras de VEC, que reduzca los costos de información y genere una adecuada transferencia de información hacia aquellos potenciales inversionistas, reduciendo con ello los costos de transacción, y los riesgos de invertir en este tipo de instrumentos. Ello, eventualmente, se vería reflejado en los precios de mercado de los valores negociados.

## IX. EL MERCADO DE LOS VEC

Luego de haber realizado un análisis jurídico de los VEC, queda reflexionar sobre su aplicación a nuestro mercado. En cuanto a este tema, debe indicarse que todavía existe terreno que avanzar puesto que la creación de los VEC, a nuestro modo de ver, colisiona con otras normas de carácter general que regulan a muchos de los partícipes del mercado de valores.

### 1. La Oferta de los VEC

No cabe duda alguna que el pedido de cualquier acreedor de una empresa en crisis que se encuentre inmersa en alguno de los procedimientos concursales previstos por la LGSC (vale decir, de una empresa en concurso), para que su acreencia reconocida por la autoridad administrativa se incorpore en un VEC, estará sustentado en alguna (o en ambas) de las dos situaciones, íntimamente ligadas, que a continuación detallamos:

- a) Necesidad de liquidez: Nos referimos al supuesto en el cual el acreedor requiera por cualquier motivo o bajo cualquier circunstancia, personal o empresarial, hacer líquido su crédito, antes del vencimiento del plazo para el pago del mismo establecido en el Acuerdo Global de Refinanciación (AGR) o en el Plan de Reestructuración.<sup>46</sup>

El fundamento es obvio: el acreedor requiere, antes de tiempo, hacer líquido o efectivo su crédito reconocido. Para ello, tiene dos opciones: (i) efectuar una cesión de crédito privada o, por el contrario, (ii) solicitar la incorporación de su acreencia en un VEC para recurrir al mercado secundario a negociarlo.

- b) Aversión al riesgo: Como sabemos, el hecho de que una empresa recurra, voluntaria u obligatoriamente, a un procedimiento concursal, de suyo presupone, que dicha empresa se encuentre en una situación de crisis económica o financiera que le impida honrar en forma debida y oportuna sus obligaciones con terceros. Esto último pone al descubierto la real situación económico-financiera de la empresa frente a sus acreedores, lo cual generará que todos ellos conozcan e internalicen el verdadero riesgo que implica, para la recuperación de sus acreencias, la situación de crisis que atraviesa dicha empresa.

Ante tal escenario, muchos de ellos mantendrán su confianza en una futura recuperación de la empresa, lo cual les significará, finalmente, la posible recuperación de sus créditos. Sin embargo, algunos otros no estarán dispuestos a asumir los riesgos que importa confiar en una futura e incierta recuperación económica de la empresa, ante lo cual preferirán recuperar lo más que puedan de tales créditos, antes de embarcarse en una aventura económica incierta y, de cierto modo, costosa para ellos.

---

<sup>46</sup>No incluimos en este escenario al proceso de disolución y liquidación, por cuanto en este no se establece si se acuerda un cronograma de pago definido.

En el caso de estos últimos, la solución para ellos es idéntica que para el caso de la situación propuesta en el acápite a) anterior; es decir, tendrán la posibilidad de desprenderse de sus créditos de manera privada a través de una cesión de derechos o, en caso contrario, cobrar tales créditos solicitando la incorporación de sus acreencias en VEC para posteriormente recurrir al mercado secundario con el objeto de negociarlos.

No debemos olvidar que, en ambas situaciones, si bien es cierto el acreedor de la empresa en crisis tendrá la posibilidad de transferir su acreencia a un tercero, con lo cual liquidará anticipadamente su acreencia reduciendo los riesgos inherentes a una futura e incierta recuperación de la empresa, no es menos cierto también que tal posibilidad tendrá un costo que deberá ser asumido directamente por los acreedores que opten por dicha opción. Dicho costo se verá traducido directamente en una reducción del valor nominal del VEC en el mercado. En otras palabras, los potenciales inversionistas castigarán el precio del valor como consecuencia del riesgo que significa para estos su incorporación como acreedores de la empresa en crisis.

