

# EXPLICANDO LA ORIENTACIÓN (LIQUIDATORIA) DE LA LEY GENERAL DEL SISTEMA CONCURSAL Y SU ROL EN EL GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS EMPRESAS PERUANAS

JOSÉ ANTONIO JIMÉNEZ CHOCANO

Abogada por la Universidad Católica de Santa María (Arequipa).

LLM por la Universidad de Toronto.

*"El fracaso debe enseñarnos, no sepultarnos. El fracaso es solamente una demora, no una derrota. El fracaso es un desvío temporal en el camino, no el final de éste".*

Denis Waitley

## SUMARIO:

I. Introducción. - II. Entendiendo el tema: Un breve repaso de los conceptos y principios de los concursos empresariales: 1. Finalidad de los concursos empresariales; 2. Reestructuración o reorganización empresarial; 3. Liquidación empresarial; 4. Principios de distribución de recursos del deudor entre los acreedores; 5. El incentivo perverso respecto del destino del deudor. - III. La Ley General del Sistema Concursal y su orientación: 1. ¿Qué empresa insolvente es viable según la Ley de Concursos Empresariales?; 2. Cuando los acreedores tienen el poder de decidir el destino del deudor: la regla de la mayoría absoluta y la inexistencia del "Crum Down Power" en el sistema concursal peruano; 3. La prelación de los créditos nuevos o post concursales; 4. Análisis de alguna información concursal. - IV. Un breve alcance de la estructura de financiamiento de las empresas peruanas: 1. Estructura de propiedad accionaria en las empresas peruanas; 2. Estructura de deudas en las empresas peruanas. - V. La relación entre el régimen concursal peruano de orientación liquidatoria y la estructura de propiedad y de deuda en las empresas peruanas: 1. ¿Genera la concentración de propiedad en el capital de las empresas usualmente estructuras de deuda concentradas en estas o viceversa?; 2. Cuando los acreedores de deuda concentrada utilizan un régimen concursal empresarial de orientación liquidatoria como una disciplina empresarial (*ex ante*); 3. Cuando los acreedores de deuda concentrada utilizan realmente el régimen concursal empresarial de orientación liquidatoria (*ex post*): 3.1. Cuando las empresas insolventes mantienen una "mala o ineficiente administración"; 3.2. Cuando las empresas insolventes tienen "mala suerte". - VI. Conclusión.

## I. INTRODUCCIÓN

¿Existe alguna vinculación entre el sistema concursal y los gobiernos corporativos de las empresas? Más aún, ¿puede la orientación de un régimen concursal estar relacionada con los gobiernos corporativos de las empresas? O, ¿puede el gobierno corporativo de las empresas afectar o explicar un régimen concursal y su orientación?, ¿se encuentra justificada la orientación actual de la Ley General del Sistema Concursal respecto de las estructuras financieras (deuda/capital) de las empresas peruanas?, ¿qué importancia tiene tratar de determinar esta relación y analizar estos temas? El presente artículo busca examinar estos cuestionamientos y resolverlos dentro del marco jurídico vigente y la realidad empresarial peruana.

De acuerdo con los autores Shleifer y Vishny, el denominado "gobierno corporativo" trata las maneras en que los proveedores de financiamiento de empresas se aseguran la forma de retorno de sus inversiones.<sup>1</sup> En este sentido, es bien conocido que los proveedores de financiamiento son divididos en dos variedades básicas, según el tipo de riesgo que quieran asumir: (i) inversionistas de capital (accionistas); e, (ii) inversionistas de deuda (acreedores); en consecuencia, en la teoría de gobierno corporativo existen estudios y análisis tanto de las maneras como los proveedores de financiamiento vía capital aseguran el retorno de sus inversiones, como de las maneras en que lo hacen los acreedores.

<sup>1</sup> SHLEIFER, Andrei y VISHNY, Robert. W., *A Survey of Corporate Governance*. En: *The Journal of Finance*, Volumen LII, No. 2, 1997, p. 737.

Sin embargo, podría sustentarse que actualmente en el ámbito internacional existe una gran atención y debate académico respecto a los mecanismos de cómo los inversionistas de capital o accionistas se aseguran las formas de retorno de sus inversiones, vale indicar, que en el ámbito académico se confiere gran relevancia al gobierno corporativo, pero únicamente desde la perspectiva de los accionistas y su relación con los directivos y ejecutivos de las empresas.<sup>2</sup>

Ello ocurre principalmente en razón de que el financiamiento de las empresas norteamericanas e inglesas se basa en el desarrollo del mercado de capitales, motivo por el cual se vuelve muy importante el análisis de cómo los accionistas en empresas con accionariado difundido (donde no existe un grupo de control mayoritario) pueden asegurar el retorno de sus inversiones frente a gerencias y directorios que, teniendo escasa o ninguna participación en el accionariado, manejan y dirigen los recursos aportados por accionistas.

En el Perú parece que se ha seguido la tendencia académica internacional por la cual el debate se centra únicamente en tratar de entender el gobierno corporativo desde la perspectiva de los accionistas y en cómo mejorar los gobiernos corporativos de las empresas peruanas vía el nombramiento de directores independientes, elección de gerentes profesionales, generación de *stock options* y otro tipo de incentivos económicos para las gerencias y el personal, nombramiento de auditores serios e independientes, entre otros temas.<sup>3</sup>

Lejos de continuar con la tendencia académica y normativa en el Perú, este artículo investiga la teoría de los gobiernos corporativos o el "buen gobierno corporativo", como se le denomina en el Perú, pero según la modalidad del financiamiento común de las empresas peruanas, esto es, vía el análisis de cómo los acreedores aseguran el retorno de sus inversiones (créditos) en las empresas peruanas. Es decir, se busca enfatizar el análisis de las estructuras corporativas de deuda en las empresas y su relación con los grupos accionarios, antes que el análisis de la relación entre accionistas y administración (gerencia y directorio). Ello, en atención a que careciendo el Perú de un mercado de capitales desarrollado y de empresas con accionariados difundidos que no cuenten con accionistas controladores, el autor de este artículo considera que el verdadero gran debate sobre los gobiernos corporativos no puede estar centrado únicamente en el análisis de modelos de empresas financiadas por capital y con accionariados difundidos, pues ello no refleja del todo la realidad empresarial peruana.

Entonces, el presente artículo examina la teoría del gobierno corporativo en el Perú por medio del análisis del régimen concursal empresarial peruano, a fin de, justamente explicando su orientación, determinar el rol que este tiene en el gobierno corporativo de las empresas nacionales. De esta manera se busca descubrir la función que cumple el sistema concursal en la determinación de la forma cómo los acreedores aseguran el retorno de sus inversiones (*ex ante* y *ex post*) en caso de problemas de insolvencia patrimonial de empresas deudoras.

El autor de este artículo ha escogido el análisis del régimen concursal, pues, como el profesor Skeel indica: "Los concursos empresariales, se ha dicho, son la pieza crucial perdida en el entendimiento del gobierno corporativo".<sup>4</sup> Para establecer la importancia de los concursos empresariales, y su relación con las estructuras de financiamiento en las empresas, el presente artículo se propone revisar si realmente existe una relación entre las estructuras de capital y deuda y los regímenes concursales empresariales, así como determinar si una teoría como la propuesta por el profesor Skeel

<sup>2</sup> ARMOUR, John, CHEFFINS, Brian R. y SKEEL, Jr. David A., *Corporate Ownership Structure and the Evolution of Bankruptcy Law: Lessons from the United Kingdom*, Vol. 55, *Vanderbilt Law Review*, 2002, p. 1700.

<sup>3</sup> Sobre temas vinculados al denominado "buen gobierno corporativo" se puede revisar la Resolución Gerencial General No. 096-2003-EF/94.11 emitida por la Gerencia General de CONASEV, que resulta aplicable a las empresas con valores inscritos en el Registro Público de Mercado de Valores (salvo algunas excepciones) y vigente desde el primero de enero de 2005.

<sup>4</sup> ARMOUR, John, CHEFFINS, Brian R. y SKEEL, Jr. David A., *Op. Cit.*, 2, p. 1701.

(denominada "La Teoría Evolutiva del Derecho Empresarial y el Derecho de los Concursos Empresariales") puede ser aplicada en países como Perú.<sup>3</sup>

Para tales fines, este artículo examina también algunos principios de los concursos empresariales peruanos recogidos en la Ley General del Sistema Concursal, Ley 27809, con el objetivo de comprender su función como instrumento de protección del crédito. Posteriormente, el sistema concursal peruano es analizado con el objeto de encontrar alguna correlación entre este y las estructuras de capital y deuda en las empresas peruanas. Dicho de otra forma, este artículo busca encontrar y especificar su orientación, y por ende, la relación del régimen concursal empresarial peruano en la teoría del gobierno corporativo, entendiéndola especialmente en aquellos casos en los que el financiamiento de las empresas se da mayormente vía endeudamiento y no vía aportes de capital, lo que por lo menos ha venido ocurriendo en la última década en el Perú.

En ese mismo sentido, este artículo pretende que el régimen concursal empresarial sea entendido como parte de la teoría del gobierno corporativo, justamente como un mecanismo de los acreedores para asegurar colectivamente la recuperación o retorno de sus inversiones en empresas insolventes. Esto permite entender que los sistemas concursales de los distintos países pueden variar en su orientación dependiendo del tipo de financiamiento de las empresas, es decir, dependiendo de las diferentes estructuras de capital y deuda que las empresas mantienen en cada país.

Este artículo se organiza de la siguiente manera. Primero, se tratan algunos principios de los concursos empresariales y las orientaciones comunes que estos puedan adoptar en las distintas legislaciones, principalmente la reestructuración y la liquidación. En segundo lugar, se examinan ciertos artículos de la actual Ley General del Sistema Concursal del Perú para determinar la orientación de su régimen, especialmente, del procedimiento concursal ordinario, encontrando que la orientación del régimen concursal empresarial en el Perú es liquidatoria, en vez de reorganizativa. Para confirmar esta tendencia legal, cierta estadística es brevemente analizada. En tercer lugar, el presente artículo analiza la correlación que existe entre el régimen concursal empresarial de orientación liquidatoria con la estructura común de financiamiento corporativo en las empresas peruanas. Con esta finalidad, alguna estadística de las empresas peruanas es considerada para determinar qué variedad de estructura de financiamiento empresarial prevalece (deuda o capital). Los resultados sugieren que las empresas peruanas tienen estructuras de accionariado concentrados y también estructuras concentradas de deuda. Sobre la base de estos resultados, se sugiere que la orientación liquidatoria del régimen concursal corporativo peruano puede ser explicada por la común existencia de estructuras en las empresas peruanas de accionariado y deuda concentradas, aunque se critica los parámetros usados por el régimen concursal empresarial para que un deudor se someta o sea sometido a un procedimiento concursal ordinario. Algunos esfuerzos se hacen también para determinar cómo esta correlación entre las estructuras de financiamiento empresarial y la orientación del régimen concursal funciona en el Perú, especialmente cuál es el rol del régimen concursal empresarial *ex ante* y *ex post* insolvencia del deudor, vale señalar, cuál es finalmente el papel del régimen concursal empresarial como herramienta de los acreedores para asegurar el retorno de sus inversiones. Finalmente, se arriba a ciertas conclusiones.

Es importante mencionar que este artículo ha considerado, para determinados puntos, el análisis de ciertos aspectos de regimenes concursales empresariales de otros países, como el norteamericano, el alemán y el canadiense, así como también se han tomado en cuenta sus estructuras de financiamiento empresarial.

<sup>3</sup> SKEEL, Jr., David A., *An Evolutionary Theory of Corporate Law and Corporate Bankruptcy*, *Vanderbilt Law Review*, Volumen 51, No. 5, 1998, pp. 1325 - 1350.

## II. ENTENDIENDO EL TEMA: UN BREVE REPASO DE LOS CONCEPTOS Y PRINCIPIOS DE LOS CONCURSOS EMPRESARIALES

Antes de analizar la Ley General del Sistema Concursal en el Perú, su orientación y función en los gobiernos corporativos de las empresas nacionales, es relevante –para poder entender el tema propuesto– resaltar algunos conceptos y principios del derecho concursal empresarial y la orientación común de los regímenes concursales empresariales propios de encontrarse generalmente en la doctrina contemporánea.

### 1. Finalidad de los concursos empresariales

De acuerdo con la teoría del análisis económico del derecho, el derecho concursal empresarial puede ser definido como un mecanismo o una vía legal por medio de la cual los acreedores, como proveedores de financiamiento de las empresas, buscan colectivamente asegurar la recuperación de sus inversiones (créditos) en caso de dificultades financieras del deudor. Así, el "cobro colectivo" y la "recuperación de las inversiones en situaciones de dificultades financieras", son algunas de las características que distinguen al derecho concursal empresarial.

Entonces, se puede decir que el derecho concursal empresarial nació como una respuesta para los acreedores a la recuperación (colectiva) del crédito y, por ello, es una rama del Derecho entre cuyos objetivos principales y básicos está la protección al crédito.<sup>6</sup> Dicho de otra forma, uno de los primigenios objetivos del derecho concursal (en este caso del empresarial) es maximizar el retorno de los créditos a los acreedores, pero de manera colectiva, no individual, y ello cuando la empresa deudora es insolvente o se encuentra en imposibilidad de afrontar y pagar sus obligaciones.<sup>7</sup>

Es así que, ya dentro del régimen concursal empresarial, aparecen algunas modalidades de maximizar el retorno colectivo de los créditos, siendo la liquidación del patrimonio del deudor la primera que se entiende apareció en la historia de los concursos; y la reestructuración, la segunda o la más moderna modalidad.<sup>8</sup>

Son entonces los procedimientos de liquidación y de reestructuración o reorganización empresarial en los concursos empresariales, senderos que los acreedores siguen para poder acrecentar el retorno colectivo de sus créditos. Entonces, un sistema concursal podría ser reorganizativo o liquidatorio, dependiendo de las preferencias y condiciones que establezca para facilitar o no una alternativa respecto de otra. Cabe también la posibilidad de que un régimen concursal sea de orientación liquidatoria, pero cuente con opciones reorganizativas serias, con lo cual podría denominarse régimen de orientación "mixta".

En los siguientes puntos se explican brevemente los supuestos en los que la teoría considera que debe reestructurarse o reorganizarse empresas insolventes, y en segundo lugar, se examinan aquellos supuestos en los que la teoría concibe que las empresas deben ser liquidadas.

### 2. Reestructuración o reorganización empresarial

Conforme se ha indicado en forma precedente, es conocido en la teoría de los concursos empresariales que la reestructuración de los deudores es principalmente una vía para maximizar

<sup>6</sup> JACKSON, Thomas H., *The Logic of Bankruptcy Law and Collective Action in Debt Collection*, Cambridge, Harvard University Press, 1986. En: MA, *Canadian Bankruptcy and Insolvency Law. Cases, Text and Materials*, ZIEGEL, Jacob S., DUGGAN, Anthony J. y TELFER, Thomas G.W., Edmond Montgomery Publications Limited, Toronto, 2003, p. 23.

<sup>7</sup> WARREN, Elizabeth, *Bankruptcy Policy*, 54 University of Chicago Law Review, 1987. En: ZIEGEL, Jacob S., DUGGAN, Anthony J. y TELFER, Thomas G.W., *Ibidem*, pp. 35 y 40.

