

"El oro es dinero. Todo lo demás es crédito."

JOHN PIERPONT MORGAN

"Gold is money. Everything else is credit."

JOHN PIERPONT MORGAN

*En memoria de Augusto Ferrero Costa,
cuyo ejemplo de integridad y compromiso
permanecerá entre nosotros.*

Primera Publicación 1998
Revista arbitrada por evaluadores
externos a la Asociación



Revista **semestral** editada por alumnos de la Facultad de Derecho de la Universidad de Lima.
Dirección ADV Editores:
Universidad de Lima, Avenida Javier Prado s/n, Aula 103, Pabellón G.

Hecho el depósito legal en la Biblioteca Nacional del Perú
ISSN
Registro de Proyecto Editorial

Nº 2002-0350
Nº 1996-4773
Nº 21501401401041

Tiraje: 120 ejemplares

Pre-prensa e Impresión: Tarea Asociación Gráfica Educativa
RUC 20125831410
Pasaje María Auxiliadora 156-164 Breña
Correo electrónico: tareagrafica@tareagrafica.com
Teléfono: 424 8104

ADVOCATUS se encuentra indexada ante Dialnet, Latindex y Vlex registrado en la base de datos de la International Legal Group (IJ).

ADVOCATUS no comparte necesariamente las opiniones vertidas por los autores.

Los interesados en publicar en **ADVOCATUS** pueden enviar sus artículos a nuestro correo electrónico edicion@revistaadvocatus.com en formato MS Word, los mismos que deberán ser originales. La Revista no se compromete a la publicación de los trabajos recibidos y se reserva el derecho de adaptarlos en forma de acuerdo a su línea editorial.

Prohibida su reproducción total o parcial sin la autorización por escrito de los Editores.



ASAMBLEA 2024-1

Directora General	Camila Valencia
Director de Economía	Julián Tejeda
Director del Comité Editorial	Nicolás Saenz
Directora de Cursos	Valeria Aranibar
Director de Eventos	Iveth Alfaro
Directora de Financiamiento	Sofía Wong
Directora de Informática	Josue Pérez
Directora de Relaciones Públicas	Brunella Casas
Director de Ventas	Nicolás Voyest
Director de Responsabilidad Social	Milagros Velazque

MIEMBROS ACTIVOS

Comisión de Economía
Gonzalo Montes de Oca
Gianluca Cruzado
Jorge Luis Sobero
Pamela Aldana
Martha Lopez

Comisión de Edición
Emilio Pino
Antonino Casas
Aaron Pérez
Alvaro Gonzales
Nicolás Cano
Alvaro Niño de Guzmán
Alessandra Franco
Dha Eun Kim

Comisión de Cursos
Andrea Sanchez
Yube Ostos
Luciana Goicochea
Luciana Frisancho
Karol Quispe
Paula Zeballos

Comisión de Eventos
Mariana Vilca
José Alonso Quiñonez
Maria Fernanda Rengifo
Maria Gracia Lozada
Fatima Lozada

Comisión de Financiamiento
Marcelo Alonso Rojas
Benjamin Espinosa
Salma Samham
Franco Montjoy

Comisión de Informática
Mateo Bamonde
André Miranda
Sebastián Pachas
Diego Samar
Mariajose Rivera
Britney Candia

Comisión de Relaciones Públicas
Josue Cerreño
Aurelio Salazar
Elena Dupuy
Paula Armellini
Adriana Coello

Comisión de Ventas
Daniel Villegas
Aaron Malca
Flavia Bassallo
Marisol Rouillon

Comisión de Responsabilidad Social
Joaquín Felipa
Florencia Drinot
Isabella Larrea
Maria Gracia Chang

La Revista **ADVOCATUS** es editada por la Asociación Civil ADV Editores, conformada por estudiantes de la Facultad de Derecho de la Universidad de Lima.

La Asociación Civil ADV Editores se encuentra inscrita en la Partida Electrónica Nº 11270467 del Registro de Personas Jurídicas de la Oficina Registral de Lima.



CONSEJO CONSULTIVO:

Adrián Simons Pino
Alberto Delgado Venegas
Cecilia Delgado Ratto
Enrique Ghersi Silva
Enrique Varsi Rospigliosi
Fernando Tori Vargas
Freddy Escobar Rozas

Gastón Fernández Cruz
Ivo Gagliuffi Piercechi
Jaime Zavala Costa
Javier Tovar Gil
Joaquín Missiego del Solar
Juan José Haro Seijas
Juan Espinoza Espinoza

Juan Luis Hernández Gazzo
Luciano Barchi Velaochaga
Marco Antonio Ortega Piana
Oswaldo del Carmen Hundskopf Exebio
Víctor García Toma
Marcial Gutiérrez Lucas

CONSEJO EDITORIAL:

Luis Alberto Liñán Arana

Miembro de la Asociación Peruana de Derecho Procesal y del Club Español de Arbitraje | Profesor de Derecho Procesal Civil en la Universidad de Lima y en la Academia de la Magistratura | Abogado por la Universidad de Lima.

Marco Antonio Ortega Piana

Profesor en la Facultad de Derecho Corporativo de la Universidad ESAN en el curso de Contratos | Profesor de Derecho Civil en la Universidad de Lima | Árbitro adscrito en la Cámara de Comercio de Lima, Perú | Abogado por la Pontificia Universidad Católica del Perú.

Roxana Jiménez Vargas-Machuca

Profesora en el Programa de Especialización de Árbitros en Contratación Pública de la Universidad ESAN y del curso de Responsabilidad Civil en la Maestría de Derecho de la Empresa de la Universidad de Piura | Profesora de Derecho Civil en la Universidad de Lima | Árbitro inscrita en la Cámara de Comercio de Lima, Perú | Abogada por la Pontificia Universidad Católica del Perú.

Javier Tovar Gil

Miembro del Instituto de Derecho de Servicios Públicos, Perú | Miembro del Directorio de Asociación de Empresas Promotoras de Mercado de Capitales – PROCAPITALES | Abogado por la Pontificia Universidad Católica del Perú.

Henry Huanc Piscoche

Fundador y Presidente de la Asociación Peruana de Derecho Inmobiliario | Árbitro adscrito al Centro de Análisis y Resolución de Conflictos de la Pontificia Universidad Católica del Perú | Profesor de Derecho Civil en la Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas | Abogado por la Universidad Nacional Mayor de San Marcos.

Mirko Medic Medina

Máster en Derecho con mención en Derecho Corporativo por el University College London, Reino Unido | Abogado por la Universidad de Lima.

La Revista **ADVOCATUS** es editada por la Asociación Civil ADV Editores, conformada por estudiantes de la Facultad de Derecho de la Universidad de Lima.

La Asociación Civil ADV Editores se encuentra inscrita en la Partida Electrónica N° 11270467 del Registro de Personas Jurídicas de la Oficina Registral de Lima.

MIEMBROS ASOCIADOS DE ADV EDITORES

Aaron Braulio Córdova Cortijo
Abraham Aguilar Olival
Adrián Franco Duharte
Adrian Tovar Ayllon
Adriana Albitres
Adriana Daniel-Leiva
Adriana Felicita Cangalaya Ponce
Adriana Francesa Chávarri Cordano
Adriana Lucía Albitres Rodríguez
Adriana Marin
Adriano Ungaro Denegri
Aitana Ocampo Espinoza
Aiko Moromizato Kawahira
Alan Raúl García Nores
Alberto Arrieta Morante
Alberto Coya
Alberto Rivera Acuña Falcón
Alberto Simon Linares Rojas
Alfredo Benavides
Alejandra De Izcue Bellido
Alejandra Gabriela López Chang
Alejandra Grazia Suárez Salazar
Alejandra Patricia Galvez Haro
Alejandra Sánchez-Aizcorbe
Hennings
Alejandro Bazán Sánchez Moreno
Alejandro Enrique Roeder Bellina
Alejandro Izquierdo Laca
Alejandro Joel Ramos Tamara
Alejandro Manrique Lewis
Alejandro Prado de Orbegoso
Alejandro Rafael Morales Cáceres
Alejandro Valencia Chabeneix
Alessandra Ferrari Carrera
Alessandra Vásquez Ávila
Alessia Milagros Villaran Huertas
Alexandra Arizmendi de Romaña
Alexandra Patricia Varela Zanelli
Alexandra Paz Estremadoyro
Alexandra Pinillos Molina
Alexandra Richter Carranza
Alexandra Rojas
Alexandra Salcedo Rodriguez
Alfredo Javier Salazar Aleman
Alisson Antonella Coloma Vallejos
Alonso Gurmendi Dunkelberg
Alonso Miranda Vargas
Alonso Moran De Romaña
Alonso Velezmoreno Rocha
Alonso Villa-García Gonzales
Álvaro Andrés Alonso Donayre
Delgado
Álvaro Arbulú Cervera
Alvaro Estrada Rosas
Álvaro Lamas Garay

Alvaro Portocarrero Fernandez
Amelie Silvie D'Auriol Augusto
Américo Hidalgo Gómez
Ana Karem Rodriguez Moreno
Ana Paula Vega Vilchez
Anahi Pazos Aramburú
AnaLucía Figueroa Dongo
Andrea Alexandra Espino Buiza
Andrea Cecilia Salazar Hernández
Andrea Gallese Luna
Andrea Lanata Dentone
Andrea Mariana Lazo PérezPalma
Andrea Martín León
Andrea Narro Beck
Andrea Perez Valdez
Andrea Pittaluga Delgado
Andrea Villanueva Morays
Andrea Yoshimi Man Coronel
Angie Marita Silva Sánchez
Antero Rafael Ojeda Flores Araoz
Antonella Paredes
Aranza Espinar
Ariana Belén Balbín Saénz
Ariana Flores
Ariana Henríquez
Arianna Cabrera
Armel Fort
Bianca Cateriano
Camila Arbe Andreu
Camila Munive
Carlos Fernández
Daniela Gastañaga Hidalgo
Daniela Marchesi Briceño
Daniella Muñoz
Diana Mariaca
Dimar Mejía
Doménico Fonseca
Emilia Valdivia
Emilio Echendía Orrego
Fabrizio Solari
Fernando Matute
Gabriel Boucher Cálamo
Gabriel Najar Rosas
Gabriel Villavicencio Bedoya
Gabriela Andrea Córdova Luján
Gabriela Bolaños
Gabriela Lizarraburu Rubiños
Geneve Dupont Huapaya
Giada María Taddei Contreras
Gian Luca Pierantoni Salazar
Gian Piero Luigi Pierantoni Salazar
Giancarlo Celis Noriega
Gianmarco Tagliarino Rondinelli
Gilbert Volta Pineda
Gimena Salazar Llanos

ADVOCATUS

Revista editada por alumnos de la Facultad de Derecho de la Universidad de Lima



Jorge Joels Carrión
Jorge Lazo Lema
Jorge Leturia Rengifo
Jorge Luis Ganoza Luna
Jorge Luis Solari Flores
Jorge Rendón Bernui
Jorge Rodrigo Ugaz Viera
Jorge Ugarte
José Agreda
José Aguado López
José Alberto Haito Gálvez
José Alejandro Ponce Rivera
José Antonio García Rosell Chávez
José Beltrán Valdiviezo Novoa
José Carlos Franco Angulo
José Carlos Tizón Meza
Jose Castro Miyashiro
José Francisco Iturriaga Montoya
Jose Gabriel Rodriguez
Joselyn Irene Asalde León
Joyce Mary Moore Murphy
Juan Diego Carrillo Cama
Juan Diego de la Flor Mejía
Juan Diego García Montufar Miro
Quesada
Juan Diego Mujica Filippi
Juan Diego Rodríguez Velez
Juan José Hopkins Brocq
Juan Manuel Iglesias Inciso
Juan Rómulo Torres Abarca
Julia Rosa Victoria Elias de Lavalle
Jürgen Spihlmann Freiberg
Karina Cerna Nalvarte
Katherine Salkeld Galarreta
Kathia Stiglich Thorne
Kuno Kafka Prado
Laisha Mubarak Aguad
Laura Liliana Moreno Minaya
Leonardo Vera Quintana
Leslie Ortega Olivera
Leslie Victoria Barrios Miranda
Leticia Alexandra Bendezú Silva
Lila Leonela Bustamante Solis
Liliana Navarrete Hayakawa
Liliana Sánchez Montenegro
Lisbeth Benavides Kolind-Hansen
Lorena Vásquez Meneses
Lorenzo Cánepe Ricketts
Lucero Eguren Garcia
Lucero de Belén Veliz Soto
Lucía Alexandra Castro Pereira
Lucía Degregi
Luciana María Palomino Basurto
Luciana Quintana
Luciano Rebagliati Castro