Finalmente, y como dato estadístico, debemos señalar que, a la fecha, la oferta de VEC ha sido ciertamente reducida. Decimos esto puesto que, desde la expedición de la norma que regula los VEC, tan solo una empresa –de las aproximadamente más de siete mil empresas que en la actualidad se encuentran inmersas en un procedimiento concursal– ha emitido cuatro VEC por un monto total de, aproximadamente, S/. 88, 297.90.<sup>47</sup> La realidad antes descrita no lleva necesariamente a la siguiente conclusión: para los acreedores, según como está redactada la norma que regula los VEC, dichos valores no representan una buena alternativa o mecanismo para transferir sus acreencias a terceras personas interesadas en adquirirlos.

## 2. Demanda

Antes de iniciar el análisis de la potencial demanda de VEC en un hipotético mercado de estos, debemos señalar que, como hemos visto en el análisis tributario efectuado precedentemente, la ganancia de capital que obtengan los titulares de VEC está gravada con impuesto a la renta –en el caso de personas jurídicas, todas aquellas que sean titulares de VEC y en el caso de personas naturales, todas aquellas que ejerzan actividades habituales en la compra o venta de valores–, lo cual nos hace llegar a la conclusión inevitable de que, en líneas generales, con estas características va a ser difícil generar mercado alguno de VEC, por lo menos desde la perspectiva de la demanda de estos.

En efecto, atendiendo a la innegable existencia de una serie de productos financieros en el mercado cuyas ganancias de capital se encuentran exoneradas del impuesto a la renta –nos referimos, por ejemplo, a los bonos, papeles comerciales, entre otros– resultaría utópico pensar que un inversionista promedio iría a canalizar sus inversiones a través de VEC. Ello, por cuanto al existir estos otros productos financieros cuyas ganancias de capital no se encuentran gravadas con impuesto a la renta, los potenciales inversionistas lógicamente van a favorecer sus inversiones hacia estos productos, sobre una posible inversión en VEC, dada la ganancia líquida que estos productos ofrecen. En ese orden de ideas, consideramos muy difícil que se genere un verdadero mercado de VEC, al no estar estos valores en condiciones similares para competir con los otros productos financieros que ofrecen mejores condiciones tributarias, salvo que el impuesto a la renta se descuenta del precio de transferencia.

Sin perjuicio de lo dicho anteriormente, a continuación analizaremos las posibilidades e intereses de los que, a nuestro criterio, podrían ser los potenciales adquirentes de VEC.

<sup>47</sup> Fuente: Comisión de Procedimientos Concursales del Inabcofi.

---

Como es sabido por todos, para que se genere un mercado debe existir tanto oferta por los productos ofrecidos en él, como demanda de los mismos. De no existir alguna de estas dos fuerzas esenciales, sencillamente no podríamos hablar de la existencia de un mercado. En tal sentido, la importancia de estudiar la demanda o potencial demanda existente en un mercado es tan importante como estudiar la oferta en este, a efectos de determinar la eficiencia del mismo y el atractivo de los productos ofrecidos en él.

Desde esta perspectiva, y con el objeto de analizar la posible demanda que generará la negociación de los VEC en el mercado, es conveniente determinar e identificar cuáles son los potenciales inversionistas interesados en invertir en este tipo de instrumento financiero, así como si es que estos están facultados para realizar tales inversiones. Para tal efecto, dividiremos a los potenciales inversionistas en inversionistas institucionales e inversionistas no institucionales, y analizaremos la viabilidad de una potencial inversión de los representantes más caracterizados.

No obstante, conviene precisar que por Resolución No. 116-2003-EF/94.12 del 28 de octubre de 2003, el Tribunal Administrativo de CONASEV ha establecido los tipos (paradigmas) de inversionistas que existen en el mercado de valores peruano, para efectos de determinar, en cada uno de los casos, cuál es el nivel de información que deben recibir cada uno de ellos. Estos tipos de inversionistas son los siguientes: (i) inversionista institucional, cuya definición y características mencionaremos más adelante (infra IX.2.1); (ii) inversionista sofisticado, entendido como aquel que tiene la capacidad de entender y manejar asuntos relativos a inversiones en valores, mercados y cuestiones financieras conexas, que cuenta con capacidad intelectual, formación y experiencia suficientes como para evaluar las recomendaciones del intermediario y formarse su propio juicio independiente sobre las mismas; y, (iii) inversionista medio o "sensato", entendido como aquel inversionista razonable que es capaz de evaluar (sin necesidad de ser un analista especializado) el riesgo de los valores sobre los cuales tiene interés antes de adoptar una decisión de inversión o desinversión, teniendo como elemento de juicio la información que esté a su alcance.