<sup>8</sup> GOODÉ, Roy, *Principles of Corporate Insolvency Law*, Sweet & Maxwell Ltd. London, 1997, p. 26.

colectivamente el retorno de la inversión de los acreedores cuando la liquidación definitivamente no representa una opción; es decir, que la reestructuración se presenta a su vez en el derecho concursal empresarial como una vía alternativa a la liquidación.<sup>9</sup>

La reestructuración es realmente una opción para que las empresas denominadas "viables" puedan permanecer en el mercado y generen recursos suficientes para atender el pago del colectivo de los créditos de los acreedores, de forma tal que estos recuperen un mayor porcentaje de sus acreencias respecto de aquel que recibirían en la liquidación de los activos del deudor insolvente. Entonces, la viabilidad de las empresas, desde el punto de vista del derecho concursal empresarial, está dada por la capacidad de que los negocios del deudor generen recursos para el pago de los créditos de los acreedores por encima del valor de liquidación de sus activos.

En otras palabras, cuando el valor en marcha de la empresa insolvente es superior al valor presente (o de realización) de los activos, la empresa deudora debería ser considerada como viable y, por ende, debería ser reorganizada como la mejor forma para asegurar colectivamente el retorno de los créditos de los acreedores. Al menos el régimen concursal empresarial debería permitirlo. Es relevante notar que el valor en marcha de la empresa es usualmente el resultado del valor presente del flujo de caja de la empresa descontado a una tasa equivalente al retorno esperado de la inversión. Así, parece que las reestructuraciones empresariales pueden alinear diferentes intereses de los jugadores de las empresas concursadas, tales como los intereses de los accionistas, de las gerencias, de los acreedores en general, del Estado como acreedor y como protector del interés público; todo ello para preservar el valor en marcha de las empresas insolventes y resolver el denominado conflicto del "flujo de caja libre" (problema del "common pool").<sup>10</sup>

### 3. Liquidación empresarial

Contrariamente a la reestructuración, la liquidación es la otra vía para maximizar colectivamente el retorno de las inversiones de los acreedores en caso de insolvencia de su deudor, y será usualmente utilizada cuando el valor presente (o de realización) de los activos del deudor resulte superior al valor en marcha de la empresa. En liquidaciones, usualmente los activos de las empresas deudoras son vendidos como "piezas" (aunque hay legislaciones, como la peruana, que permiten la venta de los activos operando, es decir, como negocio en marcha). Los ingresos por tales ventas son simplemente divididos entre los acreedores, de acuerdo con el importe de sus créditos registrados en el concurso y el orden legal de pago o prelación de pago conferido por la norma concursal pertinente.<sup>11</sup> De esta manera, un régimen concursal debería permitir la liquidación de este tipo de empresas.

Luego de haber explicado en forma breve las opciones para acrecentar el retorno de las inversiones de manera colectiva en los concursos empresariales, seguidamente se examinan las bases desarrolladas por el derecho concursal empresarial para la distribución de los recursos obtenidos del deudor para el pago de los créditos de los acreedores; ello, con la finalidad de poder entender qué incentivos o intereses tienen en el concurso empresarial los distintos acreedores.

### 4. Principios de distribución de recursos del deudor entre los acreedores

Respecto al tema de distribuir los recursos provenientes del deudor, históricamente ha regido el principio del *pari passu*, y luego el principio de las excepciones al principio del *pari passu*, conocido en doctrina como la "regla de la prioridad absoluta", que implica que las reglas del

<sup>9</sup> BEBCHUK, Lucian Arye, *A New Approach to Corporate Reorganizations*, Harvard John M. Olin Centre for Law, Economics and Business, Discussion Paper No. 37, Harvard Law Review, Volumen 101, 1988, p. 4. Disponible en: [http://papers.ssrn.com/abstract\\_id=415161](http://papers.ssrn.com/abstract_id=415161).

<sup>10</sup> JACKSON, Thomas H. En ZIEGEL, Jacob S., DUGGAN, Anthony J. y TELFER, Thomas G.W., Op. Cit., pp. 24 - 26.

<sup>11</sup> GOODE, Roy, Op. Cit., p. 4.

orden de prioridad son mandatorias para todos los acreedores y el deudor.<sup>12</sup>

Más aún, debe recordarse que la regla de la prioridad absoluta implica que los órdenes relativos a la prelación de pagos en los concursos empresariales no deben ser inferiores a aquellos órdenes de pago o derechos que los acreedores tienen fuera del régimen concursal de su deudor ("non-bankruptcy rights").<sup>13</sup> No obstante, este principio de distribución opera usualmente en caso de liquidación, mas no necesariamente en caso de reestructuración, como ocurre en el régimen concursal empresarial peruano, donde los acreedores pueden, por ejemplo, establecer privilegios de pago de créditos respecto de aquellos acreedores que, arriesgando, financian mediante nuevos créditos las operaciones corrientes del deudor en reestructuración.

Entonces, cada legislación, sobre la base de los derechos que tengan los acreedores fuera de concurso, es la que determina en caso de liquidación qué acreedores deben cobrar primero, quiénes después y finalmente quiénes son los que usualmente soportan las pérdidas de la liquidación de sus deudores.

Es conocido que en la mayoría de países, son los acreedores garantizados quienes tienen el privilegio de cobrar sus créditos mediante la realización de los activos del deudor que los respaldan. En cambio, en países como Perú y México (prioridad absoluta), Francia y España (prioridad relativa), son los acreedores laborales quienes tienen la primera preferencia en el pago de sus créditos, por encima de los créditos garantizados. Respecto de los créditos tributarios existe una discusión sobre su orden de preferencia, pero usualmente van después de los grupos antes indicados, como ocurre también en el Perú. De igual forma, parece que todos los sistemas concursales coinciden en que son los acreedores quirografarios o no garantizados quienes cobran al final, y por tanto, tienen mayores posibilidades de no recuperar sus créditos, pues sobre ellos recaerán las pérdidas de la insolvencia de sus deudores.

##### 5. El incentivo perverso respecto del destino del deudor

Sin embargo, todo lo dicho respecto a la decisión de reestructuración de las empresas insolventes o su liquidación es, conforme se ha indicado, en teoría, pues en la realidad resulta difícil elegir el destino de las empresas insolventes. Ello, en atención a los distintos intereses que están en juego (accionistas, trabajadores, Estado, bancos, proveedores de insumos o servicios, comunidad, etc.), a los órdenes de prelación de pagos que tienen los acreedores en cada país, y finalmente, a lo complejo que resulta a veces prever con precisión y veracidad los valores de empresa en marcha o de realización de activos.

Ciertamente, serán –por ejemplo– los gerentes y accionistas controladores de la empresa insolvente, los que prefieran la reestructuración de la misma aun cuando esta no es en teoría "viable". Ello, como una forma de permanecer en las empresas insolventes, de forma tal, que los primeros (los administradores) no pierdan sus trabajos, salarios y demás beneficios, y los segundos (los accionistas) no pierdan la posibilidad de recuperar algo de su inversión en capital luego de que concluya la reestructuración.

Otras veces son los propios bancos y proveedores quirografarios que, sabiendo que la empresa insolvente es inviable, prefieren su reestructuración, no con la intención de optar por la mejor alternativa para recuperar sus créditos, sino porque no cuentan en sus propios patrimonios con el respaldo suficiente para afrontar la eventual pérdida que les conllevaría la liquidación

<sup>12</sup> De acuerdo con lo explicado por Goode, el principio del *pari passu* es fundamental en las normas concursales y significa que todos los acreedores participan en la masa común (de los activos de la empresa insolvente) en proporción al importe de sus créditos admitidos en el concurso. En adición, Goode también indica que el principio del *pari passu* no es absoluto y, por tanto, las normas concursales, prevén ciertas excepciones o desviaciones, las cuales están basadas en una combinación de consideraciones históricas, políticas y pragmáticas (Ibid., pp. 141, 151 y 152).

<sup>13</sup> BAIRD, Douglas G., *Elements of Bankruptcy*, Tercera Edición, Foundation Press, 2001, p. 20.

inmediata del patrimonio del deudor. Esta situación evita las insolvencias en cadena; podríamos definirla como "falsas reorganizaciones o reestructuraciones", ya que los acreedores las usan para ganar tiempo y aprovisionar recursos para poder soportar y cubrir las pérdidas estimadas de retorno de sus créditos.

Entonces, serán dichos jugadores quienes alineando sus intereses querrán probar y forzar la reestructuración de una empresa insolvente, aun cuando ciertamente esta sea en teoría inviable. Igual interés podrían tener los trabajadores de las empresas insolventes para no perder sus trabajos, más aún cuando los créditos laborales tengan el primer rango en el pago en caso de una liquidación, pues preferirían asegurar su trabajo y un flujo continuo de recursos (principio de subsistencia), antes que ingresar al mundo del desempleo. Incluso, hasta el Estado podría preferir la reorganización de empresas inviables, en el supuesto que la salida del mercado de una gran empresa insolvente pueda ser devastadora para economías y mercados pequeños, como los peruanos (defender el interés público). Claro está que la defensa del interés público como finalidad del concurso empresarial se puede contraponer a la finalidad primigenia del mismo, que es la protección del crédito.

Por otro lado, son los acreedores garantizados (usualmente bancos y proveedores de bienes) quienes preferirían en algunas ocasiones liquidar a empresas insolventes, incluso cuando estas sean en teoría viables, puesto que con solo realizar el activo materia de la garantía podrán rápidamente recuperar toda o gran parte de su acreencia, sin que tengan que esperar largos y costosos procedimientos de reestructuración. Esto podría llamarse "liquidaciones forzadas". En estos casos, los acreedores deberían estar preparados para soportar cualquier eventual pérdida del retorno de los créditos que no recuperen en la liquidación.

Vale indicar que aun cuando en teoría corresponda liquidar o reestructurar a empresas insolventes, son los acreedores quienes muchas veces, por tener distintos intereses en juego, varían el destino teórico del deudor insolvente. Estas situaciones son llamadas por el autor de este artículo el "incentivo perverso" del destino de las empresas en los procedimientos de reestructuración o liquidación, desde que el destino teórico de ambas alternativas es alterado por las partes al tener incentivos individuales contrarios a los intereses del propio procedimiento concursal empresarial.

Sin embargo, este incentivo negativo es algunas veces corregido por los jueces del concurso empresarial (en sistemas de concursos empresariales manejados por cortes, como en Estados Unidos de América, Inglaterra o Canadá) o es corregido por la ley (en sistemas de concursos empresariales regulados por ley y con acreedores como órgano concursal que toma las decisiones, como en Perú). Así, la presencia o ausencia de un mecanismo para ajustar el incentivo perverso en la decisión del destino del deudor insolvente pueda quizás definir lo que denominaríamos la "orientación" del sistema concursal empresarial, vale indicar, si el régimen es de orientación liquidatoria o de orientación reorganizativa, o quizás con una doble o mixta orientación (sistemas equilibrados).

Para comprender mejor las orientaciones de los sistemas concursales empresariales y el ajuste en el destino del deudor, es relevante anotar que Skeel las divide en dos categorías: (i) regímenes concursales que desplazan a la administración del deudor (de orientación liquidatoria); y (ii) regímenes concursales que mantienen a la administración del deudor o son amigables a esta (de orientación reorganizativa).

En efecto, Skeel sostiene que existe un alcance substancial de lanzar un esfuerzo de rescate del deudor en la segunda categoría y, por tanto, los administradores pueden controlar la empresa en el procedimiento de reorganización. Por ejemplo, el Capítulo 11 (*Chapter 11*) del Código Concursal Americano (*American Bankruptcy Code*) encaja en esta categoría de proceso concursal con orientación reorganizativa, sin que esto signifique que todo el régimen concursal americano sea necesariamente reorganizativo. Por el contrario, podría decirse que aquel es mixto, ya que si

bien cuenta con aspectos y procedimientos liquidatorios, cuenta también con un mecanismo (Chapter II) que en serio favorece las reorganizaciones. En contraste, en la categoría de regímenes concursales con desplazamiento de administradores—donde hay una fuerte tendencia a favor de las liquidaciones y no existen procedimientos de reestructuración desarrollados—, los administradores pueden perder definitivamente sus puestos pues no tienen una segunda opción frente a los acreedores. Así, Japón, Alemania e Italia sí cuentan con regímenes concursales empresariales que encajan en esta categoría.<sup>14</sup>

Con estas cortas explicaciones sobre el concepto, los principios y principales orientaciones del Derecho Concursal Empresarial, este artículo examinará a continuación la Ley General del Sistema Concursal en el Perú para descubrir y explicar bajo qué categoría encaja.

### III. LA LEY GENERAL DEL SISTEMA CONCURSAL Y SU ORIENTACIÓN

El autor considera que la Ley General del Sistema Concursal, Ley 27809 (en adelante la "Ley de Concursos Empresariales") que entró en vigencia en octubre del año 2002, aun cuando cuenta explícitamente con un proceso reorganizativo (reestructuración patrimonial, artículos 60 al 73) y regula un procedimiento preventivo (también de naturaleza reorganizativa, artículos 103 al 115), tiene una fuerte tendencia a favor de las liquidaciones, conforme se sustenta en los siguientes puntos.

#### 1. ¿Qué empresa insolvente es viable según la Ley de Concursos Empresariales?

Según se mencionó anteriormente, una empresa insolvente en teoría es viable cuando el valor de realización de sus activos resulta inferior al valor de la empresa en marcha. Asimismo, este artículo ha propuesto que en los concursos empresariales se pueden presentar incentivos perversos respecto del destino del deudor que alteran la opción teórica de maximización de retorno de los créditos de los acreedores (liquidación y reorganización), pero que, sin embargo, existen algunos medios (legales o judiciales) para combatir dichos incentivos perversos y evitar así reorganizaciones falsas de empresas inviables o liquidaciones forzosas de empresas viables.

En el Perú los legisladores han concluido que, en principio, debe ser la propia norma concursal empresarial la que ajuste y corrija los incentivos perversos del destino de la empresa insolvente; es decir, es la Ley de Concursos Empresariales la que determina cuando una empresa concursada es viable o no. Dicho de otra forma, la Ley de Concursos Empresariales resuelve *a priori* el problema de cuándo una empresa insolvente debe ser liquidada y cuándo puede ser reestructurada.

Respecto de reestructuraciones, el artículo 24.2 a) de la Ley de Concursos Empresariales establece que una empresa será reestructurada solo cuando sus pérdidas acumuladas (deducidas las reservas<sup>15</sup>) no superen el total de su capital social pagado. Contrariamente, cuando el capital social pagado de la empresa deudora sea inferior a sus pérdidas acumuladas, la liquidación será su única alternativa legal (al menos la que la Ley de Concursos Empresariales señala inicial y directamente).<sup>16</sup> En el caso del Procedimiento Concursal Preventivo, de naturaleza reorganizativa y a iniciarse solo a voluntad del deudor, el parámetro legal es más estricto, ya que el deudor no podrá acogerse al mismo si es que sus pérdidas acumuladas, deducidas las reservas, superan el tercio del capital social pagado.

<sup>14</sup> SKEEL, Jr., David A., Op. Cit. 5; pp. 1325 a 1350.