Lucy Lisett Ayme Salas
Luis A. Angulo González Vigil
Luis Abraham Garrido Huamán
Luis Alberto Gayoso Torres
Luis Alonso Jaymez
Luis Antonio La Rosa Airaldi
Luis Antonio Naveda Arteaga
Luis Cerreño Alva
Luis Dongo de Villena
Luis Eduardo Espinoza Villar
Luis Fernanda Rodriguez
Luis Francisco Paz Maury
Luis Hernández Parra Morzán
Luis Karim Escobar Cachay
Luis Marcial García Neyra
Luis Olazábal
Luis Rafael Escobar Eboll
Luisiana Daniella Samanamud Quino
Luz María Pedal Baertl
Macarena Carmona Schwartzmann
Magaly Traverso Zegarra
Manuel Alonso Hopkins Chavez
Manuel Alonso Reyna Camino
Manuel Calderón Ruiz
Manuel David Chong Tello
Marcial Giovanni Gutiérrez Lucar
Marco Wild
Maria Alejandra Gutierrez Alfaro
María Alessandra Lima Espinoza
María Alexandra del Río Cárdenas
María Carmela Ayllón Yanac
Maria Claudia Zerpa Ramírez
María del Carmen Ramos Chuquiure
María Fe Barragán Saco
María Fe Carcelén Pérez
Maria Fe Torrejón
María Fernanda Alcaide Cárdenas
María Fernanda Cusman Calderón
María Fernanda de Cárdenas
Mazzetti
María Fernanda de la Puente Rizo
Patrón
Maria Fernanda Gadea Rivera
Maria Fernanda Molet Diaz
Maria Fernanda Rios Grau
Maria Fernanda Soto
María Fernanda Tamayo Morote
Maria Fernanda Vila Olivos
María Gabriela Delgado Borgo
Maria José Cevasco del Pielago
María José García Seminario
María José Puertas Villavicencio
Maria Pia Olivares
Mariana Arbe
Mariselle Dumler Marsano

Martín Chocano Tabja
Martín Ruggiero Garzón
Masiel Arrieta Lastres
Mateo Javier Alvarado Maraví
Mauricio Ameri
Mauricio Andrés Olaya Enciso
Mauricio Balbi Bustamante
Mauricio Lavaud Allen
Mayra Alejandra de la Rosa Carrillo
Mayra Alejandra Valencia Sulca
Mayra Campos Aragón
Melani Arteaga Galdo
Mélanie Briceño Clémens
Melissa Fritsch Febrero
Michael Chimpitazi
Micol Canevaro
Miguel Angel Yataco
Miguel Antonio Viale Leo
Miguel Rodrigo Salerno Boggio
Milagros Rodríguez Larraín Miro
Quesada
Mirko Altair Medic Medina
Mónica Andrea Eguren Ráez
Mónica Posada Ugaz
Mónica Romero Watson
Myriam Chacón Robles
Nancy Priscila Vasquez Vidal
Napoleón de Jesús Álvarez Vargas
Natalie Zaidan Abusada
Nennele Carmen Rivadeneira Gallo
Nicolás Bustamante Gálvez
Nicolas Pflücker Madge
Nicole Lukac Sadler
Nicole Peschiutta Forga
Óscar Genaro Ballón Stoc
Óscar Picón Gonzales
Paloma Aparicio Lainez Lozada
Paloma Casanave Álvarez
Paloma Huby Noriega
Pamela Navarro Salinas
Paola Castillo Vigil
Paola Katherine Gálvez Callirgos
Paola Schulz Canessa
Patricia Valdivieso León
Patricia Noboa Olazábal
Paul Méndez
Paula Portocarrero Pereira
Paulo Sanz Montenegro
Paulo Sueldo
Pedro Medina León
Pedro Mendoza Mendoza
Pierina Cunza Guevara
Pierina Gabriela González Dulanto
Piero Rodrigo Cruzado Merino
Pierre Alexander Duobert Abarca

ADVOCATUS

Revista editada por alumnos de la Facultad de Derecho de la Universidad de Lima



Rafael Alejandro Villarán Bedoya
Rafael Boisset Tizón
Rafael Lengua Peña
Rafael Mazzetti Cueto
Rafael Sebastián Milla Quezada
Rafaela Labarthe Uranga
Randolf Josh Zapata Vilcahuaman
Raúl Alberto Artola Unda
Raúl Peña Olano
Regina Rivera
Renato Arturo Velásquez Pelàez
Renato Giovanni
Renato Medina Valdivieso
Renato Rubén Vegas Joaquín
Renzo Batti
Renzo Chiri Marquez
Renzo Paolo Miranda León
Renzo Vernal Castañeda
Ricardo Arauco Guanilo
Ricardo Barrantes Balarezo
Ricardo de Vettor Pinillos
Ricardo Mercado Espinosa
Ricardo Sebastian Vega Mac Rae
Richard Barnett Ibazeta
Roberto Carlos Berendson Berninzon
Roberto Francisco Delgado Mendoza
Roberto Olaechea Miranda
Roberto Ríos Tapia
Rocio Plasencia Alva
Rodrigo David Cano Reyes
Rodrigo de la Puent Pflucker
Rodrigo Delgado Arce
Rodrigo E. Montero Montoya
Rodrigo Fernando Ortiz Torrel
Rodrigo Gálvez Martín
Rodrigo Hesse

Rodrigo Morales Draxl
Rodrigo Vicente Molina Cabrera
Rolando Barraza Oliva
Rolando Castellares Salazar
Romina Amorós Ore
Romina Buso Aleman
Ronald Cross Barragán
Rosa Ellena Zegarra Chavez
Rosa Isabel Espinoza Cordova
Rubén Murga Pizarro
Salvador Herrera Guich
Samuel Cordova Marroquin
Sandra Arredondo Simons
Sandra Elizabeth Kahn Coucillas
Sandro José Mariátegui Aragón
Santiago Montes de Oca Osorio
Sebastián Alonso Vidal Muñoz
Sebastián Farah Alva
Sebastián Heudebert Adawi
Sebastian Marcelo Elias Sardiña
Sebastian Scarneo Carrillo
Sebastián Villegas Bacigalupo
Sergio Amiel Rodríguez Carpi
Sergio Antonio Silva Tapia
Sergio Martín Rodríguez Mosquera
Sergio Tafur Sánchez
Sergio Tafur Scaglia
Silet Yolanda Becerra Orihuela
Silvana Cosentino
Sol María Tapia Alfaro
Soo Yon Lee Jung
Sophia O'Connor d'Arlach Degregori
Stefano David Ambrosini
Campuzano
Stefano Lobatón
Stefano Valer Llerena

Stefany León
Stephanie Penny Lecca
Stephen Rosholt Mesarina
Susana Santos Revilla
Tarek Mohana
Teresa Alayza Valdivieso
Thomas Thorndike Piedra
Uldarico Ossio Seminario
Ursula Amelia Benites Távara
Valeria Abarca
Valeria Alessandra Suárez Heredia
Valeria Arias
Valeria Giovanna Fry Chirinos
Valeria Khalilieh Saez
Valeria Lucia Illescas Pinto
Valeria Paola Vila Contreras
Valeria Ruiz Horna
Valeria Samantha Abarca Mendoza
Vanessa de la Sota Torres
Vanessa Velarde Lazarte
Vasco Soldevilla
Véronica Bustamante Rey de Castro
Veronica Dibos Nemi
Verónica Morán Allemant
Verónica Tello Pino
Victor Adrián Hoyle Urquiaga
Vivian Isabel Arroyo Bolívar
Walter Luis Ramirez Moreno
Wilfredo Cáceres Ghisilieri
Wilfredo Rodrigo Paz Plasencia
Ximena Masías Romero
Yassmín Belén Muñoz Nájar Salem
Yazmin Alejandra Mendoza Lavado
Zully Danitza Chávez Morales



Liderando la excelencia legal en el Perú

Dentro de una de las más altas en Latinoamérica, RODRIGO continúa impulsando la excelencia de nuestro país en los más altos estándares de ética y competencia, confirmando su compromiso con la excelencia y la ética.

Hoy más que nunca, es fundamental tener un socio que no solo te apoye, sino que también te guíe y te impulse hacia el éxito.

Prepara lo mejor para ti mismo, para nosotros.

ÍNDICE

ESPECIAL: DERECHO FINANCIERO

EDITORIAL

- CAMILA ALEJANDRA VALENCIA ZÁRATE 13

ENTREVISTA

- ALAN RAÚL GARCÍA NORES 15
Financiamientos en el Perú: Tendencias y Retos

ESPECIAL

- CARLOS ENRIQUE ARATA DELGADO 21
Titulación de activos, emisiones de valores y certificados de participación

- LUIS MIGUEL ELÍAS 39
Finanzas sostenibles y *Greenwashing*: ¿Hacía dónde vamos?

- SEBASTIÁN YGNACIO DOMINGUEZ 51
El *Factoring* como técnica de financiamiento y alternativa de inversión en instrumentos de deuda privada dentro del Mercado de Valores

- FÁTIMA DE ROMAÑA Y DIEGO MUNARES 59
La captación de recursos dinerarios de terceros como forma de financiamiento e informalidad financiera-perspectiva de la SMV Y de la SBA

- ALIX GODOS Y MIRYAM ARMAS VALDIVIA 73
El Tribunal Constitucional, la regulación de la usura y los cuestionamientos a la constitucionalidad de la modificación operada a la Ley Orgánica del BCR por la Ley N.º 31143

- MARÍA ANGÉLICA MENES 91
M&A de empresas listadas: ¿Qué, cuándo y cómo comunicar al mercado?

- NICOLÁS CORNEJO GEMER 99
Funcionamiento de los "Representations And Warranties" en el Financiamiento de Proyectos

EDITORIAL

JHON PINEDA GALARZA Y MAYRA CAMPOS ARAGÓN.....	115
El riesgo legal en la compensación bancaria: Una mirada a la Ley de Banca y a las posiciones del Indecopi y el Poder Judicial	
FABIOLA GARCÍA MERINO Y FERNANDO MERINO NÚÑEZ	133
Fundamentos constitucionales del Derecho Financiero	
MERCEDES FERNÁNDEZ MOSCOL.....	145
Taxonomías para las Finanzas Sostenibles	
THOMAS THORNDIKE	159
"Cuando el río suena, piedras trae": La función de los covenants financieros en operaciones de financiamiento	

Cada gran proyecto, idea o iniciativa requiere una inversión, la cual, en la mayoría de los casos, implica un financiamiento. En este contexto, el Derecho Financiero ha adquirido una relevancia creciente dentro del ámbito jurídico y económico del país. En una nación donde la estabilidad económica debe construirse también sobre la base de regulaciones sólidas, una supervisión efectiva y un mercado en constante innovación, el examen de sus instituciones, prácticas y normas no es solo una inquietud académica: es una necesidad práctica para el desarrollo.

La edición Nº 45 de **ADVOCATUS** está dedicada al análisis y desarrollo de los principales temas que configuran el Derecho Financiero. Los artículos abordan, con una mirada crítica, asuntos que van desde el rol de las entidades regulatorias y la estabilidad financiera hasta el impacto de la digitalización y la sostenibilidad en los mercados. Se examinan instrumentos y técnicas como el *factoring*, la titulización y las emisiones de valores; los *covenants* en operaciones de financiamiento y el *project finance* aplicado a infraestructura; así como debates vigentes sobre tasas de interés, gobierno corporativo y fusiones y adquisiciones (*M&A*) de empresas listadas, y los retos que plantean los fenómenos climáticos y los cambios normativos para el diseño de garantías y la gestión del riesgo.