A mayor abundamiento, podemos mencionar que el Tribunal Administrativo de CONASEV, mediante Resolución No. 032-2002-EF/94.12 ha definido el concepto de inversionista sensato como aquel inversionista *"que se caracteriza, en general, por no ser demasiado astuto ni demasiado torpe, no es un profesional en la materia, aunque cuenta con suficiente capacidad para entender el sentido de sus actos, tiene un cierto conocimiento y/o experiencia sobre el comportamiento del mercado y de las normas que lo regulan, es suficientemente consciente del riesgo que éste implica, medita antes de tomar una decisión de inversión adoptando precauciones razonables y dedica un tiempo prudencial a la obtención de información y, en general, al manejo de sus inversiones"*.

En líneas generales, podemos afirmar que el común de los inversionistas "sensatos" en el mercado de valores -y en especial el peruano- presenta un alto grado de desconfianza, así como una alta aversión al riesgo, en cuanto a las decisiones de inversión o desinversión que pudiera tener interés en concretar.

En ese orden de ideas, somos de la opinión que, a pesar de considerar este valor como un potencial objeto de inversión, teniendo en consideración el alto riesgo que presentan los VEC, sumado a la falta de un mecanismo de información adecuado que asegure la transparencia de este mercado y a las características propias del inversionista sensato en el mercado peruano, este producto financiero difícilmente va a resultar un atractivo de inversión para los potenciales inversionistas, independientemente de las limitaciones legales que más adelante desarrollaremos con respecto a las demás posibilidades de inversión que se presenten en el mercado, a no ser que algunas modificaciones regulatorias sean implementadas.

Adicionalmente, consideramos importante destacar que, atendiendo también a las

características que presenta el inversionista sensato, este no va a considerar atractivo invertir en este tipo de instrumentos, por cuanto, por sus propias características, no va a estar dispuesto a dedicarle el tiempo y los costos que requerirá analizar a una empresa en crisis, con el objeto de adoptar una correcta decisión de inversión sobre los VEC de una determinada empresa.

Por lo demás, todos estos costos (tiempo, riesgo, costos tributarios, falta de información entre otros) van a ser trasladados al titular del VEC, el cual se verá obligado a castigar de tal manera el precio, que posiblemente va a determinar que para este tampoco sea muy atractivo desprenderse de su acreencia a niveles tan por debajo de la par del valor.

Consecuentemente, creemos que la única manera de lograr un verdadero mercado de los VEC, será la incorporación de los Fondos de Inversión de Riesgo al mercado peruano como un nuevo inversionista institucional<sup>48</sup>, a través de los cuales se canalizarían de manera conjunta fondos provenientes de inversionistas con características algo distintas a las del inversionista sensato, vale decir, inversionistas que prioricen los niveles de rentabilidad por sobre los niveles de aseguramiento de sus inversiones.

## 2.1. Inversionistas Institucionales<sup>49</sup>

Los inversionistas institucionales son entidades especializadas que tienen como principal función la de administrar, en forma conjunta, una importante cantidad de recursos provenientes,

<sup>48</sup> Cabe mencionar que, el Ministerio de Economía y Finanzas en el Documento de Trabajo denominado "Acceso a Financiamiento a través del Mercado de Valores" del 23 de mayo de 2001 recomendó la creación de fondos de distinto nivel de riesgo.

<sup>49</sup> De conformidad con lo dispuesto por el inciso j) del artículo 8 del Decreto Legislativo 093-2002, Texto Único Ordenado de la Ley de Mercado de Valores, se consideran inversionistas institucionales a los Bancos, Financieros y Compañías de Seguros regidos por la Ley General de Instituciones Bancarias, Financieras y de Seguros, los Agentes de Intermediación, las administradoras privadas de fondos de pensiones, las sociedades administradoras de fondos de inversión, las sociedades administradoras de fondos mutuos, así como las entidades del exterior que desarrollen actividades similares y las demás personas a las que CONASEV califique como tales.