<sup>15</sup> El artículo 24.1 b) de la Ley de Concursos Empresariales no especifica si las reservas a deducir deberían ser solamente las legales, o las contempladas en el estatuto, o aquellas reservas opcionales que acuerde la Junta General de Accionistas. No obstante, es obvio que las reservas de todo tipo deben ser deducidas por el deudor con la finalidad de que este no sea sometido o se someta a un procedimiento concursal severo como la liquidación. Dicho de otra forma, todos los recursos líquidos deben ser usados por el deudor para salvarse de la liquidación.

<sup>16</sup> Ley de Concursos Empresariales, artículo 24.2 b).

Con normas legales como las descritas no existe, en principio -cuando las pérdidas acumuladas, deducidas las reservas, superan el capital social pagado- opción para la autoridad concursal peruana ni para los acreedores de cambiar en el inicio o apertura del procedimiento concursal el destino de la empresa insolvente. Aparentemente, esta posición es justa y correcta para la perspectiva del derecho societario.

Ciertamente, si el capital social de la empresa es inferior a sus pérdidas acumuladas, esto implica que los accionistas han perdido la totalidad de sus inversiones; en tanto se haya descartado la posibilidad de aportar recursos para cubrir las pérdidas, la única solución para ellos es liquidar la empresa. En este sentido, lo indicado por la Ley de Concursos Empresariales (liquidación directa) no debería ser considerado como incorrecto. Adicionalmente, esta norma evita que los acreedores utilicen el incentivo perverso de cambiar el destino de empresas que ya no tienen capital y que en teoría no pueden seguir adelante, es decir, que la norma busca evitar o reducir que se produzcan las denominadas "falsas reestructuraciones".

La Ley de Concursos Empresariales utiliza, pues, el denominado "test del balance", por medio del cual la norma solo evalúa la situación patrimonial del deudor desde el punto de vista del balance general a una fecha determinada. Así, una vez que la autoridad concursal verificó que las pérdidas son superiores al capital social pagado deducidas las reservas, abre el procedimiento concursal, declarando en forma directa la disolución y liquidación. Esto significa que para la Ley de Concursos Empresariales en el Perú, la viabilidad de las empresas deudoras: no está determinada por su valor en marcha, como se ha indicado anteriormente, sino únicamente por su situación patrimonial, reflejada en su balance.

Sin embargo, esta percepción aparentemente justa y legalmente correcta, puede ser para los beneficiarios finales del concurso -los propios acreedores- totalmente lo contrario, es decir, incorrecta e injusta. Ciertamente, una norma que disponga la liquidación de las empresas que perdieron el capital social, más que reconocer o intentar evitar o reducir el incentivo de las "falsas reorganizaciones", crea un incentivo perverso para liquidar forzosamente empresas que sí son viables.

Para entender dicho argumento, uno debe recordar la teoría de Michael C. Jensen relativa a la denominada "privatización de los concursos" (*privatization of bankruptcy*). Según esta teoría, se pueden comparar dos tipos de empresas ("A" y "B") que presentan igual "valor de empresa en marcha" e igual "valor de liquidación", pero tienen distintas estructuras de financiamiento empresarial. Así, el primer tipo de empresas (tipo "A") presenta una estructura financiera donde prevalece el patrimonio o capital respecto de la deuda (endeudamiento tradicional), y el segundo tipo de empresas (tipo "B"), presenta una estructura financiera donde prevalece la deuda respecto del patrimonio o capital (endeudamiento elevado).<sup>17</sup>

Ahora bien, resulta lógico que la empresa tipo "B", altamente endeudada, presente un "punto de insolvencia" mayor que el "punto de insolvencia" de las empresas con niveles de endeudamiento tradicional (tipo "A"). Es importante explicar que por "punto de insolvencia" debe entenderse aquel en el cual, bajo el "test del balance", el patrimonio o capital ha sido absorbido por las pérdidas acumuladas de la empresa. Entonces, entre más elevado sea el endeudamiento de una compañía respecto de su patrimonio o capital, será también más alto su punto de insolvencia.

Pero de acuerdo con Jensen, una empresa con alto nivel de endeudamiento (tipo "B") no solamente tiene un alto "punto de insolvencia", aun cuando tenga igual valor en marcha y de liquidación que la empresa tipo "A", sino que también tiene mayores posibilidades de ser reorganizada o reestructurada por sus acreedores; esto, en atención a que, si bien las empresas

<sup>17</sup> JENSEN, Michael C., *Eclipse of the Public Corporation*, Harvard Business Review, Septiembre-Octubre 1989, pp. 72 y 73.

tipo "B" pierden su capital y entran en problemas financieros y de solvencia patrimonial, el valor en marcha de las mismas se reduce mucho menos que cuando una empresa tipo "A" llega a su punto de insolvencia. En efecto, cuando una empresa con endeudamiento tradicional llega a su punto de insolvencia, estará más cerca de su valor de liquidación que de su valor en marcha; por el contrario, una empresa con alto nivel de endeudamiento, una vez que llegue a su punto de insolvencia, estará más cerca a su valor de empresa en marcha que a su valor de liquidación. La Figura 1 de este artículo reproduce con claridad la teoría de Jensen y lo explicado en estos párrafos.

En conclusión, bajo la teoría de Jensen, el hecho que una empresa haya perdido su capital o patrimonio no significa que esta deba ser liquidada directamente, pues ello solo debería ocurrir en los casos de empresas tipo "A", es decir, en aquellas compañías que hayan contado con un financiamiento tradicional, donde su capital representa un mayor importe que sus deudas. Por el contrario, para las empresas tipo "B" que cuentan con un gran nivel de endeudamiento, el hecho de perder su capital no debe significar su liquidación, pues el valor en marcha de las mismas aún se mantiene por encima de su valor de liquidación.

Ahora bien, debemos preguntarnos si en el Perú la mayoría de empresas se encuentra bajo el nivel de endeudamiento tradicional (tipo "A") o cuenta con altos niveles de endeudamiento (tipo "B"). Al respecto, considero que resultaría difícil por el momento pensar que la mayoría de empresas peruanas se encuentran bien capitalizadas y que, por tanto, están bajo el modelo "A", es decir, que no tiene importantes niveles de deuda. Sobre el particular, resulta notorio que, existiendo en el Perú un sistema financiero concentrado, con fondos privados de pensiones y fondos mutuos que invierten más en depósitos bancarios que en inversiones (por principios de diversificación del riesgo), los préstamos concedidos por el sistema financiero bajo cualquier modalidad, probablemente constituyen una de las principales fuentes de financiamiento de las empresas peruanas. Así, puede concluirse *a priori* que la mayoría de empresas peruanas contarán con un mayor nivel de deudas que de capital.<sup>14</sup>

En consecuencia, si la Ley de Concursos Empresariales establece como norma que la viabilidad de las empresas está determinada por la relación entre su capital social pagado y sus pérdidas acumuladas, las empresas peruanas con alto nivel de endeudamiento y alto "punto de insolvencia" -que como se ha observado resultarían ser la mayoría-, no tienen opción de ser reorganizadas o reestructuradas por sus acreedores en casos de insolvencia, pues la Ley de Concursos Empresariales, se ha dicho, obliga a la autoridad concursal a abrir el concurso declarando directamente la liquidación de las empresas ante la verificación de que sus pérdidas acumuladas superan el capital social pagado de las mismas. Ello, aun cuando estas empresas peruanas tuviesen grandes posibilidades de ser reestructuradas en razón de que su valor como empresa en marcha (viabilidad) es mayor que su valor de liquidación.

Así, lo que la Ley de Concursos Empresariales no reconoce es el hecho de que no necesariamente a una empresa insolvente con alto nivel de endeudamiento (tipo "B") tiene que aplicársele la solución para el modelo de las empresas con financiamiento tradicional tipo "A". Dicho de otra manera, la mencionada Ley no ha tomado en cuenta la forma común de financiamiento de las empresas peruanas; quizás para medir el valor en marcha de la empresa, se hubiera podido prever también la aplicación del "test del flujo de caja" ("cash flow test").

En este sentido, la Ley de Concursos Empresariales al intentar crear un sistema concursal que reduzca el incentivo perverso de las "falsas reorganizaciones", ha generado otro, en el que sin tomar en cuenta la forma de financiamiento de la mayoría de las empresas peruanas (tipo "B"), se permite el incentivo perverso de liquidar forzosamente compañías que teóricamente son viables. Entonces, bajos estos fundamentos, puede catalogarse a la Ley de Concursos Empresariales como una norma de orientación liquidatoria.

<sup>14</sup> JIMÉNEZ CHOCANO, José. En: *As et veritas*. Año XIV, No. 28, Lima, 2004, pp. 76-98.

Sin embargo, los defensores de la Ley de Concursos Empresariales podrían argumentar que, bajo lo previsto en el último párrafo del artículo 50.6 de dicha norma, los acreedores pueden en cualquier momento acordar revertir la liquidación de la empresa declarada por la autoridad concursal de manera directa. Al respecto, bastaría efectuar una estadística sobre dichos casos, y seguramente uno se dará cuenta que los mismos serán excepcionales; y ello no porque los acreedores no hayan creído en una reestructuración, sino por la simple razón de que la consecuencia de que la liquidación directa de la empresa sea publicada por la autoridad concursal tiene realmente dichos efectos en el mercado: liquidatorios.<sup>19</sup> Este último tema será también analizado en el numeral siguiente.

## 2. Cuando los acreedores tienen el poder de decidir el destino del deudor: la regla de la mayoría absoluta y la inexistencia del "cram down power" en el sistema concursal peruano

Otro importante tema a examinar en la Ley de Concursos Empresariales y su relación con la orientación liquidatoria de la misma, es el tema relativo a que los acreedores tienen el poder de decidir el destino del deudor.

Si bien se ha sustentado en este artículo que, bajo determinados parámetros, la Ley de Concursos Empresariales obliga a la autoridad concursal a directamente abrir el concurso y declarar la liquidación de los deudores concursados cuando se ha verificado que han perdido su capital social, los acreedores mantienen la atribución de decidir el destino de la empresa concursada y variarlo.

Es más, el artículo III de la Ley de Concursos Empresariales dispone con toda claridad que la viabilidad de los deudores en el mercado es definida por los acreedores involucrados en los respectivos procedimientos concursales, quienes asumen la responsabilidad y consecuencias de la decisión adoptada. Es decir, a pesar de que determinados artículos disponen liquidaciones directas, los acreedores tienen el poder de, en cualquier momento, cambiar el destino del deudor, y, por ejemplo, acordar su reestructuración, pues de acuerdo a ley, ellos son los que definen qué significa que el deudor es viable.

Estas normas podrían ser interpretadas en el sentido que, siendo los acreedores los titulares del derecho a definir la viabilidad del deudor, estos actuarán racionalmente y tomarán las medidas que correctamente correspondan para maximizar colectivamente la recuperación de sus inversiones. De esta manera, no podría argumentarse que existen incentivos perversos en la norma para liquidar empresas teóricamente viables o para reestructurar empresas teóricamente inviables, más aún cuando dentro de los objetivos de la Ley de Concursos Empresariales (artículo I) no solo está la protección del crédito, sino también la "permanencia de la unidad productiva" y la "protección del patrimonio de la empresa".

En tanto se está considerando en este artículo que la Ley de Concursos Empresariales sí tiene orientación liquidatoria, resulta pertinente analizar si existe la posibilidad de que existan casos en que los acreedores, haciendo uso de su poder sobre el deudor, lo liquiden aun cuando en teoría son viables o, si habiéndose declarado en forma directa la liquidación, existan posibilidades de que los acreedores decidan reestructurar al deudor concursado.

Se ha explicado que –por ejemplo– para el caso de reversión de una liquidación directa a una reestructuración, los acreedores están obligados a tomar acciones que permitan revertir la situación de liquidación del deudor. En otras palabras, los acreedores tendrían que adoptar acciones como, por ejemplo, acuerdos de reducción de capital social contra absorción de pérdidas acumuladas,

<sup>19</sup> El artículo 50.6 de la Ley de Concursos Empresariales establece que la Junta de Acreedores no puede acordar modificar el destino del deudor (de liquidación a una reestructuración) o de su patrimonio (sic.), salvo que efectúe las acciones necesarias para dejar el estado de insuficiencia patrimonial o de cesación de pagos previstos en la norma, como causales de liquidación directa, debiendo para tal fin, la Junta de Acreedores probar tal hecho ante la autoridad concursal pertinente.

aumentos de capital vía capitalización de créditos o nuevos aportes, o acuerdos de condonación de créditos, y lograr de esa forma que la empresa deudora no solo mantenga un capital social positivo, sino también tendrían que preocuparse por conseguir o proporcionar capital de trabajo que le permita continuar a la empresa en el mercado, luego de que su liquidación se revierta.

Si bien dicha alternativa resulta viable en teoría, conforme se ha explicado, el hecho de que una empresa sea declarada en liquidación y que esta se haga pública en el mercado, trae como efectos lógicos y prácticos que los proveedores de financiamiento, de insumos o servicios, actúen racionalmente y, por tanto, reduzcan o eliminen el otorgamiento de créditos o de proveeduría de bienes y servicios, en atención a que financiar, vender bienes o prestar servicios a una empresa declarada en liquidación resulta por cierto altamente riesgoso. Consecuentemente, a pesar de que la Ley de Concursos Empresariales permita revertir liquidaciones, esto es complejo que ocurra en la práctica. Si se efectúan estadísticas y estudios económicos serios sobre el particular, serán únicamente unos cuantos los casos en que los acreedores hayan revertido liquidaciones declaradas directamente por la autoridad concursal.

Contrariamente, aquellas empresas que son declaradas en concurso sin liquidación directa y que por tanto pueden ser en teoría reorganizadas, corren el riesgo de que los acreedores declaren su liquidación, aunque teóricamente sean viables, pues, como se ha dicho, son los acreedores quienes tienen el poder de definir la viabilidad y cambiar el destino del deudor concursado de una reestructuración a una liquidación.

¿Pero existe realmente el riesgo de que empresas teóricamente viables sean declaradas en liquidación bajo la Ley de Concursos Empresariales? Para tal fin, debe considerarse la regla de la mayoría absoluta y el poder otorgado a los acreedores del concurso, hecho que significa que la mayoría absoluta de los créditos registrados ante la autoridad concursal en un procedimiento concursal acuerda casi todas las decisiones relacionadas con el deudor insolvente, incluyendo, como se ha explicado, la aprobación o cambio del destino del mismo.<sup>20</sup>

Más aún, no existe –como ocurre en otras legislaciones concursales– separación de los créditos en diversas Juntas de Acreedores, como por ejemplo en créditos garantizados y no garantizados. Ciertamente, bajo la Ley de Concursos Empresariales, todos los acreedores votan juntos en una única Junta de Acreedores y su voto se calcula de acuerdo al importe de su crédito reconocido, lo cual implica que un acreedor con mayor cantidad de créditos resulta decisivo en aprobar los temas centrales en el procedimiento concursal.<sup>21</sup>

En consecuencia, si un acreedor o algunos pocos acreedores mantienen la mayoría de los créditos reconocidos en el procedimiento concursal (concentración de acreedores) y, por ejemplo, estos son acreedores garantizados, existirá la posibilidad de que prefieran liquidar la empresa concursada y que realicen los activos de esta para cobrar rápidamente sus acreencias. Así, aun cuando el concurso del deudor se abra como uno de aparente carácter reorganizador, bajo el amparo del inciso a) del artículo 24.2 de la Ley de Concursos Empresariales, los acreedores garantizados, en la primera Junta de Acreedores, podrán de acuerdo a lo dispuesto en el inciso b) del artículo 50.4 cambiar el destino de la compañía y decidir por su disolución y liquidación, incluso cuando la empresa sea teóricamente viable.