Con esta edición buscamos ofrecer al lector herramientas útiles para la práctica. Aspiramos a que más autores conecten la teoría con la praxis, de modo que quien todavía encuentra valor en el cuestionamiento jurídico y en las nuevas tendencias pueda complementar su ejercicio profesional y tomar decisiones que contribuyan a seguir mejorando el sistema financiero.

Desde **ADVOCATUS** expresamos nuestro más sincero agradecimiento a los autores que han contribuido con sus investigaciones y reflexiones, reafirmando con su trabajo el propósito de nuestra asociación: difundir el Derecho. Extendemos, además, nuestro reconocimiento a nuestros auspiciadores y miembros de la asociación, cuyo apoyo ha sido fundamental para la publicación de esta edición.

Finalmente, agradecemos a nuestros lectores por su continuo interés y apoyo. Esperamos que, en estas páginas, despierten nuevas preguntas —más de las que traían— como resultado de un interés renovado y crítico.

Camila Alejandra Valencia Zárate

Directora General
Revista **ADVOCATUS**

Financiamientos en el Perú: Tendencias y Retos Financing in Peru: Trends and Challenges

JAMIS | DALGUERRE
Abogados & Asociados

ALAN RAÚL GARCÍA NORES

Abogado por la Universidad de Lima, Magna Cum Laude.
Especialista en Derecho Corporativo, Financiero, Mercado de Capitales y M&A.
LLM en Derecho de Negocios Globales, New York University, Beca Dean's Award.
LLM en Derecho Corporativo y Servicios Financieros, National University of Singapore.



RESUMEN:

En este artículo, el autor aborda la evolución reciente de los financiamientos estructurados en el Perú, con especial énfasis en el sector agrícola, que ha pasado de tener acceso limitado al crédito a convertirse en un destino prioritario de inversión bancaria y de capital internacional. Se examina cómo el mercado ha incorporado estructuras contractuales más sofisticadas, mecanismos de cobertura frente al riesgo climático y las llamadas "Cláusulas Niño". Asimismo, se analizan las particularidades de las garantías en el agro como tierras, plantaciones y variedades patentadas, las tendencias actuales en la negociación de cláusulas financieras ante un escenario de reducción de tasas, y los efectos que ha tenido la entrada en vigencia del SIGM en el financiamiento del sector pesquero.

Palabras clave: Financiamientos, Agrícola, Fenómeno del Niño, SIGM.

ABSTRACT:

In this article, the author examines the recent evolution of structured financings in Peru, with a special focus on the agricultural sector, which has shifted from limited access to credit to becoming a priority destination for both domestic banks and international capital. The discussion highlights the growing use of sophisticated contractual structures, climate risk coverage mechanisms, and the so-called "Niño Clauses." It also addresses the particularities of agricultural collateral —such as land, plantations, and patented varieties—, current trends in loan covenant negotiations amid expectations of lower interest rates, and the impact of the implementation of the SIGM on financing in the fishing industry.

Keywords: Financing, Agriculture, El Niño phenomenon, SIGM.

1.- ¿Qué sectores han tenido mayor crecimiento en términos de financiamientos en los últimos años?

En los últimos años, los sectores de agricultura y minería han incrementado de manera notable su participación en operaciones financieras estructuradas. En nuestro caso particular, hemos tenido mayor participación en financiamientos a empresas agrícolas, sobre las que nos enfocamos a continuación. Lo que antes era considerado un sector con acceso limitado a créditos de gran escala, hoy se ha convertido en un destino atractivo para la colocación de capital por parte de los principales bancos peruanos y también por parte de entidades financieras internacionales. Este cambio ha venido acompañado de un mayor interés en aplicar estructuras contractuales más sofisticadas, que permiten canalizar recursos hacia proyectos de expansión agrícola —incluyendo los recambios varietales que se han vuelto tan necesarios para mantener la competitividad de productos— y, de igual manera, atender necesidades de refinanciamiento de deuda existente.

Las instituciones financieras han mostrado un apetito creciente por otorgar préstamos sindicados, líneas de crédito revolventes y finan-

ciamientos basados en flujos de exportación a compañías del rubro agrícola. Esta tendencia refleja la confianza en la capacidad de las empresas del sector para sostener sus flujos de exportación y cumplir con sus obligaciones financieras. Asimismo, se observa un mayor grado de sofisticación en la estructuración de estas operaciones, con mecanismos que permiten gestionar de manera más eficiente los riesgos propios de la actividad agrícola.

El sector agrícola en el Perú presenta un riesgo inherente: la vulnerabilidad frente al Fenómeno de El Niño. Este evento climático puede alterar severamente los niveles de producción y, en consecuencia, comprometer los flujos de caja que sirven de base para el repago de los créditos. Desde la perspectiva legal-financiera, ello se refleja en la inclusión de cláusulas contractuales específicas en los contratos de financiamiento, como *covenants* vinculados a niveles mínimos de cobertura, obligaciones de información periódica y *triggers* que permiten renegociar condiciones en caso de eventos climáticos adversos.

Sin embargo, los bancos han optado por asumir este riesgo, en gran medida gracias a la experiencia acumulada en transacciones ante-

riores que han demostrado que las empresas del sector pueden tener una recuperación tan rápida como lo fuera en primera instancia el propio impacto de El Niño. Se han implementado herramientas de cobertura y esquemas de monitoreo más rigurosos, lo que permite a las entidades financieras mitigar los efectos adversos que pudiera generar un evento climático extremo. Además, las operaciones contemplan estructuras de garantías sobre activos tangibles e intangibles; siendo el preponderante el fideicomiso en garantía que permite aislar flujos y activos, asegurando a las entidades financieras un mayor grado de control sobre las fuentes de repago. Estas prácticas han contribuido a consolidar un marco de financiamiento más sólido y atractivo para el sector.

En conclusión, la agricultura peruana ha pasado a ocupar un espacio central en el mercado de créditos estructurados y operaciones financieras de envergadura. El interés de los bancos nacionales e internacionales, junto con la sofisticación de las estructuras contractuales y el desarrollo de mecanismos de cobertura legal y financiera frente a riesgos climáticos, apuntan a que esta tendencia continuará.

En menor escala que el agro y la minería, debemos mencionar al sector pesquero, que siendo posible al mismo fenómeno climático que el sector agrícola, también ha visto un crecimiento en la cantidad de operaciones de financiamiento, en sus montos y plazos, con mayor apetito —o más bien menor reticencia— de la banca local. A diferencia del sector agrícola que cada vez cuenta con un número mayor de empresas medianas y grandes; el sector pesquero se concentra cada vez más en torno a seis o siete jugadores principales, lo cual resulta en empresas robustas en patrimonio y flujo que son bien percibidas por las entidades financieras.

2.- ¿Cómo se regula usualmente el impacto del Fenómeno de El Niño en financiamientos al sector agrícola?

En primer lugar, es importante detenernos en analizar si El Niño es o no un evento de caso fortuito o fuerza mayor en el Perú. Desde la

perspectiva del derecho civil, el caso fortuito o fuerza mayor se caracteriza por ser un evento extraordinario, imprevisible e irresistible. El Fenómeno de El Niño no cumple —al menos no cumple plenamente— con estos requisitos: no es extraordinario en el contexto peruano, porque ocurre con relativa periodicidad; tampoco es completamente imprevisible, porque existen instituciones como el SENAMHI y organismos internacionales que emiten alertas y proyecciones con meses de anticipación. Si bien no se puede determinar con exactitud la magnitud de su impacto, la recurrencia del fenómeno a lo largo de las décadas y los sistemas de monitoreo climático existentes permiten anticipar su posibilidad y, por ende, adoptar medidas de prevención y mitigación.

Por ello, la jurisprudencia y la doctrina en el Perú consideran mayoritariamente que el Fenómeno de El Niño no constituye un evento de caso fortuito o fuerza mayor en sentido estricto porque, a diferencia de otros desastres naturales, su ocurrencia es cíclica y previsible.

En el ámbito financiero, el Fenómeno de El Niño es un riesgo inherente al negocio agrícola y al pesquero y, por lo tanto, debe ser asumido y gestionado por el deudor como parte de la operación normal. Por ello, en los contratos de financiamiento nunca veremos que la ocurrencia de El Niño libera al deudor de sus obligaciones de pago.

Contrario a ello, los contratos de financiamiento suelen contemplar *covenants* financieros diseñados para asegurar un nivel mínimo de liquidez o cobertura del servicio de deuda, incluso bajo escenarios de disminución de ingresos, como lo sería un eventual Fenómeno de El Niño. En caso de incumplimiento de dichos covenants, inclusive como consecuencia de un evento climático severo, se gatillan eventos de incumplimiento o, de manera más general, un *material adverse effect* —MAE— que facultan al acreedor a renegociar condiciones, exigir garantías adicionales o, en última instancia, declarar vencida la obligación.

Sin embargo, limitarnos a regular eventos de

incumplimiento sería incompatible con un financiamiento de mediano o largo plazo en el sector agrícola porque es una realidad que ocurrirá un fenómeno climático, y es probable que tenga un impacto significativo en el deudor. En ese contexto, las entidades financieras han venido moldeando las conocidas como "Cláusulas Niño" que pueden diferir en condiciones, pero tienen en común que se materializan en una reprogramación del pago de un determinado número de cuotas de principal —pero no de intereses—.

Otra condición habitual de una "Cláusula Niño" es que el procedimiento se inicia con una solicitud del deudor en la que debe acreditar el cumplimiento de determinadas condiciones, entre las cuales destaca que la situación de dificultad que atraviesa el deudor es resultado exclusivo del propio Fenómeno de El Niño. Es decir, que el deudor pueda demostrar que —de no haber ocurrido este fenómeno—, no estaría incurso en incumplimiento de los *covenants* financieros u otros.

Algunas diferencias que se pueden encontrar en las distintas modalidades de la "Cláusula Niño" son: (a) si la postergación opera de forma automática una vez cumplidas las condiciones previstas en el contrato —es decir, es un derecho del deudor—, o si es discrecional para la entidad financiera aprobar o no la postergación; (b) si la postergación no implicará costos para el deudor, o si estará sujeta al pago de una comisión —similar a un *waiver fee*— o de los costos de rompimiento de fondeo; (c) si las cuotas de principal postergadas son incorporadas a las cuotas remanentes del plazo contractual, o si éstas son postergadas hasta después del final del plazo contractual, extendiéndose el mismo; y (d) si a las cuotas postergadas les será aplicable una nueva tasa de interés a ser acordada al momento de la postergación, de tal forma que se genera en esencia un tramo independiente dentro del mismo financiamiento.

Finalmente, una tendencia que se viene observando en el mercado es la de ampliar el ámbito de aplicación de las "Cláusulas Niño". Originalmente, estas cláusulas únicamente podrían ser

aplicadas en casos en los que El Niño fuese calificado como "grave" o "severo" por la entidad gubernamental competente. Sin embargo, la experiencia demuestra que la calificación del fenómeno puede estar completamente alejada de la realidad de determinadas zonas geográficas, como fue el caso del "niño costero" de 2017, que de acuerdo a la redacción de las "Cláusulas Niño" vigentes en ese momento, no permitió al deudor gatillar la postergación. En ese contexto, se observa ahora reducir la condición para efectos de incluir fenómenos que sean calificados como "moderados" e, inclusive, desvincular la posible postergación del Fenómeno de El Niño, para referirse a cualquier fenómeno climático que impacte de forma sustancial y específica las operaciones del deudor; convirtiéndose entonces una "postergación por fenómeno climático".

3.- ¿Qué otras particularidades deben considerarse en un financiamiento agrícola?

Los financiamientos al sector agrícola son esencialmente garantizados por el propio campo, que no es más que la suma de tres conceptos: tierra, plantaciones y equipos.

Respecto de la tierra, en cada terreno agrícola peruano coexisten tres realidades: la física, la registral y la jurídica, todas pueden diferir entre sí, y todas pueden diferir con las realidades de los vecinos. Así, un terreno que registralmente tiene un propietario, determinadas coordenadas y una determinada área, puede físicamente tener otra ubicación espacial, un área menor o mayor, y estar superpuesto total o parcialmente con la propiedad de un vecino —o, en muchos casos, del Estado—.