Adicionalmente, debemos advertir que de conformidad con lo dispuesto en la Séptima Disposición Final del Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios, Resolución Conasev No. 141-98-EF-94.10, se consideran también inversionistas institucionales a las siguientes personas:

- a) Aquellas a que se refiere el artículo 8, inciso j) de la Ley de las Entidades Prestadoras de Salud a que se refiere la Ley de Modernización de la Seguridad Social en Salud, Ley 26790.
- b) En caso de ofertas de valores emitidos por personas jurídicas que no cuenten con la obligación de inscribirse en el Registro de Personas Jurídicas de Conasev, se consideran también como inversionistas institucionales:
  1. Las demás entidades consideradas empresas de operaciones múltiples que se encuentren facultadas para realizar las operaciones del Módulo I, las empresas especializadas y los bancos de inversión.
  2. Las personas jurídicas de derecho privado o de derecho público que tengan como uno de sus actividades habituales, de acuerdo a las disposiciones legales o convencionales que las rigen, la inversión en valores mobiliarios. En el caso de personas jurídicas de derecho privado no estatales, será exigible que cuenten con un patrimonio neto igual o superior a setecientos cincuenta mil nuevos soles (S/. 750 000,00).
  3. Las personas naturales cuyo patrimonio neto, individual o conyugal, sea igual o superior a dos millones de Nuevos Soles (S/. 2 000 000,00) y sus ingresos netos individuales o conyugales hayan sido igual o superiores a setecientos cincuenta mil Nuevos Soles (S/. 750 000,00) durante los tres últimos años anteriores a la inversión.
  4. Los miembros del órgano directivo y principal funcionario administrativo y de finanzas de las personas jurídicas señaladas en los numerales anteriores.
  5. Toda persona jurídica en la que todos sus accionistas, socios, asociados, o miembros que correspondan, sean de los señalados en alguno de los numerales precedentes.

Se incluye dentro de lo contemplado en los literales a) y b) anteriores las suscripciones o adquisiciones que efectúen las personas señaladas en dichos literales con fondos o patrimonios autónomos administrados por ellas, cuando la decisión de inversión sea responsabilidad de las mismas, siempre que el patrimonio neto de tales fondos o patrimonios sea igual o superior a cuatrocientos mil Nuevos Soles (S/. 400 000,00).

---

principalmente, de la captación del ahorro del público en general, tanto voluntarios como obligatorios. A través de estas instituciones, los inversionistas que individualmente cuentan con una cantidad reducida de recursos (pequeños inversionistas) tienen la posibilidad de acceder indirectamente al mercado de valores, generando importantes consecuencias en los mercados de capitales, así como a los indicadores macroeconómicos de un país.

Los inversionistas institucionales son, en buena cuenta, vehículos de inversión colectiva, que acuden al mercado como potenciales oferentes de los fondos que administran, demandando en consecuencia los diversos instrumentos de inversión que se ofrecen en éste.

Según estudios realizados, la cartera de las cuatro (4) Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) a la fecha supera los US\$ 7,900'000,000. Por su parte, el patrimonio administrado por los veintitrés fondos mutuos existentes y en actividad en el mercado asciende a US\$ 1,800'606,118, mientras que las compañías de seguros (doce en total) mantienen inversiones por más de US\$ 1,515'709,876. Cabe mencionar que, dentro del término de ocho años, se espera que los fondos administrados de los principales inversionistas institucionales superen los US\$ 27,000'000,000.

Como se podrá apreciar, la importancia de los inversionistas institucionales en el mercado radica en su capacidad económica y financiera, lo cual los convierte en los principales demandantes de los instrumentos financieros ofrecidos en el mercado de valores.

Ahora bien, atendiendo a ello, a continuación analizaremos las posibilidades de inversión de los cinco más importantes inversionistas institucionales, desde un punto de vista estrictamente jurídico.

#### **a) Administradoras de Fondos de Pensiones**

El artículo 25 del Decreto Supremo No. 054-97-EF, Texto Único Ordenado de la Ley del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones, modificado por la Ley 27988, establece el listado de los instrumentos en los que las AFP pueden invertir. Luego de haber realizado la revisión y el análisis del caso, llegamos a la conclusión que las AFP actualmente no se encuentran facultadas para efectuar inversiones en VEC, independientemente del tipo de fondo del que se trate. Sin perjuicio de ello, el inciso v) del referido artículo establece la posibilidad de incrementar el listado de inversiones permitidas para este tipo de instituciones a través de autorización expresa de la Superintendencia de Banca y Seguros.

En tal sentido, a efectos de permitir que las AFP puedan destinar parte de los fondos administrados a inversiones en VEC se requerirá que la SBS las autorice expresamente para tal efecto, determinando asimismo los límites operacionales correspondientes. Consideramos que dicha introducción legislativa será necesaria para promover el mercado de este tipo de valores, teniendo en consideración los niveles del patrimonio que estas instituciones administran, así como que sus inversiones se dirigen principalmente hacia instrumentos de mediano y largo plazo.