<sup>20</sup> Es importante recordar que el artículo 53.1 de la Ley de Concursos Empresariales indica que un Plan de Reestructuración Patrimonial debe ser aprobado en primera convocatoria con el voto a favor del 66.6% del monto total de créditos reconocidos en el procedimiento concursal, y en segunda convocatoria, debe ser aprobado con el voto a favor del 66.6% del monto total de los créditos reconocidos asistentes a la segunda convocatoria.

<sup>21</sup> De acuerdo con lo previsto en el artículo 59 de la Ley de Concursos Empresariales, el único caso en que la Junta de Acreedores es dividida en dos (acreedores vinculados y no vinculados al deudor), es cuando existen créditos vinculados reconocidos superiores al 66.6% del total de los créditos reconocidos y únicamente cuando se trate la aprobación de los siguientes temas: (i) el destino del deudor; (ii) el Plan de Reestructuración; (iii) el Convenio de Liquidación; (iv) la aprobación del Acuerdo Global de Reestructuración en el Procedimiento Concursal Preventivo; (v) así como las modificaciones del Plan, Convenio o Acuerdo Global, según corresponda.

Dicho de otra forma, los acreedores garantizados no tienen el incentivo para esperar los resultados de una reestructuración, porque económicamente les resulta menos costoso recobrar sus inversiones realizando sus garantías vía un proceso de liquidación, salvo que exista una gran cantidad de créditos laborales que, por tener la primera preferencia de pago en la liquidación, haga peligrar el cobro de las acreencias garantizadas. Lo mismo sucederá en caso se tenga gran parte de los créditos no garantizados y no se cuente con provisiones para soportar la pérdida del retorno de la acreencia quirografaria. En dichos supuestos, los acreedores garantizados podrían preferir acordar temporalmente la reestructuración con la finalidad de que, mediante los fondos que genere el negocio del deudor, se paguen los créditos laborales o se gane tiempo para efectuar las provisiones por la eventual pérdida de la parte no garantizada, para luego variar el destino y optar por la liquidación.

La única obligación que tendrían que cumplir los acreedores garantizados con posición determinante en la Junta de Acreedores en la que se desaprueba la reestructuración del deudor concursado, es la prevista en el artículo 49 de la Ley de Concursos Empresariales y los lineamientos para determinar al acreedor con posición determinante aprobados por la Directiva No. 004-2002/CCO-INDECOPI, requisitos que se reducen a expresar los fundamentos de su votación sin que al respecto proceda calificación alguna. Por tanto, resultaría suficiente para un acreedor garantizado con posición determinante que fundamente su voto en el hecho de que le resulta menos costoso para él recuperar sus créditos vía proceso liquidatorio que aprobando la reestructuración del deudor.

Adicionalmente, es relevante anotar que un deudor concursado en el Perú no puede solicitar a la autoridad concursal que esta fuerce y obligue a los acreedores que no quieran una reorganización que sí la acepten, en atención a que el deudor concursado es realmente viable (*"cram down power"*), lo cual sí es permitido en el Capítulo 11 del Código de Quiebras norteamericano, que, como ya se especificó, es de orientación reorganizativa.<sup>22</sup> En otras palabras, en el régimen de concursos empresariales peruano, los administradores y accionistas controladores de empresas insolventes no pueden solicitar a la autoridad concursal que declare que su empresa sí es viable (aun cuando lo pueda probar) y que, por tanto, se reorganice sobre la base de que su plan satisface la regla de la prioridad absoluta. Esto, como consecuencia de que la autoridad concursal en el Perú no tiene facultad alguna para decidir cuando la empresa es viable o no, pues ello está reservado a los acreedores.

Entonces, la Ley de Concursos Empresariales, si bien ha regulado un mecanismo que evita las "falsas reestructuraciones", no ha normado un dispositivo que permita evitar la liquidación forzosa de empresas teóricamente viables.

En otras palabras, la Ley de Concursos Empresariales es de orientación liquidatoria, pues por una parte otorga poder a los acreedores para que ellos definan la viabilidad de los deudores concursados, permitiendo que los acreedores decidan –por ejemplo– la liquidación forzosa de empresas viables sin mayor reparo, y limita las posibilidades de reestructurar empresas insolventes que son viables (de acuerdo con la teoría de Jensen), al obligar a la autoridad concursal a declarar su liquidación directa, haciendo dificultoso el cambio a una reestructuración, por los motivos ya explicados.

### 3. La prelación de los créditos nuevos o post concursales

En procesos de reestructuración o reorganización empresarial resulta usual que se inyecten nuevos recursos o inversiones de capital de trabajo en la empresa insolvente con la finalidad de preservar el valor en marcha de la empresa y a efectos de generar los recursos para el pago de los créditos a los acreedores. Pero esta nueva extensión de créditos debería contar con algún nivel de seguridad en el pago, ya sea mediante una super-prioridad respecto de los créditos

<sup>22</sup> BAIRD, Douglas G., Op. Cit. 13, p. 20.

antiguos o, en todo caso, mediante el otorgamiento de garantías por parte de terceros o sobre activos libres del deudor concursado, previa autorización de la Junta de Acreedores.

Así, por ejemplo, el Capítulo 11 del Código de Quiebras norteamericano ofrece alguna forma de asistencia a la administración a cargo del deudor concursado. Específicamente, se indica lo siguiente: "Crucialmente, la administración tiene amplios poderes para obtener nuevos financiamientos, incluyendo el poder, en algunas circunstancias, de otorgar prioridad sobre todos los créditos garantizados."<sup>23</sup> Más aún, la "Sección 364 del Código de Quiebras norteamericano permite a los fiduciarios de las empresas concursadas tomar prestado créditos sin garantías en el curso ordinario de sus negocios, a menos que la corte lo ordene de otra manera. Ello, en razón de que los nuevos acreedores extienden créditos únicamente si ellos tienen seguridad de que serán pagados, en otras palabras, tales préstamos nuevos gozan de una prioridad sobre todos los créditos registrados en el concurso"<sup>24</sup>

Empero, bajo la Ley de Concursos Empresariales, la situación de nuevos créditos explicada anteriormente parece imposible de lograr. Verdaderamente, los artículos 74.5 y 74.6 de la indicada norma prevén que en caso de variación de reestructuración a liquidación, todos los créditos generados luego de la fecha de publicación del concurso, vale indicar, todos los créditos impagos generados durante el periodo de reestructuración, pueden ser reconocidos en el procedimiento de liquidación y dichos acreedores tendrán derecho a participar en las Juntas de Acreedores correspondientes (fuero de atracción de los créditos post concursales al procedimiento concursal liquidatorio). En consecuencia, estos nuevos créditos reconocidos en el procedimiento de liquidación serán pagados en dicho procedimiento, en el orden que le corresponda. Vale indicar que, si fueran créditos bancarios o de proveedores, estos pasarán a ser calificados como de quinto y último rango de pago en la liquidación, ya que estos créditos usualmente no cuentan con garantía alguna. En conclusión, existirán pocas posibilidades de que estos acreedores cobren sus créditos.

Dicho de otra manera, bajo la vigente norma concursal empresarial peruana, si bien existe un procedimiento reorganizativo (reestructuración patrimonial), no existe garantía o mecanismo legal que asegure que los créditos que se concedan bajo este procedimiento serán realmente pagados si el Plan falla y la empresa reestructurada es liquidada. Entonces, no existen incentivos a los acreedores concursales o nuevos acreedores para otorgar nuevos créditos a las empresas insolventes que se encuentran bajo procedimientos de reestructuración, ya que estará latente el riesgo de la liquidación e incobrabilidad de los créditos nuevos.

Si lo dicho tiene algo de certeza, será entonces difícil que los acreedores, bajo la Ley de Concursos Empresariales, aprueben planes de reestructuración, pues justamente uno de los requisitos para ello es que exista un financiamiento (entiéndase capital de trabajo) que permita que la empresa conserve su valor en marcha y genere los flujos necesarios para pagar tanto los créditos nuevos como la parte de los créditos concursales que corresponda de acuerdo al Plan.

Habría que añadir que el otorgamiento de nuevas garantías sobre activos del propio deudor, en respaldo de los nuevos créditos, puede ser cuestionado en un procedimiento de liquidación. En efecto, el artículo 42.1 de la Ley de Concursos Empresariales indica en su acápite tercero que se entienden como "créditos garantizados de tercer orden de prelación de pago" aquellos cuyas garantías hayan sido constituidas con anterioridad a la fecha de publicación del concurso. En consecuencia, si dentro del proceso de reestructuración, y tras la publicación del concurso antes referida, se constituyen garantías en respaldo de, por ejemplo, nuevos créditos de capital de trabajo, y luego la empresa reestructurada ingresa a un procedimiento de liquidación, tal garantía podría no ser reconocida por la autoridad concursal en atención a que justamente se constituyó en forma posterior a la fecha de publicación del concurso.

<sup>23</sup> ARMOUR, John, CHEFFINS, Brian R. y SKEEL, Jr. David A., Op. Cit., p. 1727.

<sup>24</sup> BAIRD, Douglas G., Op. Cit., p. 187 (Traducción).

Más bien, parecería que financiar a empresas que se encuentran en procedimientos de liquidación (en marcha) resulta, bajo el marco de la Ley de Concursos Empresariales, menos riesgoso que financiar a empresas en procedimientos de reestructuración. Ciertamente, primero fue la Resolución No. 0089-2004/SCO-INDECOPI expedida por la Sala Concursal del Tribunal de Defensa de la Competencia y de la Propiedad Intelectual, publicada el 5 de marzo de 2004 en el Diario Oficial "El Peruano", que dispuso que, en los casos de liquidación en marcha y con el objetivo de que dicho esquema cumpla con su finalidad -que los acreedores obtengan un mayor valor de realización de los activos- el fuero de atracción de los créditos post concursales no comprende a aquellos créditos generados por la implementación de la liquidación en marcha, en tanto constituyan gastos necesarios en que debe incurrir el liquidador para llevar a cabo tal modalidad de liquidación. Ahora bien, dicho precedente fue dejado sin efecto por uno nuevo emitido por Resolución No. 0882-2004/TDC-INDECOPI, publicado el 17 de enero de 2005, el cual precisa que no se les aplica el fuero de atracción concursal a aquellos créditos generados con posterioridad a la fecha en que se acuerda o se dispone de oficio la liquidación del patrimonio del deudor y, por lo tanto, considera a los mismos bajo la categoría de "gastos" que deben ser pagados preferentemente con el producto de la realización de los bienes del concursado.

En otras palabras, bajo el concepto de "gastos necesarios", la Resolución de la Sala Concursal objeto de comentario está permitiendo que aquellos créditos que se generen dentro del proceso de liquidación en marcha, lógicamente para mantener en marcha los negocios (créditos laborales, tributarios, proveedores), puedan ser pagados con prioridad a todos los demás créditos, ya que de lo contrario, y de no haberse expedido la indicada Resolución, las liquidaciones en marcha constituirían una utopía de la Ley de Concursos Empresariales. En conclusión, resulta pues sorprendente que existan mejores y claros mecanismos para asegurar el pago de los créditos post concursales en procedimientos de liquidación en marcha y no en reestructuraciones.

Hasta esta parte del artículo se han analizado algunos dispositivos de la vigente Ley de Concursos Empresariales con el propósito de probar si existen elementos que puedan determinar que el sistema concursal empresarial en el Perú es o no de orientación liquidatoria. Lo que se ha descubierto es que la definición legal de viabilidad para el ingreso a un procedimiento concursal, la ausencia de disposiciones relativas al *crim deum potest*, la ausencia y poca claridad de mecanismos que aseguren el pago de créditos post concursales en procedimientos de reestructuración unidos a la claridad para el pago de dichos créditos en liquidaciones en marcha, y las reglas de poderes casi absolutos para los acreedores mayoritarios para cambiar el destino del deudor sin mayor argumento, determinan que el régimen concursal empresarial peruano, aun cuando cuenta con un procedimiento de reestructuración, tiene una orientación en favor de la liquidación.

En la siguiente parte de este artículo se analiza alguna información y estadística para confirmar que, además de los dispositivos legales analizados, el régimen concursal empresarial en el Perú tiene en la práctica un gran prejuicio a favor de la liquidación de las empresas concursadas.

#### 4. Análisis de alguna información concursal

Como es conocido, el Instituto Nacional de Defensa de la Competencia y de la Protección de la Propiedad Intelectual (INDECOPI), como autoridad administrativa concursal, procesa gran parte de la información de todos los procedimientos concursales y publica con periodicidad determinada información sobre los indicados procedimientos. Así, uno puede encontrar en la página web del INDECOPI, el número total de empresas acogidas al sistema concursal desde el año 1993 hasta febrero de 2005.<sup>25</sup> Esta data muestra que, en el periodo antes mencionado, el total de empresas acogidas al sistema concursal peruano es de 7788.

<sup>25</sup> La información en referencia se encuentra al final de este artículo como la Figura 2, también disponible en: <http://www.indecoi.gob.pe/boletin/Español/InicioCont.asp?nd=6&id=1>.

Sin embargo, recordemos que la Ley de Concursos Empresariales entró en vigencia en octubre del año 2002, lo que significa que para intentar probar el sustento de este artículo se debe en primer lugar descartar a todas las empresas acogidas antes de la vigencia de la Ley en mención. Así, considerando a todas las empresas acogidas durante los años 2003, 2004 y 2005 (enero y febrero) el número se reduce a 1,074 empresas. Si, adicionalmente, se supone que durante los meses de octubre a diciembre del año 2002 las empresas acogidas fueron de 231 (equivalente a un tercio del total de empresas acogidas al sistema concursal durante el año 2002), podría concluirse que las empresas acogidas bajo la vigencia de la Ley General del Sistema Concursal ascienden a aproximadamente 1305. Pero puede notarse en la **Figura 2** que desde la entrada en vigencia de la citada Ley, el número de empresas acogidas o sometidas al sistema concursal ha decrecido considerablemente entre los años 2003 y 2004, es decir, en los años inmediatos a la entrada en vigencia de la norma; ello, comparado con el número de los 5 años anteriores (1998-2002). Adicionalmente, no se puede precisar si bajo la denominación de "empresas acogidas al concurso" el INDECOPI considera también a personas naturales pues, de descartar a estas, el número de empresas disminuiría aún más.

Ahora bien, puede haber una serie de factores que influyen en esta reducción. Desde el punto de vista económico, la crisis y recesión en el Perú han decrecido en los últimos años y ello no puede negarse. En efecto, la tasa de crecimiento del Producto Bruto Interno en el Perú pasó de ser 0.3% en el año 2001 a 4.9% en el año 2002.<sup>26</sup> Este factor, sin lugar a dudas, debe haber ayudado a superar las crisis empresariales y, por tanto, la necesidad de uso del sistema concursal empresarial; sin embargo, desde una perspectiva legal es complejo hacer una medición precisa sobre la relación entre el crecimiento de la economía del Perú y la reducción de los procesos concursales.