Todo ello va a afectar el valor al que un banco puede tomar en garantía un terreno y con ello cumplir con un determinado ratio de cobertura. Por ello, es importante considerar la conveniencia de llevar a cabo estudios topográficos que determinarán la realidad física de un terreno, y búsquedas catastrales que contrastarán la realidad física con la registral, y aquellas de los vecinos, evidenciando las superposiciones. La existencia de superposiciones no necesaria-

mente debe resultar en el banco descartando el terreno; pero si pueden implicar la reducción del valor asignado al excluirse las áreas superpuestas y sus cultivos.

Respecto de las plantaciones, en la última década se ha masificado el uso de variedades patentadas en el agro peruano, particularmente en la producción de arándano y uva. Los avances tecnológicos permiten desarrollar variedades adaptadas al clima, suelo y otras variables de cada zona geográfica peruanas. En un primer momento, estas variedades patentadas eran la excepción y los productores que las empleaban destacaban por sus niveles de producción y eficiencia. Sin embargo, la competitividad del mercado mundial y las importantes fluctuaciones de precio —en particular del arándano—, convirtieron el uso de variedades patentadas en una necesidad, sin la cual sería imposible competir frente a productores de otros países.

Por ello, gran parte de los financiamientos del sector agrícola se destinan al recambio varietal. Es decir que la empresa no aumentará el área de la producción, ni construirá una planta; sino simplemente reemplazará cultivos antiguos por variedades nuevas con mayor productividad, calidad y resistencia a enfermedades o condiciones climáticas. La diferencia puede ser tal, que el recambio varietal termine siendo más rentable que sembrar más hectáreas.

En ese contexto, se vuelve esencial analizar si el deudor es efectivamente propietario de las variedades vegetales que pretenden otorgar en garantía. Las variedades patentadas pueden ser sembradas bajo distintas modalidades, siendo la más usual el contrato de licencia con el *breeder* para la producción y comercialización. La gran mayoría de estos contratos requiere de la aprobación, dispensa o consentimiento anticipado del *breeder* —licenciatario— para que las plantaciones de variedades patentadas sean otorgadas en garantía, ya sea en garantía mobiliaria o en fideicomiso.

Así, el cierre de los financiamientos garantizados con terrenos y plantaciones muchas veces estará condicionado al resultado favorable de

estudios topográficos, búsquedas catastrales y al consentimiento de los *breeders* de variedades patentadas.

4.- ¿Qué tendencias observa en la negociación de cláusulas contractuales en los recientes meses?

Los contratos de préstamo a mediano plazo están atravesando un proceso de renegociación y ajuste motivado por la expectativa de una bajada de tasas de interés en el futuro cercano, partiendo desde Estados Unidos y replicándose en toda la región. Este contexto macroeconómico introduce una tensión natural entre acreedores y deudores: mientras las empresas buscan flexibilidad para capturar condiciones más favorables cuando los costos de financiamiento disminuyan, los bancos intentan preservar la rentabilidad de sus colocaciones y blindarse frente a un eventual reperfilamiento de deuda.

Se tornan cada vez más relevantes las cláusulas de prepago voluntario. Tradicionalmente, los pagos anticipados han estado sujetos al pago de comisiones que sirven de desincentivo y además compensan parcialmente el rendimiento esperado de la operación para el banco. Sin embargo, ante la perspectiva de tasas más bajas, los deudores presionan para negociar reducciones o incluso la eliminación de estas penalidades. En la práctica, esto ha llevado a un mayor uso de fórmulas intermedias, como comisiones de prepago decrecientes en el tiempo o la incorporación de ventanas específicas en las que el pago anticipado no genera costo adicional para el deudor.

Asimismo, se observa un mayor nivel de discusión en torno a las cláusulas de *margin adjustment* o de *step-down*, que permiten modificar el margen crediticio si el riesgo del deudor mejora o si el mercado ofrece referencias más competitivas. Aunque los bancos suelen mostrarse reticentes a conceder reducciones automáticas, en contextos de tasas a la baja se han vuelto más frecuentes los esquemas de ajuste vinculados a indicadores objetivos, como ratings crediticios, niveles de endeudamiento o ratios de cobertura. Este tipo de disposiciones permiten al deudor

capturar parcialmente el beneficio de un entorno de tasas descendentes sin necesidad de refinanciar completamente la deuda.

De igual modo, han cobrado importancia las cláusulas de eventos de mercado —*market disruption*—, pues los prestamistas buscan protegerse frente a escenarios en los que la disminución de tasas venga acompañada de ajustes regulatorios o de disruptiones que afecten la determinación de tasas de referencia como la SOFR. Estas previsiones permiten a las entidades financieras mantener cierto margen de maniobra frente a variaciones abruptas en los índices utilizados para calcular intereses.

La expectativa de un ciclo de reducción de tasas de interés ha reconfigurado el balance de poder en la negociación de contratos de préstamo a mediano plazo. Los deudores se muestran más activos en la búsqueda de flexibilidad contractual que les permita capitalizar el entorno favorable, mientras que los acreedores contrarrestan con mayores exigencias en materia de información, garantías y *covenants*. Esta dinámica pone de relieve que la regulación contractual del riesgo financiero no es estática, sino que evoluciona en función de las condiciones del mercado.

5.- ¿Cuáles han sido los principales efectos de la entrada en vigencia del SIGM en el otorgamiento de garantías dentro del sector pesquero peruano?

El 02 de marzo de 2025 se activó formalmente el sistema informativo de garantía mobiliaria —SIGM— y con ello, al día siguiente entraron en vigencia el Decreto Legislativo No. 1400 que aprueba el Régimen de Garantía Mobiliaria, su reglamento aprobado por Decreto Supremo No. 243-2019-EF, y las demás normas que -habiéndose sido aprobadas más de seis años antes- estaban suspendidas hasta la activación del SIGM. Entre ellas, se modificó el Código Civil en el extremo referido a bienes inmuebles, los

cuales incluyen desde el 03 de marzo de 2025, a las embarcaciones pesqueras.

Consecuentemente, las embarcaciones pesqueras ya no pueden ser gravadas por medio de garantías mobiliarias que, hasta esa fecha, fueron la modalidad más empleada en financiamientos pesqueros —sector en el que existe muy poca experiencia de fideicomisos sobre embarcaciones—.

La garantía mobiliaria es entonces sustituida por la hipoteca, la cual trae un perjuicio inherente: la dificultad de ejecución, la cual necesariamente deberá ser por la vía judicial. Por las características operativas de una embarcación, considero que, de optarse por esta figura, esta debería ser constituida como una hipoteca sobre unidad de producción que se extienda sobre el conjunto de bienes muebles e inmuebles necesarios para su explotación económica, considerándolos como una unidad.

Alternativamente, existe la posibilidad de apartar las embarcaciones —incluyendo los bienes muebles necesarios para su operación— a un fideicomiso en garantía. Esta siempre fue una alternativa pero resultó muy pocas veces implementada por la poca experiencia en la ejecución frente al Ministerio de Producción y por los costos más elevados.

Cualquiera sea el esquema de garantía por el que se opte, el acreedor deberá prestar especial atención a la viabilidad de la ejecución de su garantía, la cual involucrará al Ministerio de la Producción para el reconocimiento de la titularidad del permiso de pesca y de la cuota pesquera, los que usualmente representan por lo menos tres cuartas partes del valor tasado. Así, se recomienda informar al Ministerio de la constitución de las garantías y asegurarse poderes irrevocables que permitan al acreedor o al agente de garantías recurrir directamente a la entidad para hacer efectiva la transferencia de licencias y el uso de la cuota.

Recibido con fecha 2 de septiembre de 2024 y aceptado por el Comité Arbitral con fecha 28 de agosto de 2025.

Titulización de Activos, Emisiones de Valores y Certificados de Participación

Asset Securitization, Securities Issuance, and Participation Certificates

CARLOS ENRIQUE ARATA DELGADO

Abogado por la Pontificia Universidad Católica del Perú.
LLM in Corporate Law por NYU – School of Law.

- SUMARIO:**
- I. Introducción.
 - II. Titulización de Activos.
 - 1. ¿Qué es?
 - 2. ¿Qué ventajas tiene?
 - 3. ¿Qué puede titulizarse?
 - 4. ¿Qué títulos pueden emitirse?
 - III. Certificados de Participación.
 - IV. Conclusiones.

RESUMEN:

La titulización de activos se ha convertido, qué duda cabe, en un importante instrumento de financiamiento en los últimos tiempos para todo tipo y tamaño de empresas, amoldándose a distintas estructuras, necesidades y circunstancias. Sin embargo, es usual que se trate de emisiones de bonos o instrumentos de deuda, siendo el uso de certificados de participación más bien residual. En este trabajo se tratará de explicar cómo funcionan los certificados de participación emitidos en el marco de procesos de titulización y qué ventajas podemos encontrar en determinadas circunstancias.

Palabras clave: Titulizaciones, financiamientos, fideicomisos, certificados de participación, inversión.

ABSTRACT:

Asset securitization has undoubtedly become an important financing tool in recent times for companies of all types and sizes, adapting to different structures, needs, and circumstances. However, it is common for these to be bond issues or debt instruments, with the use of participation certificates being rather residual. This paper will attempt to explain how participation certificates issued in the context of securitization processes work and what advantages they offer in certain circumstances.

Keywords: Securitzations, financing, trusts, participation certificates, investment.

I. INTRODUCCIÓN

De acuerdo con el Informe de Estabilidad del Sistema Financiero publicado por la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP —SBS— a mayo de 2024¹, los saldos de créditos en el sistema financiero crecieron únicamente 1.1% a febrero 2024 y, de hecho, los saldos de créditos no minoristas registraron un descenso de -1.9%. Esto es una clara consecuencia de la desaceleración de nuestra economía —que en el 2023 se contrajo 0.6%—.

Sin embargo, creo que este menor dinamismo del sistema se explica también por elementos tales como el incremento de las tasas de interés y elevados niveles de inflación —aunque ambos han ido cediendo paulatinamente—. Estos factores han llevado a las entidades financieras a ser más adversos a riesgos poco usuales y a endurecer condiciones —como plazo y tasa—. Si a esto le sumamos el endurecimiento de los criterios para el otorgamiento de préstamos proveniente de la regulación del sistema financiero, cae de maduro que nuevas alternativas tienen que surgir para que las empresas puedan financiar sus actividades.

Frente a esta situación, los agentes económicos se ven en la necesidad de buscar nuevas fuentes para financiar sus operaciones o, en muchísimos casos, para reperfilar sus deudas y liberar de esa forma líneas de crédito en el sistema financiero. Ciertamente, esta situación es mucho más clara en pequeñas y medianas empresas que por obvias razones no alcanzan a mejores condiciones financieras y que, además, generalmente se ven más afectadas por la crisis económica, volviéndose por lo tanto más riesgosas.

En este contexto, el mercado de deuda privada ha mostrado un franco crecimiento en los últimos años; fondos de deuda privada y compañías de seguro se han presentado como actores importantes, ofreciendo mayores plazos y mayor flexibilidad en otras condiciones —p.e. plazos de gracia holgados, permitiéndole al prestatario cierto alivio en su flujo de caja, pudiendo incluso aceptar tasas más altas que las que ofrece el sistema financiero a cambio de esta holgura—. Como se indica en una nota en Gestión publicada hace unos meses:

"Los fondos de deuda privada, con largo histórico en los mercados globales, surgieron como

1. Visto en <https://www.sbs.gob.pe/Portals/0/IESF-2024-1.pdf> el 9 de junio de 2024.

*una respuesta de los mercados financieros al endurecimiento de las regulaciones a la banca, con la finalidad de ofrecer a empresas de mediano tamaño acceso a financiamiento con estructuras más flexibles y plazos más largos, que muchas veces no podían conseguir en los grandes bancos. En ese sentido, se presentan como una interesante alternativa [...] para las firmas que tienen reducido acceso al mercado de capitales y cuentan con suficientes activos que puedan usarse como colateral..."*²

¿Qué tiene que ver lo anterior con el título del artículo? Pues que los factores antes indicados y la cada vez mayor participación de nuevos "jugadores" hace necesario el empleo de diversos instrumentos que se acomoden a las necesidades del ambiente cambiante. Y así, aunque no nuevos, los instrumentos titulizados se presentan como una alternativa que hasta hace un tiempo no era tan popular, pero que, gracias a su versatilidad y ventajas viene adquiriendo un espacio muy merecido.