#### **b) Empresas de Seguros**

De conformidad con lo dispuesto por el artículo 4 de la Resolución SBS No. 039-2002 -norma que regula las inversiones elegibles para este tipo de instituciones-, a la fecha, las empresas de seguros se encuentran imposibilitadas de invertir en VEC, toda vez que, al igual que en el caso de las AFP, la referida Resolución establece un listado de

inversiones permitidas para empresas de este tipo dentro de las cuales no se encuentra comprendida una inversión de este tipo.

Sin embargo, como en el caso anterior, el literal n), numeral 4) del artículo 4 de la referida Resolución, establece la posibilidad de que la SBS autorice a las empresas de seguros para invertir en activos distintos a los que se mencionan en dicho artículo, previa solicitud y sustento de la calidad y rentabilidad de los mismos.

En suma, las empresas de seguros a la fecha no se encuentran facultadas para canalizar parte de los fondos que administran a inversiones efectuadas en VEC, quedando de tal manera excluidas de dicho mercado, al menos hasta una posterior modificación legislativa por parte de la SBS en ese sentido. Ello resultaría, en nuestra opinión, altamente recomendable, atendiendo a la capacidad económica y financiera de estas instituciones, así como por las características de mediano y largo plazo de los instrumentos en los cuales dichas instituciones invierten.

**c) Fondos Mutuos de Inversión**

Respecto a los Fondos Mutuos de Inversión en Valores, las inversiones permitidas para este tipo de inversionistas institucionales se encuentran reguladas por el artículo 80 y siguientes de su Reglamento, aprobado mediante Resolución Conasev No. 026-2000-EF-94.10.

De acuerdo con el listado de inversión en valores no inscritos y otras operaciones, recogido por el artículo 82, los Fondos Mutuos de Inversión tampoco están autorizadas para invertir en VEC.

Sin embargo, al igual que en los casos analizados precedentemente, el inciso f) establece la posibilidad que la CONASEV autorice a los Fondos Mutuos, mediante Resolución de Gerencia General, a invertir en este tipo de instrumentos financieros. Una vez más, debemos mencionar que sería altamente recomendable para generar un mercado eficiente de VEC que la entidad reguladora –en este caso CONASEV– emita las resoluciones correspondientes a efectos de permitir que los Fondos Mutuos inviertan en este tipo de instrumentos canalizando así una gran parte de la demanda de valores en el mercado, al novísimo mercado de VEC.

**d) Fondos de Inversión**

De acuerdo con lo dispuesto por el inciso c) del artículo 27 del Decreto Legislativo 862, modificado por la Ley 27641, Ley de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras, en principio, los Fondos de Inversión se encuentran autorizados a invertir en este tipo de instrumentos. En efecto, el inciso c) del artículo 27 de la Ley de Fondos de Inversión establece que: *"Las inversiones de los recursos del Fondo podrán efectuarse en instrumentos financieros no inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores"*, inciso dentro del cual podrían comprenderse a los VEC, dadas las características que presentan estos valores.

Sin embargo, el nuevo Reglamento de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras, aprobado mediante Resolución Conasev No. 042-2003/EF-94.10, reduce el universo de inversiones a que se refiere el mencionado inciso c) del artículo 27 de la Ley, señalando que, en el caso de las inversiones a que hace referencia el mencionado inciso, entre otros requisitos, *"el emisor de dichos instrumentos, al momento en que el Fondo realice la inversión, debe contar con estados financieros del último ejercicio transcurrido, auditados por sociedades de auditoría y los estados financieros intermedios del último período"*. Asimismo, el citado

---

reglamento establece que para que un Fondo pueda invertir en este tipo de instrumentos, el Fondo deberá previamente haber expresado en su política de inversión dicha posibilidad en forma precisa.

Consecuentemente, en concordancia con lo señalado precedentemente en el sentido que los Fondos de Inversión, en principio, pueden invertir en este tipo de valores, consideramos que se deberán tener presentes las restricciones que tales inversiones presentan, con el objeto de no vulnerar normas imperativas que generen algún tipo de sanción posterior.

**e) Empresas del Sistema Financiero Nacional**

Con respecto a las empresas bancarias, debemos mencionar que las operaciones permitidas a la banca se encuentran reguladas en el artículo 221 de la Ley 26702, Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros.