Pero el factor económico tampoco podría ser el único que ha generado esta reducción de empresas acogidas al sistema concursal. Quizás la vigencia de la Ley de Concursos Empresariales sí importa. Más aún, la orientación liquidatoria de la mencionada norma importa definitivamente. Probablemente los deudores y acreedores están ajustando sus comportamientos y decisiones respecto al uso de la Ley de Concursos Empresariales, como mecanismo legal para ayudar a solucionar las insolvencias y crisis empresariales, debido justamente a la nueva Ley y su orientación a favor de las liquidaciones. Entonces, serán los acreedores y el deudor quienes podrían preferir usar otros mecanismos de solución, como por ejemplo la negociación privada (extra concurso), la búsqueda de socios estratégicos que aporten al negocio y permitan asumir los créditos, la constitución de patrimonios autónomos (fideicomisos), emisión de bonos u otros instrumentos financieros o, finalmente, la venta del negocio a un grupo de inversión solvente.

Por una parte, como se argumentó anteriormente, los acreedores en ocasiones no se encuentran preparados para soportar las pérdidas de sus créditos (totales o parciales) por la insolvencia de sus deudores y, por otra parte, tampoco están dispuestos a asumir los costos que demanda un procedimiento concursal (nombramiento de administradores, liquidadores, en valuaciones técnicas, supervisiones, contratación de auditores, gastos legales, tasas administrativas, financiamiento de capital de trabajo, pago de créditos laborales, etc.). Por tal motivo, los acreedores prefieren algunas veces no someter a sus deudores a procedimientos concursales, aunque en teoría ello sea el camino legal lógico a seguir, y menos entonces a sistemas concursales de índole liquidatoria.

Otras veces, ocurre también que los acreedores –como, por ejemplo, los proveedores de bienes o servicios– no cuentan con una cartera de deudores diversificada y, por tanto, la liquidación de su principal deudor puede conllevar la quiebra del propio acreedor (efecto "cadena" o "dominó").

En este sentido, con la Ley de Concursos Empresariales, los acreedores posiblemente solo someterán a sus deudores o principales deudores a dicha norma cuando se encuentren preparados

<sup>26</sup> Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI), *El Perú en Números – Reporte Mensual, Enero 2004*, p. 156.

para asumir la pérdida total o parcial de su crédito y los costos que les genere el proceso concursal de su deudor bajo un régimen de liquidación. En otras palabras, los acreedores utilizarán los procedimientos concursales cuando el beneficio para ellos de llevar a su deudor a un régimen concursal de orientación liquidatoria resulte mayor que el de no llevarlo.

Por otra parte, es bien conocido que los deudores siempre esperan hasta el último momento para aceptar su crisis y acogerse a un procedimiento concursal, por lo que bajo un régimen concursal de orientación liquidatoria como el peruano, las posibilidades de que no se acojan deben ir en aumento, pues reconocen el alto riesgo de que sean liquidados, aun cuando crean que en teoría son empresas viables.

De esta forma, queda claro que existen incentivos para que tanto acreedores como deudores reflexionen sobre la posibilidad de usar una norma con carácter liquidatorio; en consecuencia, ello puede también influir en la reducción de los procesos bajo la Ley de Concursos Empresariales.

En adición, si lo dicho es cierto, los concursos empresariales al amparo de la Ley de Concursos Empresariales deberían ser iniciados en su mayoría por acreedores y no por deudores. Las Figuras 3 y 4 confirman tal tendencia.

Por un lado, la Figura 3 muestra que en el año 2003, el 45% del total de procedimientos concursales fue iniciado por deudores mientras que el 55% fue iniciado por acreedores. En el año 2004, solo el 35% de los procedimientos concursales fue iniciado a solicitud del propio deudor, mientras que el porcentaje de procesos iniciados por el acreedor se incrementó a 65%. Finalmente, en lo que va del año 2005 (enero y febrero), únicamente el 13% de los procedimientos concursales fue iniciado a solicitud del deudor, mientras que el 87% de los mismos se han iniciado por pedido de los acreedores.

Por otro lado, la Figura 4 ilustra que el 69% del total de los acuerdos de los acreedores relativos al destino del deudor concursado son liquidaciones, mientras que el 31% de dichos acuerdos son reestructuraciones. Este patrón se repite exactamente entre los periodos de enero de 2003 a marzo de 2004 y de enero de 2004 a febrero de 2005. Es cierto que este patrón ya se repetía en los concursos del año 1993 al 2000; incluso el promedio de las liquidaciones entre el año 1993 y el 2000 fue de 75% respecto del total de los casos, según informe del INDECOPI. En todo caso, la Ley de Concursos Empresariales no ha hecho sino crear un régimen propicio para que dicha tendencia liquidatoria se mantenga. Lamentablemente no se cuenta con información respecto de aquellos acuerdos de "cambio de destino" del deudor concursado de reestructuración a liquidación y viceversa, pero seguramente la tendencia será que existen más casos en los que la reestructuración es variada a liquidación, ya que según, los antecedentes, desde el año 1993 al 2000 aproximadamente el 25% de las reestructuraciones varió a liquidaciones.

He demostrado hasta aquí que no solamente la Ley de Concursos Empresariales es en su regulación de orientación liquidatoria, sino que dicha orientación se demuestra también en la realidad. Sin embargo, es cierto que esta tendencia a preferir la liquidación a las reestructuraciones es histórica. Empero, desde la entrada en vigencia de dicha Ley se aprecia que; primero, existe una notable reducción de las empresas sometidas a concurso; segundo, que son los acreedores quienes solicitan en la mayoría de casos el sometimiento del deudor a concurso; y, tercero, que la mayor cantidad de decisiones respecto del destino del deudor continúan siendo las liquidaciones y esto último bajo un régimen concursal donde los caminos parecen no dejar otra alternativa.

Entonces, la creación de un sistema concursal empresarial de orientación liquidatoria puede generar, a su vez, un régimen reorganizativo paralelo y fuera de concurso. Pareciera que el legislador prefirió que exista un claro régimen de liquidación de empresas deudoras y que sean los acreedores claves y el deudor quienes negocien y decidan reestructurar fuera del marco concursal.

La siguiente parte de este artículo explora la relación que puede existir entre un régimen concursal liquidatorio, como el de la Ley de Concursos Empresariales, y los gobiernos corporativos de los deudores.

#### IV. UN BREVE ALCANCE DE LA ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO DE LAS EMPRESAS PERUANAS

Este artículo sugiere que quizás el régimen concursal peruano es de orientación liquidatoria desde que las estructuras de deuda y patrimonio sí importan. En este sentido, la estructura patrimonial y de pasivos de las empresas es brevemente analizada seguidamente.

##### 1. Estructura de propiedad accionaria en las empresas peruanas

Mientras las empresas con accionarios difundidos y sin o con escasos accionistas controladores son la norma en los Estados Unidos de América y en el Reino Unido, las empresas con fuerte accionariado concentrado y grandes grupos controladores representan la regla en casi todo el resto del mundo, tal como en Alemania, Japón y más aún en los países en vías de desarrollo.<sup>27</sup> Así, algunos académicos afirman que los países de América Latina (como Perú) tienen empresas con estructuras concentradas de propiedad.<sup>28</sup> Al respecto, cierta información podría confirmar este patrón en las empresas peruanas, al menos en varias de las empresas peruanas más importantes, patrón que se repite también en empresas medianas y pequeñas.<sup>29</sup> Consecuentemente, el sector empresarial peruano estaría basado principalmente en empresas de accionariado concentrado y es probable que casi todas las empresas del Perú cuenten con estructuras patrimoniales o de capital concentradas y controladas por grupos de familias o individuos adinerados, o por grupos nacionales o extranjeros de inversionistas. Esta información puede revelar que las empresas peruanas no financian a menudo sus actividades mediante la emisión de acciones al público.

Así, ¿cómo pueden las estructuras de propiedad concentrada de las empresas peruanas justificar la existencia de un régimen concursal con orientación liquidatoria en el Perú, en vez de un régimen basado en la reorganización? De acuerdo con Armour, Cheffins y Skeel, un régimen concursal basado en el desplazamiento de la administración (régimen de orientación liquidatoria) se alinea con un régimen de gobierno corporativo donde prevalece la concentración de propiedad accionaria, tal como se ha probado en Alemania y Japón.<sup>30</sup>

<sup>27</sup> DANIELS, Ronald J. y JACOBUCCI, Edward, *Some of the Causes and Consequences of Corporate Ownership Concentration in Canada*. En: MORCK, Randall K., *Concentrated Corporate Ownership*, University of Chicago Press, 2000, p. 81. En: *Materiales de Lectura del Curso de Finanzas Corporativas*, Capítulo IX, Faculty of Law of the University of Toronto, 2003, pp. IX-28.

<sup>28</sup> SHLEIFER, Andrei y VISHNY, Robert W., p. 738. Estos académicos explican que: "[I]n the most of the rest of the world, including most of Europe (e.g., Italy, Finland, and Sweden), as well as Latin America, East Asia, and Africa, corporations typically have controlling owners, who are often founders of their offspring." (Resaltado por el autor de este artículo).

<sup>29</sup> JIMÉNEZ CHOCANO, José, Op. Cit. IX, pp. 76-98. En dicho artículo, el autor ha explicado que es difícil encontrar información pública relevante a la estructura accionaria del capital social de las empresas peruanas por los motivos que allí se describen. Sin embargo, se encontró alguna información relativa al ranking de las primeras 2500 empresas en el Perú en el año 1999 expedida por la CONASEV, efectuándose un corto análisis de las primeras 30 compañías. El resultado fue que la mayoría de las empresas peruanas analizadas y que al año 1999 eran las tope, tenían concentración de propiedad en su accionariado, y solo algunas empresas eran una serie de compañías "semi-difundidas" en su estructura de capital, hechos que al final significaban que un accionista típico que controle la empresa (51% de las acciones con derecho a voto) resultaba claro en todas las empresas analizadas, al menos al primer nivel de propiedad (visible). Respecto a este último tema, es importante mencionar que dicha información no reveló la estructura accionaria al nivel final de propiedad. En efecto, la información analizada únicamente muestra la concentración de propiedad accionaria al primer nivel, aun cuando se reconoce que al nivel final los propietarios podrían ser empresas con accionariado semi-difundido o difundido. Pero se reitera, lo que se encontró es que al primer nivel el accionariado de las empresas peruanas presenta concentración de propiedad evidente. Información sobre las empresas disponible en: [www.conasev.gob.pe](http://www.conasev.gob.pe).

<sup>30</sup> ARMOUR, John, CHEFFINS, Brian R. y SKEEL, Jr. David A., Op. Cit. 2, p. 1701.

Sin embargo, los gobiernos corporativos de Japón y Alemania no son como los peruanos. En efecto, especialmente en Alemania los bancos juegan un rol prominente como accionistas de las empresas en la que a su vez son acreedores.<sup>21</sup>

Por el contrario, en el Perú los bancos no mantienen un significativo y activo rol en los gobiernos corporativos como accionistas, sino básicamente mantienen su papel de acreedores. La **Tabla 1** confirma este hecho. Como ha sido señalado anteriormente, la mayoría de accionistas controladores en empresas peruanas no son bancos, sino son familias adineradas o inversionistas internacionales. Esta situación significa que usualmente los administradores de las empresas peruanas son nombrados por el mismo grupo de accionistas controladores, y en muchas ocasiones, son elegidas personas del mismo grupo familiar.

En este escenario, los problemas comunes de la teoría de los gobiernos corporativos que eventualmente podrían presentarse en las empresas peruanas estarían relacionados con el *rent seeking*, en virtud del cual los beneficios privados del control se transfieren a los grupos familiares que controlan la empresa, y en consecuencia, los accionistas minoritarios serían vulnerables a este tipo de actos.<sup>22</sup> Pero bajo dicho supuesto, no solo los accionistas minoritarios serían los afectados con el problema del *rent seeking*, sino también los acreedores, y por ello aparecen lo que denominaremos "costos de gerencia" de deuda. En efecto, el grupo de control (administradores-accionistas) puede tomar acciones que son calculadas en beneficio de ellos a expensas de los acreedores.

Sin embargo, los académicos a los que nos hemos referido anteriormente, reconocen también que la relación entre el régimen concursal empresarial y los gobiernos corporativos no puede ser explicado únicamente con el entendimiento de las estructuras patrimoniales de la empresa. Vale indicar que para entender el rol que juega un régimen concursal empresarial en los gobiernos corporativos de las empresas, no es suficiente haber efectuado un estudio sobre si el accionariado es uno concentrado y controlado por un único grupo o no.

De hecho, los académicos mencionados sustentan que para comprender la relación entre el gobierno corporativo y el sistema concursal empresarial, se requiere examinar el rol que juegan las estructuras de deuda, en razón de que justamente los concursos empresariales, desde un punto de vista económico, son primordialmente útiles para los acreedores y no para los accionistas de las empresas, especialmente, puede añadirse, si el régimen concursal empresarial es de orientación liquidatoria.

Así, asumimos esta aproximación económica, y en consecuencia, si la Ley de Concursos Empresariales es un instrumento de protección del crédito, debe examinarse la estructura de las deudas en las empresas peruanas.

## 2. Estructuras de deudas en las empresas peruanas

Es obvio que el Perú no tiene un mercado de capital desarrollado y que tampoco este representa el mecanismo usual y común de las empresas para conseguir sus recursos. Es decir, las empresas peruanas usualmente no emiten acciones para levantar recursos del mercado, entre otras razones porque la liquidez del mercado no se encuentra allí, sino en el sistema financiero, y debido a que los accionistas controladores no quieren perder el control sobre la compañía vía la emisión y venta de acciones al público.

Es tal sentido, presumo empíricamente que los créditos bancarios y de otras entidades financieras deberían constituir la principal y más grande fuente de recursos de financiamiento externo del común

<sup>21</sup> SKEEL, Jr., David A., Op. Cit. 5, p. 1337.