En este trabajo me concentraré en un tipo especial de instrumento titulado: los certificados de participación. Para ello, en un primer capítulo analizaremos en términos generales qué es, cómo funciona y qué ventajas tiene un proceso de titulización de activos —en particular respecto de otras estructuras— haciendo énfasis en los fideicomisos de titulización, para luego entrar a analizar cómo operan los certificados de participación en estos procesos y describiremos algunas operaciones realizadas con estos instrumentos.

II. LA TITULIZACIÓN DE ACTIVOS**1. ¿Qué es?**

Partamos por la definición legal. Así, conforme

2. "Fondos de deuda privada cobran fuerza: ¿una oportunidad prometedora para este 2024?" Publicado en Diario Gestión 5 de marzo de 2024.
3. Según Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores – Decreto Legislativo N.º 861, aprobado mediante Decreto Supremo N.º 020-2023-EF.
4. Lazo Navarro, Jorge "Una Visión general sobre la Titulización de Activos en el Perú" En Themis – Revista de Derecho, N.º 54. Lima, Agosto 2007. P. 180.
5. Benavides Gonzales, Javier "Titulización de activos en el Perú" En Themis – Revista de Derecho N.º 40. Lima, Agosto 2000. p. 125.

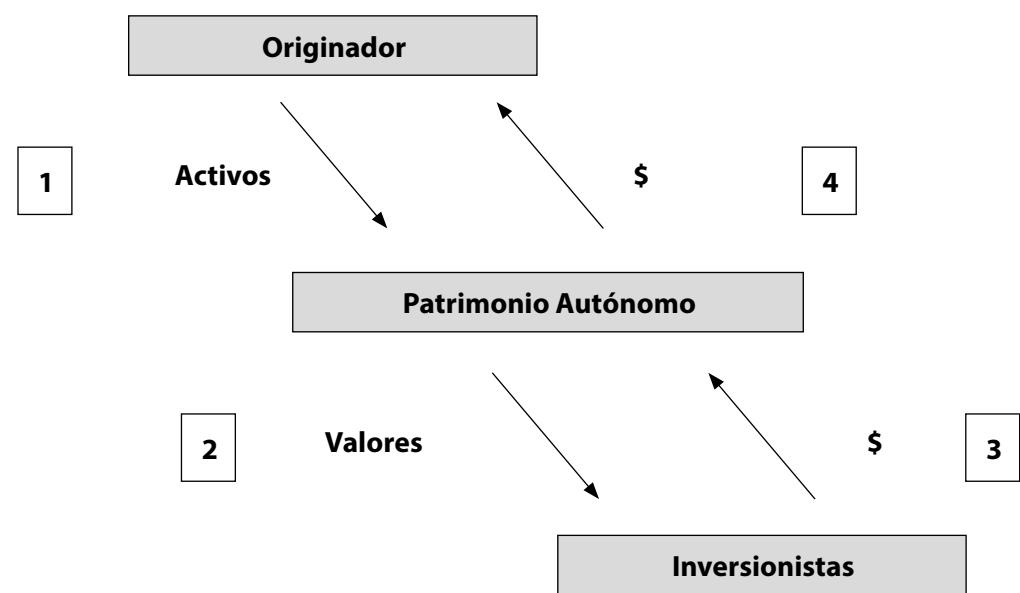
al primer párrafo del artículo 291 de la Ley de Mercado de Valores —la "LMV"—³ "Titulización es el proceso mediante el cual se constituye un patrimonio cuya finalidad es respaldar el pago de los derechos conferidos a los titulares de valores emitidos con cargo a dicho patrimonio. Comprende, asimismo, la transferencia de los activos al referido patrimonio y la emisión de los respectivos valores." Por su parte, Lazo define la titulización de activos "...como el proceso que permite convertir los flujos de fondos originados por activos ilíquidos o de lenta rotación, previamente estructurados o empaquetados, en valores mobiliarios negociables, para su colocación a terceros inversionistas mediante oferta pública o privada con la garantía que ofrecen los activos subyacentes y su flujo de fondos asociados."⁴

De manera más general, Javier Benavides indica que "Una titulización no es más que una emisión de valores basada en los flujos dinerarios que brinda —o tiene o tendrá capacidad de brindar— un grupo de activos que se encuentra separado en un vehículo apropiado para tal fin, el cual puede ser un fideicomiso u otra entidad que brinde similares fines, tal como puede ser una sociedad anónima con un fin social restringido."⁵ —el agregado nuestro—.

Así, en estos procesos, como se indica en la definición legal, (i) se crea un patrimonio autónomo; (ii) un originador transferirá determinados activos a dicho patrimonio autónomo; (iii) dicho patrimonio autónomo emitirá valores mobiliarios que serán respaldados —salvo que se constituyan colaterales— exclusivamente con los activos del patrimonio autónomo; y, (iv) los valores mobiliarios serán colocados entre inversionistas de manera pública o privada.

Básicamente, podríamos graficar el proceso de la siguiente manera:

Gráfico 1



Describiendo paso a paso este proceso:

- En un primer momento el originador —que vendría a ser el fideicomitente en un fideicomiso tal como lo dispone el artículo 8 del Reglamento de Titulizaciones— como se define más adelante —selecciona uno o varios activos, líquidos o no— ya veremos cómo afecta la estructuración de la titulización unos u otros —y los aporta a un patrimonio autónomo, que puede tener la forma de un patrimonio fideicometido o de un vehículo de propósito especial.⁶

A fin de que la titulización sea una titulización “pura” y se obtengan las ventajas que vamos a describir más adelante, esta transferencia deberá ser una venta real —*true sale*—, lo que implica que se realice sin recurso al originador —es decir, que un incumplimiento en el pago de los valores emitidos— o incluso de los derechos de cobro cedidos —no genere una acción

contra el originador— y vuelva al patrimonio remoto de la quiebra del originador. Como indica Schwarcz:

*“La transferencia busca separar las cuentas por cobrar – o el activo transferido – de los riesgos inherentes del originador. Por esta razón, el originador estructura en la mayoría de los casos la transferencia para que esta constituya una «venta verdadera», una venta que sea eficaz de acuerdo a la ley de quiebras para separar las cuentas por cobrar de los bienes que estarían afectados ante una eventual quiebra del originador.”*⁷ —el agregado es nuestro—.

- En un segundo y tercer momento, el patrimonio fideicometido emite valores que coloca entre público inversionistas mediante oferta pública o privada y, como contraprestación por la suscripción de estos valores, los inversionistas pagan el valor de colocación.

6. Por tratarse ampliamente del mecanismo casi exclusivamente empleado para las titulizaciones en el Perú, vamos a enfocar este artículo en los fideicomisos de titulización y no tanto en las sociedades o vehículos de propósito especial.
 7. Schwarcz, Steven L. *“La Alquimia de la Securitización de Activos”* En Themis – Revista de Derecho N.º 40. Lima, Agosto 2000. p. 115.

- En un cuarto momento, con los recursos captados en la emisión, el patrimonio fideicometido paga al originador por los activos que transfirió en el primer momento.

De esta manera, se cierra el círculo y el originador obtiene el financiamiento requerido, el patrimonio se hace de los activos, se emiten valores y los inversionistas colocan su dinero para suscribir estos valores que serán repagados —a manera de deuda o de participación, como veremos— exclusivamente —salvo algunos mejoradores— con los activos transferidos al patrimonio fideicometido o los flujos o rentabilidad que estos generen.

Así las cosas, pues, podemos definir a la titulización de activos como el procedimiento por medio del cual, a fin de obtener financiamiento, un agente —originador— transfiere a un vehículo de propósito especial —que podrá ser una sociedad de propósito especial o un patrimonio fideicometido⁸— determinados activos —que, según veremos, pueden ser líquidos o no, existentes o futuros—, el mismo que emitirá valores de manera pública o privada, los cuales serán repagados exclusivamente con los activos transferidos.

Este procedimiento tiene, además, las siguientes características:

- Es una transferencia de activos verdadera, esto es, sin recurso al originador. Esto significa que, en caso los activos resulten insuficientes para el repago de los valores, los inversionistas no debieran tener recurso frente al originador para el pago de los valores, pues —salvo que existan mejoradores o garantías adicionales— estos deben pagarse exclusivamente con los activos transferidos o los flujos o rentas que estos generen.

8. En el artículo 301 de la LMV se define al fideicomiso de titulización de la siguiente manera: *“En el fideicomiso de titulización, una persona denominada fideicomitente se obliga a efectuar la transferencia fiduciaria de un conjunto de activos en favor del fiduciario para la constitución de un patrimonio autónomo, denominado patrimonio fideicometido, sujeto al dominio fiduciario de este último y que respalda los derechos incorporados en valores, cuya suscripción o adquisición concede a su titular la calidad de fideicomisario y las demás obligaciones que asuma conforme a lo previsto en el artículo 291.”*

- El vehículo de propósito especial es de quiebra remota. Esto importa no sólo que los patrimonios del originador y del vehículo estén claramente diferenciados, sino que, además, las actividades del vehículo se encuentren circunscritas a aquellas descritas en los documentos constitutivos, y que podrían ser, por ejemplo, la adquisición de nuevos activos, cobranza de los activos existentes, acciones de recuperación, etc.

2. ¿Qué ventajas tiene?

Ahora bien, habiendo visto qué es una titulización, cabe preguntarse por qué usar este mecanismo en lugar de otros que pudieran resultar más sencillos. Y es que la titulización reviste una serie de ventajas frente a otras estructuras, que si bien pueden desagregarse en varias, podríamos agruparlas en las siguientes principales:

- Permite al inversionista aislar riesgos. Hemos comentado ya que el vehículo de propósito especial es de “quiebra remota”, lo que supone:
- Que el pago de los valores se realice exclusivamente con cargo a los activos que le han sido transferidos —sin perjuicio que se puedan otorgar garantías adicionales— y, por lo tanto, no debe afectarle una insolvencia del originador.

Sobre el particular, es importante resaltar lo que indican los artículos 310 a 312 de la LMV:

“Artículo 310.- Patrimonio Fideicometido.- El acto constitutivo, una vez cumplida la forma establecida, genera un patrimonio autónomo, distinto al patrimonio propio de la sociedad titulizadora, del

fideicomitente, del fideicomisario y de la persona designada como destinatario de los activos remanentes del fideicomiso. Sobre dicho patrimonio la sociedad titulizadora ejerce el dominio fiduciario a que se refiere el artículo 312.”

Artículo 311.- Intangibilidad del Patrimonio Fideicometido.- Los activos que integran el patrimonio fideicometido no se encuentran afectos al pago de las obligaciones y responsabilidades de las personas señaladas en el artículo anterior. No obstante, los acreedores del destinatario de los activos remanentes pueden ejercer sus derechos sobre ellos una vez que, habiendo finalizado el fideicomiso, hubieren sido puestos a su disposición en el modo y plazo establecido en el acto constitutivo.

“Artículo 312.- Responsabilidad del Patrimonio Fideicometido.- Los activos que integran el patrimonio fideicometido se encuentran afectos al pago de las obligaciones y responsabilidades que la sociedad titulizadora contraiga en ejercicio del dominio fiduciario a que se refiere el artículo siguiente, por los actos que efectúe para el cumplimiento de la finalidad para la que fue constituido el fideicomiso y, en general, de acuerdo con lo establecido en el acto constitutivo.

No se encuentran afectos a dicho pago, salvo pacto en contrario, los activos que integran el patrimonio propio de la sociedad titulizadora, del fideicomitente, del fideicomisario y del destinatario del remanente.”