Dicho artículo, en su inciso 17, permite que este tipo de instituciones inviertan en VEC.

En efecto, el inciso 17 del artículo 221 permite que las empresas del sistema financiero inviertan, entre otros, en "*instrumentos representativos de deuda privada (...), que sean materia de algún mecanismo centralizado de negociación*". En tal sentido, al tratarse los VEC de instrumentos representativos de deuda privada, que tendrán como mecanismo natural de negociación la Mesa de Negociación de Instrumentos de Emisión No Masiva (MIENM), no encontramos limitación alguna para considerar a los VEC dentro de los alcances del referido inciso 17 del artículo 221.

Ahora bien, en el caso de los bancos acreedores de una empresa en concurso, conviene precisar que el interés de estos en adquirir los VEC de aquella podrían estar referidos a los siguientes aspectos, sin perjuicio de existir algunos otros:

- e.1) Interés en controlar la Junta de Acreedores de la empresa concursada.
- e.2) Hacer negocio, es decir, comprar el título valor con descuento para luego cobrar el valor nominal del VEC. Ello implica una apuesta en la reestructuración de la empresa en crisis, puesto que el banco asumirá que, en efecto, la acreencia será pagada en su totalidad.

En todo caso, y sin apostar por la empresa en crisis, el Banco podría adquirir valores garantizados, es decir, VEC de tercer orden, asegurando con ello, en la mayoría de los casos, la recuperación de lo pagado por la adquisición del título valor así como la diferencia con su valor nominal, lo cual supone su plusvalía.

- e.3) Ayudar a su cliente, en la medida que, por ejemplo, ambas empresas se pongan de acuerdo en: (i) por un lado, que el banco acreedor compre VEC de la empresa en crisis a valor de descuento y, conjuntamente, (ii) que los accionistas de la empresa en crisis inyecten capital fresco, con el objeto de reflotarla. Ciertamente, y en la medida que la empresa en crisis tenga valores mobiliarios inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores, dichos acuerdos deberán ser comunicados oportunamente por el emisor al mercado, como Hecho de Importancia o Hecho Reservado, según sea el caso, con el objeto de restringir la posibilidad que algún funcionario del banco acreedor utilice o pueda utilizar dicha información en beneficio propio o del banco (Información Privilegiada).

Cabe señalar que, en la actualidad, las instituciones financieras nacionales desarrollan operaciones de compra de deuda a través de la figura de la cesión de derechos e inclusive se han dado casos en los cuales dos instituciones financieras que mantienen ambas acreencias en distintas empresas en concurso, se cedan mutuamente dichas acreencias con el objeto de formar parte o reforzar su participación en la Junta de Acreedores de las respectivas empresas. Por lo tanto, la importancia de la creación de estos nuevos valores para este tipo de instituciones, radica en que va a generar que dichas operaciones sean más sencillas, ágiles y menos costosas que la cesión de derechos.

Debemos precisar que, en líneas generales, si bien por lo novedoso del instrumento financiero no existe una prohibición de inversión expresa para los inversionistas institucionales, por el hecho que estas entidades ejercen actividades reguladas, no basta que no exista dicha prohibición, sino que por el contrario, para estar facultados a invertir en VEC requieren una autorización expresa por parte del ente regulador, según el caso. Evidentemente, esto último no sería aplicable para el caso de las instituciones bancarias ni para el caso de los Fondos de Inversión.

Por lo tanto, en consideración a lo dicho precedentemente, somos de la opinión que tanto CONASEV como la Superintendencia de Banca y Seguros (SBS) deberían modificar las correspondientes normas que regulan las autorizaciones y los límites de inversión para los inversionistas institucionales, a efectos de permitir a todos estos invertir en este tipo de instrumentos financieros. No obstante, atendiendo a que las inversiones que realizan los inversionistas institucionales se caracterizan básicamente por ser inversiones sumamente conservadoras con relación a los niveles de riesgo que estos inversionistas están dispuestos a asumir<sup>28</sup>, consideramos que será muy difícil que, aún en el supuesto en que dichos inversionistas se encuentren facultados a invertir fondos en VEC, éstos finalmente realicen tales inversiones, por cuanto, como hemos visto, las mismas constituyen inversiones de alto riesgo.