<sup>22</sup> ARMOUR, John, CHEFFINS, Brian R. y SKEEL, Jr. David A., Op. Cit. 2, p. 1732.

de las empresas peruanas. Si la presunción antes indicada es cierta, será importante indicar que el financiamiento vía deuda en el Perú por modalidad será concentrado y no disperso.<sup>20</sup>

Es conocido también que el mercado peruano de bonos no es desarrollado, inclusive cuando inversionistas institucionales -como fondos mutuos y entidades privadas de administración de pensiones- se encuentran autorizados a invertir en esta clase de títulos. Entonces, los créditos bancarios y de otras entidades financieras, bajo cualquier modalidad, representan la más significativa fuente de recursos externos de financiamiento de las empresas peruanas. Más aún, en el sistema financiero peruano también existe una concentración de entidades. Solamente, catorce entidades financieras están autorizadas para ejecutar todo tipo de operaciones financieras (bancos). Adicionalmente, solo tres de esos catorce bancos concentran casi el 70% del total de colocaciones.<sup>21</sup>

Ahora bien, si es correcta la hipótesis de que los créditos bancarios representan una de las principales fuentes externas de financiamiento vía deuda, entonces serán los acreedores bancarios uno de los principales grupos de acreedores con mayor importe de créditos registrados en los procedimientos concursales empresariales. Si bien no se cuenta con información actualizada por parte de la autoridad concursal, a mayo del año 2000 los créditos bancarios representaban el 32% del total de créditos (por importe) reconocidos en los procedimientos concursales de insolvencia (hoy denominados procedimientos concursales ordinarios).<sup>22</sup>

Como lo indicó el INDECOPI: "la acreencia financiera es la acreencia reconocida a favor de las entidades bancarias y es sin duda la más importante dentro de las junta de acreedores (...)". El grupo que sigue a los bancos está constituido por los proveedores, con un 30% del total de montos reconocidos, y en tercer lugar, los créditos tributarios con un 14%. Finalmente, los acreedores laborales tan solo representaban el 8% del total de créditos reconocidos. Si bien esta información no es actual, ya el año 2000 resultaba claro que las entidades bancarias eran el más grande grupo de acreedores, probablemente por haber sido el principal grupo de proveedores de financiamiento externo de las empresas peruanas.<sup>23</sup>

Otro punto importante a determinar sería si los créditos bancarios son usualmente reconocidos como acreedores garantizados, ello para confirmar si se produce el incentivo de estos acreedores para liquidar las empresas. Desdichadamente no se ha podido encontrar esa información, pero en la práctica como asesor concursal empresarial, resulta extraño encontrar créditos bancarios que no se encuentren al menos parcialmente respaldados por garantías reales o personales ya sea del propio deudor o de terceros, pues ello obedece usualmente a políticas crediticias reguladas y supervisadas por la autoridad competente.

No obstante, he mostrado evidencias de que los créditos bancarios representan una importante fuente externa de recursos para las empresas peruanas, definitivamente más importante que la obtención de recursos vía bonos o emisión y colocación pública de acciones. Es más, de la información analizada se desprende que las empresas insolventes, los empresarios peruanos, además de financiar sus actividades vía créditos bancarios, también lo hacen vía créditos de sus proveedores.

Según lo expuesto y de acuerdo con la clasificación de la teoría del profesor Skeel, se

<sup>20</sup> ARMOUR, John, CHEFFINS, Brian R. y SKEEL, Jr. David A., *Op. Cit.*, p. 1702. De acuerdo con Armour, Cheffins y Skeel la deuda financiera es concentrada cuando las empresas se prestan de los bancos o de un sindicato de bancos, o es deuda dispersa cuando las empresas emiten bonos u obligaciones que son públicamente comercializados.

<sup>21</sup> Ver **Tabla 2**.

<sup>22</sup> Área de Estudios Económicos del INDECOPI, *Perfeccionamiento del Sistema de Reestructuración Patrimonial: Diagnóstico de una Déficit*, Documento de Trabajo No. 008-2000, Agosto del 2000, Lima, pp. 130 y 131.

<sup>23</sup> *Ibidem*.

concluye que las empresas peruanas tienen la estructura concentrada de deuda en pocas modalidades y en pocos acreedores. Ciertamente se concentra la deuda de las empresas bajo la modalidad de créditos bancarios. Asimismo, se ha explicado que no solo existe concentración de este tipo de deuda en gran cantidad de empresas, sino que esta se presenta en un reducido número de acreedores bancarios, pues el sistema financiero peruano está conformado por pocos bancos que concentran gran cantidad de créditos otorgados.

## V. LA RELACIÓN ENTRE EL RÉGIMEN CONCURSAL PERUANO DE ORIENTACIÓN LIQUIDATORIA Y LA ESTRUCTURA DE PROPIEDAD Y DE DEUDA EN LAS EMPRESAS PERUANAS

De esta manera, se ha intentado demostrar que las empresas peruanas tienen estructuras concentradas de propiedad accionaria y estructuras concentradas de deuda. Adicionalmente, se ha tratado de determinar que la orientación del régimen concursal empresarial peruano es a favor de las liquidaciones. Así ¿cómo pueden estos hechos y situaciones estar relacionados? ¿puede el régimen concursal empresarial peruano y su orientación ser explicado ante la existencia de un gobierno corporativo basado en estructuras de capital y de deuda concentradas?

### 1. ¿Genera la concentración de propiedad en el capital de las empresas usualmente estructuras de deuda concentradas en estas o viceversa?

Es interesante mencionar que existe una afinidad entre las estructuras de concentración de propiedad en el capital y las estructuras concentradas de deuda en las empresas, lo que Armour, Cheffins y Skeel denominan en inglés *Concentrated Equity/Concentrated Debt* (Concentración patrimonial/Concentración de deuda). De hecho Skeel ha demostrado que existe una tendencia en las empresas que tienen concentración de propiedad en su capital a tener un número pequeño de tenedores de deuda o acreedores.<sup>37</sup> La explicación de este patrón, desde el punto de vista de la teoría de los gobiernos corporativos, es como sigue: los accionistas en empresas con accionariado concentrado controlan también la administración de estas, y en consecuencia, existe una adecuada coordinación entre la propiedad concentrada y el control de la administración de la empresa, lo que implica una reducción o eliminación de los costos de agencia o de gerencia (*agency costs*) de la administración.

Empero, la situación anteriormente explicada puede afectar a los accionistas minoritarios (si hubiere), así como a los acreedores. Conforme se ha explicado anteriormente, los problemas que se presentan entre los accionistas controladores-administración y los acreedores se denominan "costos de agencia o de gerencia financiera o por deuda" (*financial agency costs*), debido a que los accionistas controladores y concentrados pueden expropiar el valor de las empresas a los acreedores, incrementando para ello el riesgo de insolvencia de la empresa o tomando acciones que beneficiarán a los accionistas-administradores a costa de los acreedores.<sup>38</sup> En este contexto, parecería que en el mercado empresarial se juntan los propietarios de deuda en empresas con accionariado concentrados, como respuesta de poder y control sobre aquel de los accionistas-administradores.

La explicación referida también podría estar dada en sentido contrario. Vale indicar que en los mercados donde el financiamiento externo está en manos de pocos titulares de deuda, los propietarios de las empresas reaccionan ante esta limitación financiera manteniendo sus accionariado concentrados y controlando la administración. Entonces, puede concluirse que existe deuda concentrada en empresas como una respuesta a la concentración de propiedad en el accionariado o viceversa.

<sup>37</sup> ARMOUR, John, CHEFFINS, Brian R. y SKEEL, Jr. David A., Op. Cit., p. 1763.

<sup>38</sup> *Ibidem*.

Cualquiera que fuera la explicación, es decir, si los accionarios concentrados generan estructuras de deuda concentrada o viceversa, lo concreto es que esta situación no solo ocurre en el Perú, como se ha demostrado, sino que también acontece en Alemania, Japón e Italia, así como en la mayoría de países de América Latina. Esto significa que la estructura concentrada en la relación capital-deuda se presenta de manera similar en todos estos países.

Ahora bien, si la concentración de propiedad en el accionariado de las empresas puede expropiar los recursos de los acreedores, quizás la concentración de deuda, desde la perspectiva de los acreedores, puede presentarse como una respuesta para monitorear y prevenir tal comportamiento con bajos costos al ser justamente pocos acreedores, y evitar el denominado problema del *free-rider*.<sup>39</sup> Así, para las empresas con estructuras de accionariado concentrado, como en el Perú, la concentración de deuda puede afrontar de manera eficiente los problemas de costos de agencia de deuda, lo que sería problemático afrontar en caso que la deuda fuera dispersa o difusa.<sup>40</sup>

Lo que se quiere argumentar entonces, es que al igual que las empresas de accionariado difundido afrontan diversos problemas por la dispersión de los intereses de sus varios (cientos o miles) accionistas, las empresas con accionariado concentrado podrían replicar iguales problemas, en el supuesto que sus acreedores fueran dispersos. Pero también es cierto que si el accionariado fuera difundido y la deuda concentrada, existen muchas posibilidades de que los acreedores controlen y trasladen a su favor, de alguna u otra manera, el libre flujo de caja de la empresa en perjuicio de los accionistas dispersos. Por ello también podría interpretarse que, para evitar ese problema, las empresas de países con concentración de acreedores se organizan como empresas con accionarios concentrados y controladores de la administración.

Sin embargo, hasta esta parte del artículo no se menciona la relación que tiene esta estructura capital-deuda concentrada con el régimen concursal de orientación liquidatoria, hecho que se explica en los siguientes numerales.

## 2. Cuando los acreedores de deuda concentrada utilizan un régimen concursal empresarial de orientación liquidatoria como una disciplina empresarial (*ex ante*)

Quizás el cumplimiento de los derechos y las normas en un país también son relevantes en este tema. En efecto, países con sistemas judiciales ineficientes y complejos sistemas legales y judiciales para hacer cumplir los derechos y normas que protegen a los accionistas y acreedores permiten o determinan que las empresas prefieran tener concentración en sus relaciones accionistas-administración y acreedores, dado que el actuar como bloques de deuda o acciones resulta menos costoso y más eficiente que actuar individualmente y de manera dispersa, unos contra otros, vía poderes judiciales poco efectivos.

Schleifer y Vishny precisan que la efectividad de los grandes acreedores, como los bancos, depende de los derechos que posean, tal como jugar un rol dominante en el financiamiento de las empresas, recurriendo únicamente a las cortes para ejecutar sus garantías y en general, solo si estos operan en un ambiente legal favorable a ellos y no al deudor o a sus accionistas. Esto significa que el sistema jurídico en general debe estar destinado a proteger y asegurar de mejor manera el retorno de los créditos de los acreedores, antes que los derechos de los accionistas.<sup>41</sup>

Trasladando esto al régimen concursal, los acreedores querrán contar con un sistema que esté orientado a los acreedores, lo cual resulta lógico atendiendo a que el fin de este régimen es la protección del crédito, vale indicar, la protección de los derechos de los acreedores. Dicho de otra

<sup>39</sup> *Ibidem*.

<sup>40</sup> *Ibid.*, p. 1770.

<sup>41</sup> SCHLEIFER, Andrei y VISHNY, Robert W., *Op. Cit.*, pp. 757 y 758.

manera, la concentración de acreedores en empresas necesitará un régimen concursal empresarial de orientación liquidatoria, con la finalidad de advertir (*ex-ante*) a los administradores-accionistas que, si incumplen con sus obligaciones, serán sometidos a un régimen de concursos empresariales por medio del cual serán desplazados, el mismo que sí se puede hacer cumplir y respetar.

De hecho, el grupo de control del accionariado y de la administración debe reconocer (*ex-ante*) que si ellos fallan en el cumplimiento del pago de los créditos, los acreedores, especialmente el grupo concentrado o clave de ellos, podrán desplazarlos vía la utilización de un concurso empresarial, siendo por tanto el valor de retorno de la inversión capital (acciones) igual a "cero". En otras palabras, bajo un régimen concursal empresarial liquidatorio existirían mínimas posibilidades de que los accionistas recuperen algo de sus inversiones y de que los administradores no sean desplazados.

En contraste, si empresas con estructuras concentradas de accionariado operasen bajo regímenes concursales empresariales orientados enteramente a la reorganización, los administradores-accionistas contarían con el incentivo perverso de perseguir estrategias excesivamente riesgosas que puedan llevar a la empresa a su insolvencia, desde que los accionistas-administradores, lejos de ser castigados por sus acreedores con el desplazamiento y la liquidación: a) en el supuesto que el proyecto riesgoso sea exitoso serían recompensados con la reorganización y recibirían en exclusiva los beneficios; o, b) en caso el proyecto fracasase, compartirían o cargarían las pérdidas de este a sus acreedores. Adicionalmente, esta situación será peor si el régimen concursal empresarial permite la continuación o permanencia de administraciones ineficientes y otorga a los accionistas la esperanza de recuperar sus inversiones al final de una reorganización.

Por ello, se ha dicho que el régimen concursal empresarial opera en países como el Perú, donde se presentan estructuras de deuda y capital concentradas, como un instrumento de disciplina de la administración del deudor y, por tanto, como un incentivo *ex-ante* para moderar el comportamiento no solo de la administración sino también de los accionistas controladores de esta. Dicho de otra forma, para acreedores en grupo, un régimen concursal empresarial orientado a la liquidación se constituye en un importante instrumento de control y moderación de concentrados grupos accionariados.

Entonces, si la Ley de Concursos Empresariales en el Perú opera como una herramienta de disciplina empresarial, quizás esa función es una de las justificaciones de la disminución de los concursos empresariales desde que la indicada norma entró en vigencia, y en especial, de la reducción de procedimientos concursales iniciados por los propios deudores.<sup>42</sup>

Tal vez, los administradores-accionistas están teniendo que ajustar su comportamiento y estén mirando a otras alternativas a fin de evitar caer en dichos procedimientos, como por ejemplo, buscar reorganizaciones privadas, o cambiar su financiamiento bancario por fondos de inversión o inversionistas, a costa de perder el control de la empresa y/o parte de las utilidades del negocio.

Finalmente, el hecho que un sistema concursal sea liquidatorio no significa (como en el Perú) que los acreedores y la ley permitan sin mayor sustento, liquidaciones forzadas de empresas que, bajo la teoría de Jensen, sí son viables por la estructura de sus finanzas corporativas.

### 3. Cuando los acreedores de deuda concentrada utilizan realmente el régimen concursal empresarial de orientación liquidatoria (*ex-post*)

#### 3.1. Cuando las empresas insolventes mantienen una "mala o ineficiente administración"

<sup>42</sup> Ver Figura 1. En los años 2002 y 2003, cuando la Ley de Concursos Empresariales ya estaba en vigencia, el número de las empresas sometidas a concursos empresariales decreció significativamente.

Si el sistema concursal liquidatorio no funciona como herramienta disciplinaria, y los administradores-accionistas incumplen los pagos a sus acreedores por razones de una "mala o ineficiente administración", por la toma de proyectos altamente riesgosos y por presentarse problemas de expropiación de fondos, ¿utilizarán realmente los acreedores la herramienta concursal para proteger sus créditos y sancionar al grupo de administradores-accionistas?

Ciertamente, el régimen concursal en este sentido debería responder de manera eficiente para los acreedores. De hecho, estos pueden usar el régimen concursal empresarial en las modalidades de reestructuración o liquidación.

Liquidarán a la empresa insolvente, en teoría, si es que el valor en marcha está por debajo del valor de realización de los activos del deudor y si –conforme se explicó anteriormente– los acreedores cuentan con patrimonios preparados para asumir, si fuera el caso, la pérdida parcial o total de su crédito en el procedimiento concursal. El uso del régimen concursal liquidatorio por parte de los acreedores en la situación antes indicada, será entonces la mejor forma de proteger los créditos y maximizar el retorno de los mismos de manera colectiva. Queda claro que la sanción por la mala o ineficiente administración, en este caso, será que los administradores-accionistas queden totalmente desplazados, pues el liquidador designado reemplazará a la totalidad de la administración y los accionistas solo tendrán derecho a recibir el remanente de la liquidación, si lo hubiere, lo que como se sabe usualmente no sucede.<sup>43</sup>

Si lo indicado es verdadero, en los países con un régimen concursal empresarial liquidatorio tendrían que ser los acreedores quienes deberían iniciar el mayor número de procedimientos concursales, pues los deudores saben que ingresar a un régimen concursal de orientación liquidatoria puede ser su final. Tal como se indicó en forma precedente, la **Figura 3** confirma este hecho desde la vigencia de la Ley de Concursos Empresariales. Recapitulando, en el año 2003, el 55% del total de procedimientos concursales fue iniciado por acreedores, en el 2004, el 65% y finalmente en el 2005 (enero y febrero), el porcentaje es ya de 87%.