Es claro pues, según lo indicado en las disposiciones citadas, que el patrimonio fideicometido⁹ únicamente responderá por las obligaciones que este asume y bajo ningún concepto otras obligaciones del originador o de la sociedad titulizadora y, para todos los efectos, el patrimonio fideicometido será autónomo del del originador y la sociedad

titulizadora. Así las cosas, ante la insolvencia del originador, el titular de los valores no se verá afectado pues el patrimonio especial no responderá por otras obligaciones del originador y, siempre que los activos del patrimonio sean suficientes para el pago de los valores, su derecho de crédito estará respaldado y tendrá una fuente de repago.

- Que el patrimonio especial sólo realice aquellas actividades que se indican en los documentos constitutivos, de manera que los titulares de los valores emitidos por el patrimonio puedan claramente calcular los riesgos que se están asumiendo. De hecho, el texto original del artículo 291 de la LMV disponía que el patrimonio especial tenía por finalidad exclusiva la de respaldar la emisión de valores.

Como vimos, de acuerdo con el artículo 291 de la LMV dispone que es finalidad del patrimonio de propósito exclusivo respaldar la emisión de valores, indicando en un segundo párrafo que “*De manera adicional al cumplimiento de su finalidad, el patrimonio fideicometido puede respaldar otras obligaciones contraídas con entidades financieras u organismos multilaterales...*” Sobre el particular, Viale y Lanata indican que:

“En este caso, la LMV es clara y establece que el patrimonio fideicometido de un proceso de titulización puede servir como garantía de obligaciones con entidades financieras u organismos multilaterales al indicar expresamente «de manera adicional al cumplimiento de su finalidad» (2002). Y esa finalidad está detallada líneas arriba en el mismo artículo: «respaldar el pago de los derechos conferidos a los titulares de valores emitidos con cargo a dicho patrimonio» (2002). Por lo tanto, de acuerdo con el artículo 291 de la LMV, el fideicomiso de titulización puede cumplir una función de garantía (para cierto tipo de entidades y organismos)

9. Característica esta que se comparte con los fideicomisos bancarios sujetos a la Ley 26702.

siempre que primero cumpla su función financiera mediante la emisión de valores mobiliarios por parte de la sociedad titulizadora a ser pagados con cargo a dicho patrimonio fideicometido (2002).¹⁰

Ahora bien, la norma no prohíbe que el patrimonio pueda realizar otras actividades, como por ejemplo, desarrollar un proyecto inmobiliario, para lo cual tendrá que entrar en una serie de relaciones jurídicas independientes —p.e. con el constructor, el desarrollador, el promotor e incluso, con los adquirentes o arrendatarios de las unidades inmobiliarias que componen el proyecto—.

Sin embargo, lo que sí es claro es que, cualquier actividad que pueda realizar el patrimonio o cualquier obligación que pueda asumir, debe estar clara y previamente autorizada en el acto constitutivo. De esta manera, el titular de los valores que emita el patrimonio tendrá certeza de qué puede y qué no —por no estar en el documento constitutivo— hacer el patrimonio y, por lo tanto, qué riesgo es el que está asumiendo.

Momento 1 – pre titulización:

Activo	Pasivo	
Caja Bancos	100,000.00	Cuentas por Pagar CP
Inmuebles	5,000,000.00	Cuentas por Pagar LP
Cuentas por cobrar	3,000,000.00	Cuentas por pagar accion
Inversiones	250,000.00	Total pasivos
		Patrimonio
		Capital social
		Total Patrimonio
Total activos	8,350,000.00	Total Pasivo+Patrimonio

10. Viale Leo, Miguel Antonio y Mateo Lanata Dávila “Los Procesos de Titulización de Activos: Comentarios al Precedente de Observancia Obligatoria Emitido por la Superintendencia del Mercado de Valores” En: Themis – Revista de Derecho N.º 81. Lima, julio 2022. p. 100.

Visto lo anterior, una estructura de valores titulizados es un mecanismo muy útil para que los inversionistas accedan a instrumentos con un riesgo delimitado a lo que se ha transferido al patrimonio fideicometido y lo que éste puede hacer. Por lo tanto, el análisis que debe realizarse es sobre la suficiencia de los activos transferidos para repagar el título emitido o de los proyectos que se emprenderá —o activos que se adquirirán— para rendir lo que los inversionistas esperan. Otros proyectos, activo o pasivos del originador son, para estos efectos, irrelevantes.

- ii. Permite obtener un financiamiento fuera de balance.

Ya se ha dicho que la titulización permite obtener financiamiento mediante la transferencia de activos a un patrimonio de propósito especial o exclusivo a cambio de una contraprestación —que proviene de la emisión de los valores—. Por lo tanto, se produce una sustitución de activos, de uno no tan líquido a caja. Sería algo como lo siguiente:

Momento 2 post titulización en el que el originador transfiere parte de sus cuentas por cobrar:

Activo		Pasivo	
Caja Bancos	1,600,000.00	Cuentas por Pagar CP	2,500,000.00
Inmuebles	5,000,000.00	Cuentas por Pagar LP	4,000,000.00
Cuentas por cobrar	1,500,000.00	Cuentas por pagar accion	600,000.00
Inversiones	250,000.00	Total pasivos	7,100,000.00
Patrimonio			
	Capital social	1,250,000.00	
	Total Patrimonio	1,250,000.00	
Total activos	8,350,000.00	Total Pasivo+Patrimonio	8,350,000.00

Puede observarse que la cuenta Caja-Bancos del originador se ha incrementado como consecuencia de la operación de S/ 100,000 a S/ 1,600,000; y en contrapartida las cuentas por cobrar se han reducido de S/ 3,000,000 antes de la operación a S/ 1,500,000. Así, el originador ha obtenido recursos líquidos —financiamiento— sin que ello haya significado un incremento de sus pasivos —puede observarse en los cuadros que los pasivos del originador se han mantenido sin alteraciones—.

Obviamente el ejemplo es muy simplista —pues hay muchas otras consideraciones contables y financieras que entran a tallar al momento de hacer la transferencia y determinar cómo se afectan las cuentas del balance—, pero igual, gracias a esta operación el originador ha convertido S/ 1,500,000 de cuentas por cobrar que podía recibir en un futuro en S/ 1,500,000 de caja hoy, dinero que puede servirle para nue-

vas inversiones.¹¹ Y esto lo logró sin incrementar su deuda.

Asimismo, el hecho de poder financiarse sin incrementar pasivos, permite a los originadores desarrollar nuevos proyectos o realizar inversiones sin estresar sus indicadores financieros, lo cual, particularmente en épocas de crisis, resulta sumamente atractivo.

Incluso, estas estructuras pueden emplearse para reperfilar pasivos. Como veremos en el siguiente numeral, la titulización permite a ciertos originadores acceder a un mercado de inversionistas al que de otro modo no tendrían acceso, y con ello, a mejores condiciones. Siguiendo con el ejemplo del balance que describimos anteriormente, imaginemos que, en lugar de guardar el dinero en la caja, el originador lo usase para el prepago de obligaciones de corto plazo. De esta forma, el balance quedaría así:

11. Sobre la naturaleza de operación de financiamiento de las operaciones de titulización de activos, ver Viale y Lanata, op. cit.

Activo		Pasivo	
Caja Bancos	100,000.00	Cuentas por Pagar CP	1,000,000.00
Inmuebles	5,000,000.00	Cuentas por Pagar LP	4,000,000.00
Cuentas por cobrar	1,500,000.00	Cuentas por pagar accion	600,000.00
Inversiones	250,000.00	Total pasivos	5,600,000.00
		Patrimonio	
		Capital social	1,250,000.00
		Total Patrimonio	1,250,000.00
Total activos	6,850,000.00	Total Pasivo+Patrimonio	6,850,000.00

En este escenario el originador, al usar los S/ 1,500,000 a prepagar parcialmente su deuda de corto plazo, no sólo ha mejorado su ratio deuda/patrimonio, sino que, además, al alargar el plazo de sus obligaciones, libera fondos en su flujo de caja.

- iii. Permite acceder a nuevos finanziadores y mejores condiciones financieras.

Sobre el primer punto, podríamos preguntnos, si es que el riesgo del inversionista está aislado a los activos que han

12. Por ejemplo, podemos encontrarnos ante un originador que ha transferido los derechos de cobro –existentes y futuros– de determinado(s) contrato(s) suscritos a la fecha de constitución del patrimonio fideicometido. Como por distintas circunstancias dichos contratos podrían resolverse o reducirse el uso por parte de la contraparte –p.e. en un suministro no exclusivo y sin plazo forzoso–, en estos casos, es usual que el originador asuma la obligación de aportar nuevos contratos; sin embargo, de entrar el originador a una situación de insolvencia o de crisis, no sólo podría no cumplir con su obligación de transferir nuevos contratos, sino que sería incapaz de suscribir nuevos contratos que puedan ser transferidos. En otras estructuras los derechos de cobro o activos transferidos pueden ser más autosuficientes para cumplir con el repago de las obligaciones asumidas por el patrimonio. Pensemos por ejemplo en una estructura por la que el originador aporta un inmueble que viene empleando para sus actividades; acto seguido suscribe con el patrimonio fideicometido un contrato de alquiler; se emiten bonos con lo cual el originador vuelve líquido el inmueble y asume sólo obligaciones corrientes consistentes en el pago del arrendamiento. Los valores emitidos serán repagados con el flujo proveniente, justamente, del arrendamiento, pero, adicionalmente, tendrá como garantía el inmueble aportado por el originador. Así, en realidad la garantía termina siendo dicho inmueble, por lo que el análisis, si bien considerará la capacidad del originador de atender el pago del arrendamiento, principalmente considerará el valor de realización del inmueble e, incluso, la posibilidad de arrendarlo a un nuevo arrendatario en caso de incumplimiento del originador.

sido transferidos al patrimonio fideicometido, convirtiéndose este en un patrimonio de quiebra remota, ¿el análisis de riesgo del originador sigue siendo relevante? La respuesta es no al nivel de lo que ocurre en otras estructuras de deuda corporativa —pues existen matices que no corresponde analizar a profundidad en este trabajo—¹².

Ahora bien, en el mercado de valores, determinados inversionistas requieren que el emisor cuente con una clasificación míni-

ma de riesgo¹³, por lo que excluyen de su oferta disponible aquellos valores emitidos por emisores que no cumplan con este requisito.

Sin embargo, si nos encontramos ante una emisión de instrumentos titulizados, la evaluación se realizará respecto de la clasificación del instrumento —y del patrimonio— y, por lo tanto, el originador se encontrará ante la posibilidad de acceder a un universo de inversionistas que de otro modo no hubiese podido.

Asimismo, algunos de estos inversionistas son capaces de ofrecer determinadas condiciones financieras que de otro modo no estaban al alcance del originador, en particular en términos de plazos —por ejemplo, las compañías de seguro de vida, a fin de calzar con sus obligaciones, pueden invertir a plazos bastante largos, incluso con períodos de gracia también largos— superiores a los que el sistema bancario podría ofrecerles. Estos mayores plazos suponen un alivio en el flujo de caja de las empresas.

Finalmente, al acotar el riesgo a los activos del patrimonio fideicometido, estructuras sólidas de titulización pueden permitir a los originadores acceder a tasas de interés también menores para su operación de financiamiento. Ciertamente, a un menor riesgo y similares condiciones —plazo, garantías, etc.—, la tasa tenderá a reducirse.

3. ¿Qué activos puedo titular?

De conformidad con lo dispuesto en el artículo 295 de la LMV, "Con el objeto de integrar patrimonios de propósito exclusivo, pueden ser transferidos

todos aquellos activos y la esperanza incierta a que hace referencia el artículo 1409 del Código Civil, sobre los que su titular pueda disponer libremente."