Situación distinta es la que ocurre en el caso de las instituciones financieras nacionales, las que por el hecho de dedicarse fundamentalmente a otorgar créditos a terceros, nada impediría que puedan comprar créditos otorgados por terceras personas. Esto último es lo que ocurriría en la práctica con la compra de los VEC en el mercado, es decir, que la persona que adquiriera un VEC lo que en la práctica estaría haciendo es adquirir un crédito, subrogándose en todos los derechos y obligaciones del acreedor original frente a la empresa en crisis.

En atención a lo expuesto, consideramos que sería no solo interesante, sino conveniente que CONASEV permita y regule la creación de Fondos de Inversión de Riesgo, los cuales, al tener como objeto básicamente realizar inversiones en instrumentos de alto riesgo, probablemente permitirían un aumento importante de la demanda de los inversionistas institucionales en los VEC ofrecidos en el mercado.

## 2.2. Inversionistas no Institucionales

En este punto trataremos la demanda de VEC desde el punto de vista del inversionista que no cumple con las características propias para ser considerado como un inversionista institucional.

<sup>28</sup> Decimos esto, por cuanto los inversionistas institucionales tienen como función primordial la de administrar fondos del público en general, lo cual genera, por un lado, que dichas instituciones se encuentren reguladas y, por otro, que las mismas realicen inversiones que no supongan altos niveles de riesgo.

---

Consideramos que, al igual que los inversionistas institucionales, los no institucionales podrían cumplir un papel importante en el mercado de los VEC, atendiendo ya no a los montos de los fondos que manejan, sino, más bien, a lo estratégico de la inversión.

**a) Inversionista Promedio**

Tradicionalmente, el inversionista promedio en el mercado peruano se ha caracterizado siempre por ser un agente con alta aversión al riesgo, lo cual probablemente limite en forma importante la demanda de los VEC en el mercado.

En efecto, el inversionista promedio en el mercado presenta una gran desconfianza por los nuevos productos financieros, así como por aquellos que presentan altos niveles de riesgo.

En tal sentido, atendiendo a las características que presentan las empresas emisoras de VEC, con relación principalmente a los riesgos que presentan estas frente al cumplimiento oportuno de sus obligaciones como consecuencia del estado de crisis económica y financiera en la que se encuentran, consideramos que la demanda por este tipo de productos financieros sería muy escasa. El inversionista promedio busca instrumentos financieros confiables con bajos o razonables niveles de rentabilidad frente a instrumentos poco confiables, pero con altos niveles de rentabilidad. Es decir, el inversionista promedio favorece los bajos o razonables niveles de riesgo por sobre la rentabilidad que estos ofrezcan. En tal sentido, dicho inversionista preferirá invertir en otros productos financieros que se ofrezcan en el mercado, dejando de lado una inversión de alto riesgo como se presenta en la adquisición de un VEC.

No obstante ello, somos de la opinión que, en todo caso, las personas que probablemente invertirían en este tipo de productos, efectuarían tal inversión con un trasfondo estratégico más que económico, tal como veremos a continuación.

**b) Socio de la Empresa en Concurso**

El socio de una empresa en concurso podría convertirse en un potencial e importante inversionista de VEC emitidos por la empresa de la cual es socio, en la medida que tenga la confianza en que su empresa va a salir de la crisis en la que se encuentra, dirigiéndose al mercado a recomprar su deuda, a través de la adquisición de estos títulos previamente emitidos por la sociedad de la cual es accionista.

Esta alternativa podría resultar menos costosa que un aumento de capital y generarle un mismo resultado en la medida que se acuerde la capitalización de dichas acreencias.

En efecto, si el acreedor confía en la recuperación económica y financiera de su empresa, probablemente evalúe la posibilidad de inyectarle capital a través de un aumento del mismo por propios aportes. En ese orden de ideas, si el accionista está dispuesto a aportar US\$ 100,000 mediante un aporte de capital, podría reducir los costos de dicho aumento (costos dinerarios y de formalidades societarias) mediante la salida al mercado para adquirir esta clase de instrumentos que, como hemos visto, representan deuda de la empresa en concurso, a un precio por debajo del valor nominal (crédito de US\$ 100,000) del VEC, por ejemplo a US\$ 80,000. Posteriormente, dicha acreencia podría ser capitalizada, mediante un acuerdo de Junta de Acreedores a su valor nominal, lo cual le significaría al socio titular de los VEC una ganancia de US\$ 20,000 con el mismo efecto societario que si se tratara de un aumento de capital por aportes en efectivo.