También se ha explicado que la liquidación es la alternativa que prefieren acordar los acreedores en el Perú. Esto significa entonces, que en el Perú los acreedores sí usan el régimen concursal de la Ley de Concursos Empresariales como mecanismo de protección de sus créditos y deciden, en la mayoría de los casos, por la liquidación como mecanismo de maximización del retorno de los mismos en forma colectiva. Empero, debe advertirse que las cifras analizadas no contemplan si el uso del régimen concursal empresarial liquidatorio obedece o no a una ineficiente administración de los negocios de los deudores, pero en todo caso, se colige que los efectos de sancionarlo se producen vía la utilización del procedimiento concursal liquidatorio.

Con todo, la otra opción es que el valor en marcha de la empresa sometida a concurso por sus acreedores sea alto, o que estos no se encuentran preparados para soportar las eventuales pérdidas de sus créditos en la liquidación (como se explicó en el numeral III.1.) (ver Empresa "A" de la **Figura 1**). Así, los acreedores deberían preferir reorganizar o reestructurar a la empresa insolvente como la mejor modalidad para maximizar el retorno de sus créditos, para lo cual probablemente desplazarán y cambiarán a la "mala administración" que falló frente a ellos. En el fondo, desplazarla o establecer mecanismos de administración mixta significa que el grupo concentrado de acreedores tiene herramientas legales para sancionar al grupo administrador-accionistas controlador.

Aquí es importante indicar que de acuerdo al artículo 61.1 b) de la Ley de Concursos Empresariales, los acreedores tienen el derecho absoluto de reorganizar y cambiar totalmente a la empresa deudora o de crear un régimen de administración mixta, donde, por ejemplo, se pueda rescatar a las gerencias comerciales o productivas que conocen y dan valor a la empresa, reemplazar

<sup>43</sup> Ley de Concursos Empresariales, artículos 75, 82 c) y 88.30.

a otras gerencias para un uso y control eficientes de los recursos, o finalmente implementar un directorio donde se incorporen personas que representen los intereses de los acreedores.

Adicionalmente, es relevante que, bajo una reestructuración patrimonial, la Ley de Concursos Empresariales dispone que la competencia de la Junta de Accionistas queda en suspenso y que las funciones que desempeña tal órgano social son asumidas por la Junta de Acreedores.<sup>44</sup> En otras palabras, bajo un régimen de reestructuración se puede producir el desapoderamiento total del grupo administrador-accionistas, al tener los acreedores el poder de variar totalmente la administración, controlarla vía un régimen de administración mixta y quitarle toda competencia a la Junta de Accionistas.

Es cierto que bajo el procedimiento de reestructuración de la Ley de Concursos Empresariales, todos los derechos que correspondían al grupo administrador-accionistas son susceptibles de ser ejercidos por los acreedores y por la administración que estos designen, ejercicio que durará hasta que los créditos del concurso se extingan totalmente.<sup>45</sup> Obviamente, los accionistas retendrán los derechos residuales de la compañía, hasta que todos los créditos concursales se hayan pagado, vale indicar, que cualquier beneficio que correspondía a los accionistas controladores se subordina a la extinción de todos los créditos del concurso.

Finalmente, el otro derecho que queda a los accionistas se da en el supuesto de producirse una capitalización de créditos por acuerdo de la Junta de Acreedores, en cuyo caso los accionistas tendrán el derecho de suscripción preferente, el cual podrán ejercer pagando los créditos que les correspondan para que su participación en el capital social no se vea disminuida.

Este régimen de reestructuración, bajo los parámetros de la teoría de Skeel, aunque reorganizativo, es considerado como liquidatorio, en atención a que los derechos de los administradores-accionistas son desplazados.

Ahora bien, debe recordarse que la Ley de Concursos Empresariales establece en forma obligatoria al momento de abrir el concurso, cuando una empresa es viable y cuando no, aun cuando el procedimiento concursal sea iniciado por los acreedores. En ese sentido, cabe preguntarse qué ocurrirá cuando el valor en marcha de la empresa sea superior al valor de realización de sus activos y los acreedores quieran reestructurarla, ¿legalmente la empresa tiene que ser liquidada porque sus pérdidas superan al capital social pagado?

Como ya se explicó, una solución sería que los acreedores busquen conjuntamente con el deudor mecanismos de reestructuración fuera del marco de la Ley de Concursos Empresariales. Sin embargo, esta opción sería buena para malas o ineficientes administraciones, ya que lejos de desplazar a los administradores-accionistas, se les estaría manteniendo en el poder, a menos que los acreedores obliguen vía negociación la salida de determinados gerentes o directores, tema que de por sí resulta difícil cuando se trata de empresas con grupos familiares.

Otra alternativa sería iniciar el procedimiento concursal liquidatorio y después variar el destino de la empresa deudora a una reestructuración. Recordemos que para efectuar tal variación de destino, los artículos 50.6 y 91.2 de la Ley de Concursos Empresariales obligan a revertir de que las pérdidas sean mayores al capital social pagado, lo que podría ocurrir mediante la reducción del capital social a fin de reestablecer el equilibrio patrimonial y luego -si fuera necesario- capitalizar créditos para tener un capital positivo.

Pero si bien ello es posible, también se ha explicado que esta solución es complicada y costosa. Por un lado, las empresas que son declaradas en liquidación -declaración que es publicada-

<sup>44</sup> Artículo 63, de la Ley de Concursos Empresariales.

<sup>45</sup> *Ibid.*, artículo 71.

sufren los efectos de un mercado (proveedores, clientes y competidores) que las ve de salida; y, por otra parte, los bancos –principales acreedores de los procedimientos concursales en el Perú– usualmente no aceptan capitalizar sus créditos y mantener acciones (ver **Tabla 1**) a menos que esto sea absolutamente necesario. En adición, existe también el problema de prioridad de pago de los créditos post concursales durante los procedimientos de reestructuración patrimonial, hecho que dificulta la financiación corriente de empresas supuestamente viables.

Dicho de otra manera, los acreedores solo aceptarán variar la liquidación directa si los beneficios superan los costos, los que, como se ha indicado, resultan ser bastante altos bajo lo normado por la Ley de Concursos Empresariales.

En conclusión, cuando una empresa pasa su punto de insolvencia por problemas de expropiación de recursos e inversión en proyectos arriesgados (mala administración), los acreedores sí usarán el régimen concursal empresarial liquidatorio como una herramienta *ex post* incumplimiento del deudor con la finalidad de liquidarlo en la mayoría de casos. Aun cuando, en teoría, una empresa sea viable, los acreedores podrán reorganizarla si fuese realmente necesaria y si la Ley de Concursos Empresariales se lo permite, desplazando total o parcialmente a la administración y sustituyendo a la Junta de Accionistas.

### 3.2. Cuando las empresas insolventes tienen "mala suerte"

Finalmente, cabe cuestionar ¿cómo utilizarían los acreedores un régimen concursal empresarial liquidatorio como el peruano en el supuesto que se considere el incumplimiento del deudor, no por una ineficiente o mala administración que conlleve problemas de expropiación de recursos, sino por hechos fortuitos o de fuerza mayor, lo que podría denominarse en el mundo de los negocios como "mala suerte" (como podrían ser considerados –por ejemplo– fenómenos naturales, subida dramática de precio de los insumos, cambios de tecnología que conlleven a que el producto o servicio sea inservible, etc.)?<sup>46</sup>

En primer lugar, las estadísticas parecen indicar que al preferir los acreedores liquidar en la mayoría de los casos a las empresas insolventes, estos no tendrían mayor interés en deslindar las causas de la insolvencia, y por tanto, no interesaría en principio si sus deudores fallaron por una mala o ineficiente administración o por "mala suerte".

Como Armour, Cheffins y Skeel sugieren, en un régimen concursal empresarial de orientación liquidatoria, los principales acreedores liquidarán definitiva e inmediatamente la empresa si el valor de la empresa en marcha se encuentra un punto por debajo del valor de realización de los activos; sin embargo, esos mismos acreedores claves preferirán orquestar una reorganización fuera de concurso (*out-of-court restructuring*) y decidirán que los administradores deben continuar con su rol si la reestructuración es exitosa.<sup>47</sup>

Sin embargo, es cierto que bajo una reestructuración fuera de concurso deben afrontarse ciertos problemas, como por ejemplo, aquellos derivados de los costos de alinear o excluir a determinados acreedores opositores a la reestructuración.

En otras palabras, si realmente los acreedores claves quieren reestructurar al deudor bajo un régimen concursal liquidatorio, deben medir y comparar los costos de la reestructuración bajo dicho régimen con los costos que les generaría el efectuar la reorganización fuera de los procedimientos concursales, ello atendiendo a que la reorganización bajo el régimen concursal puede resultar bastante costosa y los arriesga a que la empresa sea liquidada. Por tanto, los acreedores principales, luego de medir y comparar dichos costos, deben tomar la decisión que corresponda.

<sup>46</sup> ARMOUR, John, CHEFFINS, Brian R. y SKEEL, Jr. David A., *Op. Cit.*, p. 1771.

<sup>47</sup> *Ibid.*, pp. 1771 y 1772.

En el Perú resulta difícil medir si los acreedores, en aquellos casos en los que la administración tuvo mala suerte y la empresa aún mantiene en teoría su valor de empresa en marcha por encima de su valor de liquidación, utilizan o no el régimen concursal como mecanismo de reorganización o si efectúan reorganizaciones fuera de concurso. Empero, la reducción del número de concursos y las pocas reestructuraciones de empresas importantes desde la entrada en vigencia de la Ley de Concursos Empresariales, podrían ser un indicativo empírico de que, cuando la crisis es generada por "mala suerte" de la administración y la empresa mantiene un alto valor de empresa en marcha, los acreedores estarían prefiriendo no utilizar un procedimiento de reestructuración patrimonial bajo un régimen concursal de orientación liquidatoria.

Tal vez la existencia de ciertas disposiciones en la Ley de Concursos Empresariales como la declaración de la liquidación por la autoridad concursal ante el incumplimiento del Plan de Reestructuración<sup>48</sup>, la posibilidad de que los créditos que se otorguen bajo la reestructuración sean declarados como créditos de último rango ante una eventual liquidación, y la pérdida de garantías otorgadas por terceros en caso los acreedores titulares de dichas garantías voten a favor de dicho Plan, haga que los acreedores en el Perú, realmente consideren que eventualmente existen muchos riesgos para utilizar, como mecanismos de maximización del retorno de sus créditos, un procedimiento de reestructuración patrimonial bajo normas concursales de orientación liquidatoria.

Pareciera ser que las normas concursales de orientación liquidatoria conllevan la liquidación de las empresas insolventes como regla y alternativa general para los acreedores, y que las reestructuraciones son meramente alternativas o excepcionales a dicha regla general, sin importar si la administración tuvo o no "mala suerte", lo cual es reconocido por los acreedores. Por tanto, quizá en aquellos supuestos en los que se utilice la reestructuración patrimonial y la administración tuvo "mala suerte", los acreedores podrán respetar a la administración, no desplazarla y darle una nueva oportunidad.

## VI. CONCLUSIÓN

Se ha intentado demostrar que la comprensión de las estructuras de deuda en las empresas y su relación con las estructuras de accionariado importan en el entendimiento de los gobiernos corporativos. Asimismo, se ha demostrado que, por tanto, el régimen concursal empresarial forma parte de los gobiernos corporativos y desde esa perspectiva juega un rol importante como principal instrumento para asegurar a los acreedores el retorno de sus inversiones de manera colectiva ante la insolvencia de su deudor.

En ese sentido, he revelado que un régimen concursal empresarial y su tendencia (a favor de la liquidación o de la reorganización) importan y pueden ser explicados si se analizan seriamente las estructuras financieras de las empresas (capital y deuda). Consecuentemente, se puede argumentar que existe una relación entre las estructuras de deuda, capital y el régimen concursal empresarial.

Así, respecto del análisis de las estructuras de deuda y capital de las empresas peruanas, se ha confirmado la teoría de Armour, Cheffins y Skeel, en el extremo que, ante la presencia de estructuras de capital social con propiedad concentrada, se generan como contrapartida estructuras de deudas concentradas. De hecho, se ha concluido que en el Perú la concentración de deuda en las empresas usualmente es una respuesta ante la concentración de propiedad del accionariado de las mismas o viceversa, y ello con la finalidad de afrontar de una mejor manera los costos de

<sup>48</sup> El artículo 67.4 dispone que el incumplimiento de los términos o condiciones del Plan de Reestructuración determina la declaración de disolución y liquidación del deudor por parte de la Comisión, previa solicitud del acreedor afectado con el incumplimiento. Para tal fin, además, deberá seguirse los lineamientos aprobados mediante la Directiva No. 003-2003/CCO-INDECOPI publicada el día 24 de julio de 2003 en el Diario Oficial "El Peruano".

agencia o de gerencia (problema de expropiación de fondos) que se producen entre el grupo de administradores-accionistas y el grupo de acreedores.

Igualmente, se ha probado que en el Perú, por una parte, es usual que las empresas mantengan la concentración de su accionariado por grupos familiares o grupos de inversionistas extranjeros y que, por otra parte, la concentración de quienes otorgan créditos es realizada en pocas entidades financieras, hecho que a su vez ha generado que muchas empresas, en lo que se refiere a financiamiento externo, hayan recurrido también al crédito de sus proveedores para financiar parte de sus actividades. En consecuencia, la concentración de deuda de las empresas está dada especialmente por dichos grupos: entidades financieras, en primer lugar, y luego proveedores. En conclusión, quedó demostrado que las estructuras deuda-capital en el Perú son del modelo CE/CD (*Concentrated Equity/Concentrated Debt*).

Por otra parte, al examinar el régimen concursal empresarial peruano, bajo las normas de la Ley de Concursos Empresariales, este artículo ha explicado cómo países como el Perú, con estructuras de deuda-capital CE/CD, tienden a tener regímenes concursales con orientación a la liquidación de las empresas insolventes, lo que en palabras de Armour, Cheffins y Skeel, son "regímenes orientados al desplazamiento de las administraciones del deudor".

Para ello, se examinó diversas disposiciones de la Ley de Concursos Empresariales y se analizó cierta información y estadísticas relativas a los procedimientos concursales. Así, se reveló que desde la entrada en vigencia de la indicada norma, además de mantenerse la tendencia a que los acreedores decidan en la mayoría de los casos la liquidación del deudor, en general el número de procedimientos concursales ha disminuido y en cambio ha aumentado el porcentaje de procedimientos concursales iniciados por acreedores. Estos indicativos parecen que efectivamente la orientación del régimen concursal peruano es liquidatoria.