Es claro pues que, en tanto el originador tenga libre disponibilidad del bien, cualquier activo podría ser titulado. Incluso, como indica Lazo:

*"... el bien ajeno puede ser materia de contratación y puede ser materia de una titulización de activos, tal como la propia norma parece preverlo y, más aún, cuando dentro del concepto de esperanza incierta se encuentra el de bien ajeno, razón por la cual, se debería precisar en la norma el concepto de libre disponibilidad o simplemente eliminarlo."*¹⁴

De otro lado, conforme a lo dispuesto en el artículo 5 del Reglamento de Procesos de Titulización de Activos, aprobado mediante Resolución CONASEV 001-1997-EF-94.10 —en adelante, el "Reglamento de Titulizaciones"—, cuando los instrumentos titulizados sean colocados mediante oferta pública, no podrán ser objeto de titulización los bienes embargados o los que se encuentren sujetos a litigio por cualquier causa.

Asimismo, es pertinente citar lo que se dispone en el artículo 9 del Reglamento de Titulizaciones:

"Artículo 9.- Procesos a estructurar a partir de fideicomisos de titulización.

En virtud de lo dispuesto en el Artículo 295 de la Ley, y sin perjuicio de lo establecido en el Artículo 5 del presente reglamento, pueden estructurarse a partir de un fideicomiso de titulización, sin que la enumeración sea limitativa, procesos tales como los siguientes:

a) Titulización de carteras de créditos y de otros activos generadores de un flujo de efectivo,

tivo, creados o no al momento de la celebración del acto constitutivo;

b) Aquellos en que se transfiere uno o más bienes inmuebles para que integren el patrimonio fideicometido, y cuya explotación comercial o liquidación respaldará el pago de los valores a emitir;

c) Los estructurados para el desarrollo de proyectos específicos, en los que el patrimonio fideicometido se encuentra integrado por los diseños, estudios técnicos y demás medios y activos para el desarrollo de un proyecto, con cuyos frutos y productos se respaldará el pago de los valores que se proyecta emitir;

d) Aquellos destinados a financiar obras de infraestructura y servicios públicos, en que los valores a emitir se encuentran respaldados por el flujo de efectivo que éstos generen en el futuro, el mismo que es cuantificado con base en información estadística de años anteriores o con apoyo en proyecciones de años futuros;

e) Aquellos en los que se transfieran otros activos a fin de servir de respaldo a los valores a emitir.

De manera adicional a los procesos de titulización diseñados como estructuras de financiamiento, también se pueden estructurar procesos de titulización como vehículos de Inversión, tales como los Fideicomisos de Titulización para Inversión en Renta de Bienes Raíces - FIBRA."

Podemos concluir pues que pueden estructurarse titulizaciones sobre la base de cualquier tipo de activo en tanto sean de libre disponibilidad del originador. Ciertamente, dependiendo del tipo de activo transferido y la finalidad para la que se realiza la operación, se emitirán distintos tipos de valores.

4. ¿Qué puedo emitir?

Lo primero que debemos indicar es que en un proceso de titulización de activos se emiten,

necesariamente, valores mobiliarios. Rápidamente veamos qué es un valor mobiliario.

Según el artículo 3 de la LMV, "Son valores mobiliarios aquellos emitidos en forma masiva y libremente negociables que confieren a sus titulares derechos crediticios, dominiales o patrimoniales, o los de participación en el capital, el patrimonio o las utilidades del emisor." A manera de desarrollo, conforme al artículo 5 del Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios, aprobado mediante Resolución Conasev N.º 0141-1998 —el "Reglamento de OPP"—, el término valor mobiliario tiene el siguiente alcance:

- **Valor:** derechos transferibles de contenido patrimonial.
- **Emisión masiva:** es aquella que "se efectúa en forma simultánea, o sucesiva en un período determinado y como parte de una misma operación financiera o de índole similar, de un número de valores, homogéneos o no entre sí, tal que haga posible su posterior distribución entre el público o entre un segmento de éste"; y se agrega que 10 o menos valores emitidos en un año no se considera una emisión masiva. Sobre este punto conviene resaltar que, más allá de la arbitrariedad del número de valores que deben emitirse, lo que importa es que la emisión del valor mobiliario se realice en el marco de una operación de financiamiento o de índole similar. Más adelante desarrollaremos esta idea.

Así las cosas, tenemos que, en el marco de un proceso de titulización, necesariamente se producirá una emisión de valores mobiliarios, entendiendo estos como aquellos derechos de contenido patrimonial libremente transferibles emitidos como parte de una operación de financiamiento en número tal que tenga la potencialidad de ser distribuidos entre el público inversionista —aunque ello no ocurra, como en una oferta privada— en tanto, aquellos emitidos en la misma serie, son fungibles.

Ahora, se tienen que emitir valores, pero ¿qué valores mobiliarios puedo emitir en el marco de un proceso de titulización?

13. Aquí incluimos especialmente a las administradoras privadas de fondos de pensiones y las compañías de seguro, que son los más importantes inversionistas institucionales. Estas entidades, requieren que los emisores de los valores tengan una clasificación de riesgo mínima, encontrándose impedidos de invertir en valores emitidos por entidades con una clasificación menor. Similarmente, los fondos de inversión y fondos mutuos en sus reglamentos de participación establecen requerimientos mínimos de clasificación – aunque en estos casos la limitación viene por el acuerdo contenido en el referido reglamento más que por la normativa aplicable –.

14. Lazo Navarro, Jorge. op. cit. p. 200.

Conforme al artículo 255.5 de la Ley de Títulos Valores, Ley N.º 27287 – la “LTV” –, “Los valores mobiliarios podrán conferir a sus titulares derechos crediticios, dominiales o de participación en el capital, patrimonio o utilidades del emisor o, en su caso, de patrimonios autónomos o fideicometidos.” Por su parte, de acuerdo a lo establecido en el artículo 262.1 de la LTV “Los valores mobiliarios emitidos en procesos de titulización podrá hacerse bajo la denominación de “Certificados de Titulización”, “Acciones de Titulización”, o “Bonos de Titulización” u otras denominaciones permitidas por la autoridad competente. Deben estar respaldados por el patrimonio autónomo sujeto a dominio fiduciario de una sociedad titulizadora autorizada conforme a la ley de la materia” Finalmente, conforme al artículo 314 de la LMV:

“Artículo 314.- Emisión de Valores Mobiliarios.- Atendiendo a lo dispuesto en el acto constitutivo del fideicomiso, la sociedad titulizadora emite valores libremente transferibles representativos de derechos respaldados en el patrimonio fideicometido. Tales valores confieren a su titular la calidad de fideicomisario.

Los derechos a que se refiere el párrafo anterior pueden ser de las siguientes clases:

- a) *De contenido crediticio, en los que el principal y los intereses serán pagados con los recursos provenientes del patrimonio fideicometido;*
 - b) *De participación, en los que se confiere a su titular una parte alícuota de los recursos provenientes del patrimonio fideicometido; y,*
 - c) *Otros, según disponga la SMV mediante disposiciones de carácter general.*
- Pueden emitirse valores en los que se combinen los derechos a que se refieren los incisos anteriores.”*

Básicamente pues, según nuestras disposiciones legales, puede emitirse cualquier tipo de valor mobiliario en el marco de un proceso de titulización de activos, dejándose expresa constancia que tales valores mobiliarios deben estar

respaldados por el patrimonio fideicometido de titulización. Así, compartimos plenamente la opinión de Benavides cuando indica que

“Al hablar de un valor mobiliario que representa derechos sobre un activo o grupo de activos, en el cual se encuentren incluido, de manera limitada o no, los riesgos o beneficios sobre él o sobre ellos, estaremos refiriéndonos a valores creados a partir de una operación de titulización de activos. Incluso, el valor mobiliario podría ser estructurado para dar derechos limitados sobre los frutos de los activos, como podrían ser títulos de índole crediticio que se paguen con la generación de activos de una operación empresarial o con el usufructo de un grupo de activos, en cuyo caso, los activos sustentarán el pago del principal e intereses, tras lo cual el derecho sobre los activos concluye. También pueden estructurarse emisiones de valores que den derechos irrestrictos sobre los frutos de los activos mientras estos existan o por un periodo limitado. En realidad, la capacidad de crear títulos que brinden derechos acordes con aquéllos que los inversionistas consideren atractivos resulta limitado sólo por la imaginación.”¹⁵

Y es que si, como hemos indicado, al patrimonio autónomo puede transferirse cualquier tipo de activos en tanto el originador tenga —o va a tener— libre disponibilidad sobre ellos, entonces también pueden estructurarse distintas operaciones de financiamiento en las que, dado el activo transferido y las necesidades de las partes, los valores puedan representar derechos sobre el patrimonio o derechos crediticios y, dentro de ambos tipos, todas las variantes que podamos encontrar —o imaginar—.

Por ejemplo, como dice Lazo:

“A diferencia de las operaciones de titulización sobre carteras de crédito, existen otras implementadas sobre la base de proyectos o

inversiones en los que no es fácil determinar un ingreso periódico fijo tal como una tasa de interés. Por el contrario, en esta clase de títulos, lo que se busca es que el inversionista adquiera una alícuota que le permita obtener un porcentaje equivalente sobre las ganancias del negocio.”¹⁶

V. Certificados de Participación

Lo primero que debemos hacer al analizar a los certificados de participación emitidos en el marco de un proceso de titulización, es diferenciarlos de otros certificados emitidos también por representativos de derechos sobre patrimonios fideicometidos.

Como conoce el lector, los fideicomisos de titulización son un tipo especial de patrimonios fideicometidos que, por sus características singulares —en particular, la de emisión de valores mobiliarios respaldados por el propio patrimonio fideicometido—, tiene una regulación independiente.

En efecto, si bien la generalidad de fideicomisos se encuentra regulada en la Ley General del Sistema Financiero y de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros, Ley 26702 —la “Ley de Bancos”—, la propia Ley de Bancos, en su artículo 260 excluye a los fideicomisos de titulización de su regulación cuando señala que *“La emisión de valores mobiliarios con respaldo en un patrimonio fideicometido se sujetará a lo dispuesto en la Ley del Mercado de Valores.”*

Ahora, como se indicó, una característica de los fideicomisos de titulización es la emisión de valores mobiliarios. ¿Eso quiere decir que no pueden emitirse valores en el marco de los fideicomisos regulados bajo la Ley de Bancos? La respuesta es no, no pueden. Sin embargo, al amparo del Reglamento del Fideicomiso del Fideicomiso y de las Empresas de Servicios Fiduciarios, aprobado mediante Resolución SBS N.º 1010-99 —el “Reglamento del Fideicomiso”—,

sí se permite la emisión de certificados de participación. Sobre el particular, el artículo 7 del Reglamento del Fideicomiso dispone textualmente lo siguiente:

- “Artículo 7.- Certificados de participación Los derechos que corresponden al fideicomisario podrán estar representados en certificados de participación. Los certificados de participación tienen las siguientes características:*
- a) *Son emitidos por el fiduciario a la orden de fideicomisarios determinados.*
 - b) *Los fideicomisarios determinados pueden transferir sus certificados a personas que no se encuentren impedidas por la ley o por el acto constitutivo.*
 - c) *En caso de la transferencia por medios diferentes al endoso, el cesionario adquiere todos los derechos, pero los sujeta a las excepciones personales que el cedido habría podido oponer al cedente antes de la transferencia.*
 - d) *Las disposiciones de la Ley de Títulos Valores relativos al endoso y las correspondientes al robo, extravío o deterioro de títulos valores serán aplicables a los certificados de participación, en lo que fueran pertinentes.”*

Entonces pues, nuestra normativa no limita la emisión de certificados de participación a los fideicomisos de titulización. Pero ello nos deja en una encrucijada. Nos explicamos:

- Hemos visto que la regulación de la Ley de Bancos excluye expresamente la emisión de valores mobiliarios.
- Con ello, también, la emisión de valores mobiliarios debe estar excluida de la aplicación del Reglamento del Fideicomiso al ser este una norma reglamentaria de la Ley de Bancos.
- Por lo tanto, los certificados de participación a los que se refiere el Reglamento del

15. Benavides, Javier. op. cit. p. 126.

16. Lazo, Jorge. op. cit. p. 187.

Fideicomiso no pueden ser valores mobiliarios.