### c) **Inversionista Estratégico de la Empresa en Concurso**

En el presente supuesto, una persona natural o jurídica que presente interés en alguna empresa en concurso, podría interesarle reducir los niveles de deuda de la empresa a través de la compra de sus deudas mediante la adquisición de VEC en el mercado, reduciendo así el riesgo de una inversión directa en la empresa.

Ello, por cuanto si, por ejemplo, tenemos que una empresa interesada en invertir US\$ 50,000 de capital en una empresa comercializadora de helados que se encuentra en concurso, podría resultarle menos costoso adquirir parte de la deuda de dicha empresa mediante la compra de VEC por debajo de su valor nominal (por ejemplo, US\$ 50,000 de valor nominal a US\$ 25,000 a precio de descuento), para luego capitalizar dicha deuda convirtiéndose así en accionista de la empresa en concurso a un menor costo que si hubiera efectuado un aumento de capital o una compra de acciones, reduciendo con ello también los niveles de riesgo de la inversión realizada.

### d) **Empresa Competidora**

En el caso de una empresa que sea competidora (Empresa "A") de otra empresa (Empresa "B") en el mercado, esta última inmersa en un procedimiento concursal, el interés en adquirir los VEC de la empresa en crisis podría estar dirigido a una futura toma de control y eventual fusión de ambas, a efectos de reforzar su participación en el mercado o, en caso contrario, a efectos de sacar del mercado a su competidor directo disolviéndola o liquidándola.

Esto podría lograrse en la medida que la Empresa "A" logre adquirir una parte importante de la deuda que le permita tomar el control de la Junta de Acreedores<sup>41</sup>, con lo cual la toma de la decisión de capitalización estaría sujeta a su propia voluntad. Ello importaría que la empresa adquirente estaría en capacidad de licuar a los demás accionistas de la Empresa B tomando a su vez el control de la Junta de Accionistas de la empresa en crisis. Ambas situaciones permitirían que la adquirente adopte un acuerdo de fusión sin mayores problemas.

### e) **Proveedores**

En el caso de los proveedores, el interés de éstos en adquirir VEC de sus clientes se refiere básicamente a la posibilidad que tendrían de mantener un cliente comprando parte de su deuda y ofreciéndole mejores condiciones de pago a la empresa deudora. Ello podría facilitar la permanencia del cliente en el mercado y, consecuentemente, la continuidad de la relación comercial con la empresa proveedora.

Por ejemplo, supongamos que "A" es una empresa que se dedica a la producción y comercialización de productos lácteos y que "B" es una empresa dedicada a la producción de helados elaborados a base de leche. Ahora bien, supongamos que "B" entra en un procedimiento concursal como consecuencia de un estado de crisis, lo cual generará que de no cumplir con las obligaciones asumidas en el AGR o en su caso en el Plan de Reestructuración o inclusive en una eventual decisión de la Junta de Acreedores en el sentido de liquidar la empresa, dicha empresa saldrá definitivamente del mercado. Dicha situación podría generar la consecuente crisis de la empresa "A", por cuanto podría ocurrir

<sup>41</sup> Ello se obtiene, como sabemos, contando con una participación del 66,6% del total de los créditos reconocidos, en virtud a lo dispuesto en el artículo 53 de la LGSC.

---

que más del 80% de sus ventas estén dirigidas a cubrir las necesidades de la empresa "B" en la elaboración de sus helados.

Ante tal escenario, la Empresa "A" podría recurrir al mercado para adquirir VEC de la Empresa "B" por montos que le permitan controlar la Junta de Acreedores e impedir una eventual decisión de disolución y liquidación por incumplimientos del AGR o, en su caso, del Plan de Reestructuración, o por acuerdo de Junta de Acreedores previo a la toma de decisión del destino de la empresa.

**f) La propia empresa en crisis**

Por su parte, la misma empresa en crisis podría tener intención de adquirir su propia deuda a través de los VEC previamente emitidos por ella, destinando un porcentaje de los flujos de caja disponibles a comprar deuda, sobre todo del quinto orden, a un precio por debajo del valor nominal de la acreencia, lo cual le significaría una reducción de costos futuros, que tendría que destinar para cumplir finalmente con sus obligaciones.

Debemos tener presente que la operación propuesta debe, necesariamente, formar parte del AGR o, en su caso, del Plan de Reestructuración.