En ese orden de ideas, y luego de haber verificado la estructura financiera de las empresas CE/CD y la orientación liquidatoria del régimen concursal, se ha encontrado en primer lugar, que probablemente los acreedores bajo estructuras de financiamiento CE/CD prefieran contar con un régimen concursal de orientación liquidatoria que les sirva como herramienta de disciplina y monitoreo del grupo administración-accionistas controladores respecto de los problemas de expropiación de fondos (herramienta *ex-ante* insolvencia). En segundo lugar, que los acreedores concentrados tienen el poder real para utilizar el régimen concursal para liquidar a las empresas insolventes con ineficientes administraciones o para reorganizarlas si el valor en marcha es superior al valor de realización de los activos en liquidación, definitivamente desplazando en este caso al administrador (total o parcialmente) y sustituyendo en su competencia a los accionistas controladores (herramienta *ex-post* insolvencia).

No obstante estas conclusiones, algunos problemas especiales han sido detectados en el sistema concursal peruano. La Ley de Concursos Empresariales ha establecido ciertos parámetros respecto a la determinación de la viabilidad de una empresa insolvente, vale indicar, ha determinado cuándo una empresa que ingresa a concurso es susceptible de ser liquidada o reestructurada.

Si bien estas disposiciones resuelven el problema de la viabilidad de empresas financiadas sobre la base de capital social (que es el financiamiento tradicional en países como Estados Unidos de América), debe entenderse, conforme se ha explicado, que las empresas financiadas de esa manera en el Perú son pocas, pues el financiamiento que utilizan la mayoría de empresas peruanas tiene como base el financiamiento externo vía deuda bancaria o del sistema financiero a través de cualquiera de sus modalidades. Entonces, los dispositivos concursales antes indicados, lejos de solucionar con certeza si realmente una empresa en el Perú es viable o no porque perdió su capital social, generan un incentivo perverso para los acreedores, incluso para liquidar empresas que, si bien pueden mantener un alto nivel de endeudamiento, en teoría sí son viables, pues aún se encuentran más cerca de su valor en marcha que de su valor en liquidación.

En este sentido, empíricamente se ha demostrado que los acreedores, como grupo concentrado en el financiamiento de las empresas, tendrían que aceptar en el Perú liquidaciones forzadas de sus deudores aun cuando el valor en marcha sea alto. Así, la opción de los acreedores para recuperar sus créditos vía reestructuración es compleja, hecho que además podría afectarlos en el supuesto que los patrimonios de los acreedores no se encuentren en capacidad de asumir la totalidad de los costos que podría originar la liquidación de su deudor y la consecuente incobrabilidad (parcial o total) de sus créditos, pues justamente creyendo que la empresa aún es viable, no han efectuado las provisiones correspondientes por incobrabilidad.

Por ello, si la empresa es viable, pero el capital social es inferior a la pérdidas acumuladas, los acreedores concentrados podrán ajustar lo dispuesto por la Ley de Concursos Empresariales relativo a la liquidación directa, e intentar reorganizar al deudor, variando su destino de liquidación a reestructuración. Pero deberán revertir la situación del capital social y tomar acciones que resulten necesarias frente a proveedores y clientes para superar en el mercado la penalidad que puede haber generado al deudor la publicidad de la liquidación.

Asimismo, deberán los acreedores desplazar total o parcialmente a la administración del deudor en los casos en que consideren que la insolvencia es producto de una administración "ineficiente" y sustituir en su competencia a la Junta General de Accionistas. Alternativamente, los acreedores podrán no utilizar el sistema concursal de orientación liquidatoria, sino intentar reestructurar a la empresa deudora fuera del marco concursal. Pero, debe considerarse que esta última solución no es totalmente eficiente, pues fuera del marco concursal será difícil desplazar a la administración del deudor; tampoco podrán los acreedores sustituirse en la competencia de la Junta de Accionistas; y, finalmente, los acreedores quizás deberán asumir los costos de los acreedores que no quieran reestructurar la empresa fuera del concurso.

Finalmente, cabe mencionar que si bien se ha podido explicar que la Ley de Concursos Empresariales es de orientación liquidatoria, y que ahora esta puede ser comprendida como parte de los gobiernos corporativos, entendiéndose el rol que cumple en los mismos, pareciera ser que los legisladores han elaborado dicha ley sin considerar la forma de financiamiento de las empresas peruanas ni las estructuras de deuda de estas. Aparentemente se ha elaborado sobre la base que la mayoría de decisiones relativas al destino del deudor en los años anteriores a su entrada en vigencia fueron liquidaciones. Quedan por tanto aún muchos temas de fondo por resolver en el sistema concursal empresarial peruano para contar con una norma de concursos empresariales eficiente y adecuada a la realidad empresarial y financiera del país, que permita cumplir con su finalidad primigenia, la protección de los créditos.

**FIGURA 1**  
**Privatización de las Quiebras (Concursos)**  
 (Por Michael C. Jensen, ver pie de página 17)

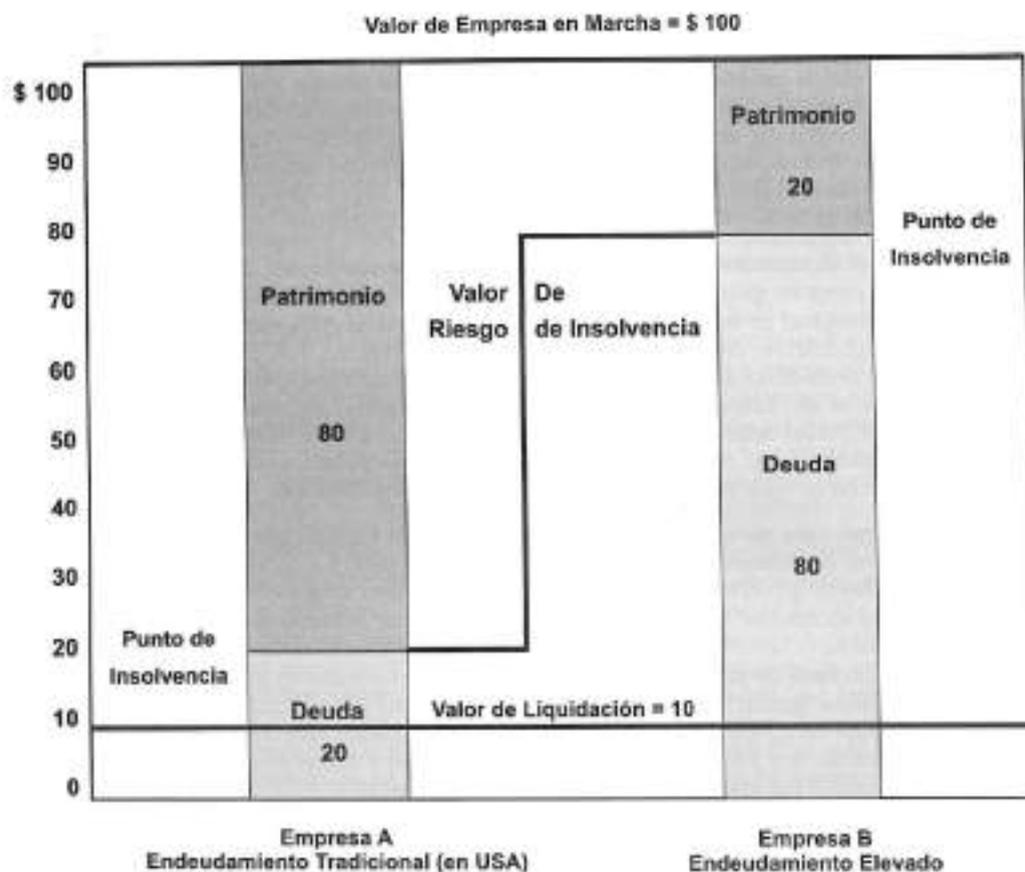


TABLA 1

Estructura del Portafolio de Inversiones de cada Banco Peruano  
(Octubre 31, 2003)  
(Porcentajes)

BANCOS	Negociable para la Intermediación Financiera		Negociable para la Venta		Financieras Con periodo o fecha de pago	Permanentes	Total Inversiones en miles de Nuevos Soles
	Activos	Títulos o Valores de Deuda	Activos	Títulos o Valores de Deuda			
B. Continental	-	2.87	0.10	30.47	4.82	5.94	6000000
B. de Comercio	-	-	13.14	34.28	52.59	9.98	6000000
B. de Crédito del Perú (con sucursales en el exterior)	0.90	3.95	6.64	69.40	2.21	16.79	6000000
B. del Trabajo	-	-	-	-	-	100.00	6000000
B. Financiero	-	-	16.10	30.51	-	3.20	6000000
B. Interamericano de Finanzas	-	-	-	-	-	100.00	58
B. Standard Chartered	-	-	-	86.87	-	1.13	6000000
B. Sudamericano (con sucursales en el exterior)	-	-	19.94	69.44	0.63	9.99	6000000
B. Wiese Sudamerica	-	-	3.96	18.49	-	7.55	6000000
Banifonosa	-	14.25	-	13.62	-	0.13	6000000
BNP Paribas Andes	-	-	-	-	-	100.00	40
Citibank	-	27.46	-	66.50	-	5.63	6000000
Interbank	-	10.70	20.95	55.94	0.47	11.75	6000000
Mibanco	-	-	3.57	64.18	-	0.25	6000000
TOTAL Bancos	0.24	2.46	4.63	30.63	2.40	9.62	6000000

NOTA: SBS indica que la información fue obtenida de los Balances de cada Banco.

Fuente: Superintendencia de Banca y Seguros, 2003. Disponible en: [www.sbs.gob.pe](http://www.sbs.gob.pe).

TABLA 2

Ranking de Créditos de Empresas Bancarias  
 Octubre 31, 2003  
 (Moneda y Monto: Miles de Nuevos Soles)

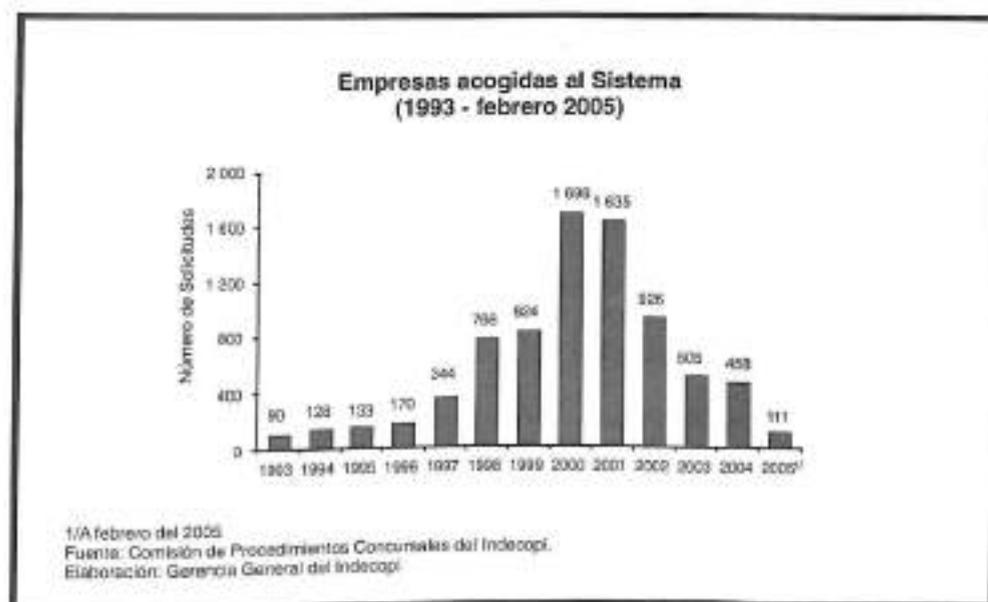
Créditos Directos

	Empresas Bancarias	Montos	Participación (%)	Porcentaje Acumulado
1	Banco de Crédito del Perú	11,325,754	31.82	31.82
2	BBVA Banco Continental	6,390,188	17.96	49.78
3	Banco Wiese Sudameris	6,202,170	17.43	67.20
4	Banco Interbank	3,361,079	9.44	76.65
5	Citibank N.A. Sucursal de Perú	1,717,151	4.82	81.47
6	Banco Sudamericano	1,652,449	4.64	86.12
7	Banco Interamericano de Finanzas	1,216,607	3.42	89.53
8	Banco Financiero	1,176,528	3.31	92.84
9	Bank Boston	970,041	2.73	95.57
10	Banco del Trabajo	693,842	1.95	97.52
11	Banco de Comercio	407,756	1.15	98.66
12	Mibanco	383,939	1.08	99.74
13	Banco Standard Chartered	72,244	0.20	99.94
14	BNP Paribas Andés	20,221	0.06	100.00

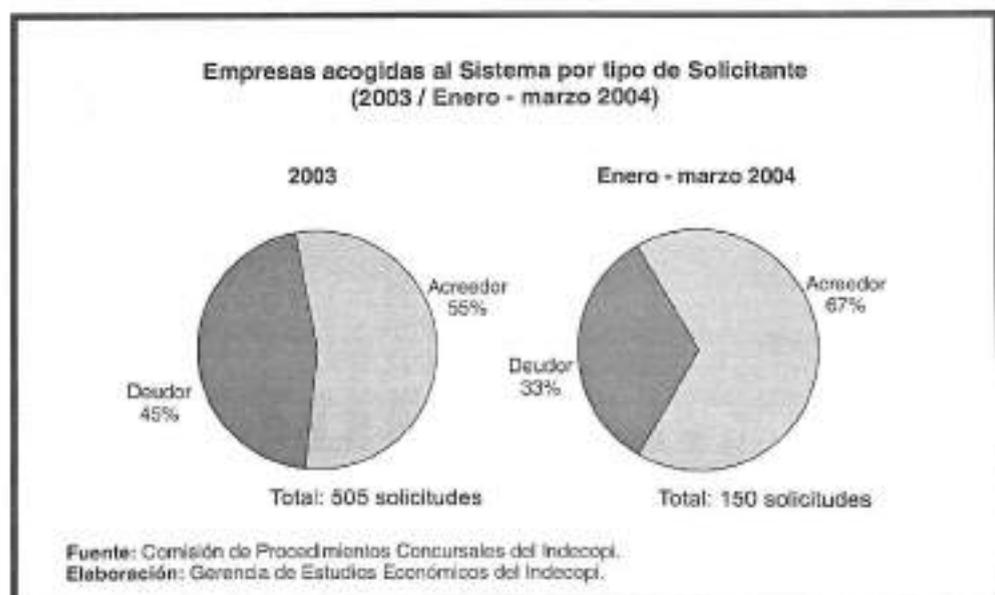
NOTA: SBS indica que la información fue obtenida de los Balances de cada Banco.

Fuente: Superintendencia de Banca y Seguros. 2003. Disponible en: [www.sbs.gob.pe](http://www.sbs.gob.pe).

FIGURA 2  
Número de Empresas acogidas al Sistema Concursal en el Perú



**FIGURA 3**  
**¿Quién inició el procedimiento concursal?**  
**(2003 a marzo de 2004 y 2004 a febrero 2005)**



**FIGURA 4**  
**Decisión de Junta de Acreedores sobre el destino del Deudor**  
**(reestructuración o liquidación)**  
**(Enero 2003 - Marzo 2004 y Enero 2004 a febrero 2005)**