- Sin embargo, el propio Reglamento del Fideicomiso remite a la LTV para determinadas disposiciones, como el endoso.
- Los certificados de participación expresamente regulados en la LTV son aquellos —a excepción de los emitidos por fondos mutuos o fondos de inversión— emitidos en procesos de titulización de activos, a los que, como vimos realmente llama certificados de titulización.
- Todos estos certificados regulados en la LTV se encuentran dentro de la Sección Novena de este cuerpo normativo, que regula a los Valores Mobiliarios. Por lo tanto, todos los títulos valores regulados en esta sección —incluyendo los certificados de titulización— serán valores mobiliarios.
- El propio artículo 256 de la LTV dispone que *"En la creación, emisión, colocación, como en sus condiciones, preferencias, contenido, transferencia y demás formalidades y requisitos de los valores mobiliarios, se observará la ley de la materia y supletoriamente la presente Ley."* En el caso de los certificados de titulización se aplicará, pues, la LMV y el Reglamento de Titulizaciones.

Entonces, ¿cuál es la naturaleza de los certificados a los que se refiere el Reglamento del Fideicomiso?

¿Es un título valor? Según la LTV, la creación de títulos valores se hace por ley. Por lo tanto, sólo los títulos valores considerados en la LTV o en otra norma con rango de ley, serán títulos valores. Sobre los certificados de titulización y otros

valores mobiliarios no hay duda: son títulos valores. Pero nuevamente, ¿y los del Reglamento del Fideicomiso? Según el artículo 276.1 de la LTV, la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP —“SBS”— y la Superintendencia del Mercado de Valores —“SMV”— “...quedan facultadas a autorizar la creación, emisión, negociación y adquisición de valores mobiliarios e individuales por parte de las personas y empresas sujetas a su control, sea en título o en anotación en cuenta, que inclusive podrán representar derechos patrimoniales distintos a los de participación o deuda, estableciendo sus condiciones, formalidades y demás requisitos. Dichos valores, en forma especial, se regirán por las Resoluciones que las autoricen y por la presente Ley, en todo aquello que les resulte aplicables.”

Teniendo en cuenta lo que hemos indicado párrafos atrás y la autorización del 276.1 de la LTV antes transcrita, los certificados de participación que se emitan al amparo del artículo 7 del Reglamento del Fideicomiso debieran ser considerados títulos valores aun cuando en estricto el emisor no sería una empresa bajo la supervisión de la SBS —en este caso la empresa de servicios fiduciarios— sino, en realidad, el patrimonio fideicometido. Eso sí, no podrán ser, en ningún supuesto, valores mobiliarios.¹⁷ De hecho, conforme al artículo 314 de la LMV, “Únicamente en los fideicomisos de titulización pueden emitirse valores respaldados con patrimonios fideicometidos.”

Hablemos pues de aquellos certificados de participación que sí son valores mobiliarios, los emitidos en el marco de procesos de titulización.

Hemos visto ya que, en el marco de un proceso de titulización de activos, pueden emitirse distintos tipos de valores mobiliarios —lo que los

hace únicos respecto de los fideicomisos bancarios y, por ello, se encuentran regulados en una normativa diferente—, particularmente, de deuda o de participación. Los primeros podrán ser bonos o instrumentos de corto plazo de acuerdo de su plazo de duración, mientras que los segundos tomarán la denominación de certificados de participación o certificados de titulización.

Estos, podemos definirlos como aquellos valores mobiliarios emitidos en el marco de un proceso de titulización de activos que representan a favor de su titular el derecho a percibir la rentabilidad, rendimiento o flujos excedentes resultantes de las actividades del patrimonio fideicometido, así como su remanente. Aunque podrán ser emitidos de manera conjunta con instrumentos de deuda, se diferenciarán de estos de la misma forma que las acciones: los instrumentos de deuda suponen una obligación de pago, un crédito del emisor frente a su titular, mientras que los certificados de participación —como las acciones— representarán dicho derecho de pago solo cuando el emisor —en este caso el patrimonio fideicometido— genere dividendos, rentas o flujos en exceso; y en principio, los bonos serán pagados en primer lugar con preferencia a los derechos de los participacionistas.

Asimismo, como fuere que los fideicomisos en general, y los de titulización en particular, son estructuras contractuales que se ajustan a lo que las partes quieren y sus necesidades, los certificados de participación pueden servir para diferentes propósitos y no sólo ser emitidos en favor del fideicomisario, sino también del fideicomitente.

Veamos algunos ejemplos en los que los certificados de participación pueden ser empleados.

Inmobiliario

Como se vio anteriormente, existen escenarios en los cuales el financiamiento requerido no es capaz de generar flujos de manera inmedia-

ta sino dentro de un plazo no necesariamente corto e, incluso, cuando empieza a generarse, no hay seguridad de que estos sean estables como para permitir asegurar el pago de cuotas fijas a un financiamiento de deuda.

En estos casos, cuando menos al inicio, el agente que requiere el financiamiento buscará, más que a un prestamista, a un inversionista dispuesto a correr el riesgo del proyecto. Cuando el proyecto inicia, es necesario contar con fondos para adquirir el terreno, para realizar diseños, obtener permisos, promover comercialmente el proyecto, etc. Esos fondos difícilmente son prestados por una entidad financiera, que usualmente participará una vez que, cuando menos, se tengan los permisos de construcción listos y una parte de las unidades inmobiliarias colocadas.

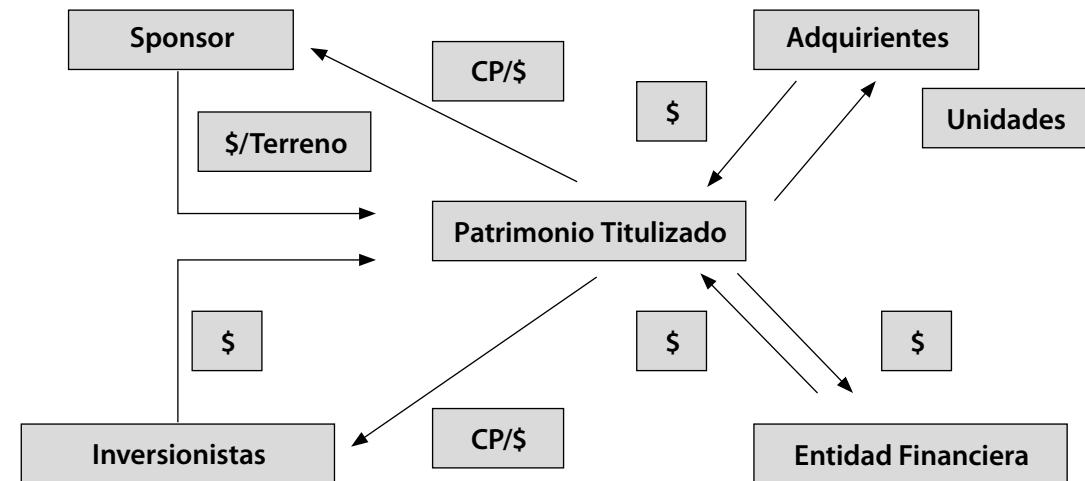
Para ello, es posible constituir un patrimonio fideicometido de titulización que desarrolle el proyecto al que el promotor o sponsor del mismo y los inversionistas aporten capital. Con dicho capital se asumirán los gastos iniciales, incluyendo la adquisición del inmueble —o, de hecho, el terreno podría ser aportado por alguna de estas partes al patrimonio titulado—. A cambio de sus aportes, estas partes recibirían certificados de participación.

Una vez que el proyecto sea bancable, el propio patrimonio fideicometido podría asumir deuda que estaría respaldada con los activos del propio patrimonio. Esto en aplicación del segundo párrafo del artículo 291 de la LMV por el cual *“De manera adicional al cumplimiento de su finalidad, el patrimonio fideicometido puede respaldar otras obligaciones contraídas con entidades financieras u organismos multilaterales, de acuerdo con los límites y condiciones que determine la SMV mediante norma de carácter general.”¹⁸*

El esquema podría graficarse de la siguiente manera:

17. Lazo (op. cit.) analiza también los certificados emitidos al amparo del Reglamento del Fideicomiso. Sin embargo, concluye —en mi opinión inexplicablemente— que estos certificados debieran ser emitidos exclusivamente a favor del fideicomitente. Creo que, en tanto normativamente se autoriza la emisión de estos títulos, y el propio Reglamento del Fideicomiso indica que pueden emitirse certificados a favor de fideicomisarios, no debería limitarse la emisión a favor del fideicomitente, particularmente si también los fideicomisos bancarios pueden generar rendimientos o derechos expectaciosos susceptibles de ser representados en certificados.

18. Conforme al artículo 8 del Reglamento de Titulización, el patrimonio puede respaldar también obligaciones asumidas con entidades financieras.

**Donde:**

- En un primer momento sponsor e inversores realizan un aporte al patrimonio fideicometido a cambio de lo cual recibirán certificados de participación.
- El patrimonio, como titular del proyecto, obtendrá los permisos y contratará con terceros para la construcción —recordemos lo dispuesto en el literal c) del artículo 9 del Reglamento de Titulizaciones—.
- A fin de continuar con el desarrollo del proyecto, el patrimonio fideicometido obtendrá facilidades crediticias de entidades financieras.
- Las unidades inmobiliarias serán vendidas a terceros quienes pagarán el precio correspondiente.
- Los recursos provenientes de la venta de las unidades serán aplicados en primer lugar al pago de la deuda frente a entidades financieras. De hecho, conforme al artículo 335 de la LMV, es posible subordinar el pago de obligaciones correspondientes a los titulares de los valores emitidos por el patrimonio fideicometido a otras obligaciones asumidas por este.
- Una vez pagada la deuda, el remanente será pagado a los titulares de los certificados de participación.

Esta estructura tendrá todas las ventajas que

tiene un fideicomiso en la medida que podrá aislarse los riesgos de otros proyectos del sponsor y el financista además podrá tener un mayor control de los recursos del proyecto, asegurándose que el financiamiento sea empleado exclusivamente para la conclusión del mismo. Sobre lo primero, como vimos, el patrimonio fideicometido es diferente al patrimonio del originador y de otros partícipes, por lo que no se contagiará de sus otras actividades. Sobre lo segundo, las actividades del patrimonio fideicometido están limitadas a lo que el acto constitutivo disponga y, por lo tanto, los fondos prestados por la entidad financiera sólo podrán emplearse en los términos y condiciones que se establezcan en el acto constitutivo.

Inversión

Otro esquema en el que se han empleado activamente certificados de participación es para crear patrimonios titulizados similares a fondos de inversión. En estos casos, un grupo de inversores aporta dinero a cambio de recibir certificados de participación; estos aportes son empleados para la realización de inversiones.

En el acto constitutivo del fideicomiso se dispondrá el tipo de inversiones que podrá realizar el patrimonio fideicometido —con límites máximos y mínimos y otro tipo de requisitos—, el valor nominal de los certificados de participación, valorización del patrimonio fideicometido, requisitos para la distribución de beneficios entre los partícipes, capacidad de endeudamiento para realizar inversiones, procedimiento de toma de decisiones de inversión, etc.



De hecho, conforme el artículo 301 de la LMV la sociedad titulizadora podría crear unilateralmente el patrimonio fideicometido.

Cartera de créditos

Una tercera estructura en la que los certificados de participación son empleados es en la titulización de carteras de créditos. Por estas, (1) una entidad financiera transfiere a un patrimonio titulado una determinada cartera de créditos, (2) con cargo a dicha cartera, el patrimonio fideicometido emite títulos de deuda —bonos—, (3) el producto de la emisión es entregado al originador, de manera que adelanta los flujos provenientes de dicha cartera, obteniendo liquidez para el otorgamiento de nuevos créditos.

Como fuera que la cartera se transfiere a un descuento en función a la tasa de interés aplicable y la clasificación crediticia, lo cierto es que los créditos que fueron descontados de determinada forma por incobrables o de difícil cobranza, pueden terminar siendo cobrados o, eventualmente, recuperados. En estos casos, los fondos percibidos por esta cobranza inesperada, castigada o descontada al 100%, deben ser percibidos por la entidad financiera en tanto el bonista ya lo descontó —le asignó un valor 0 al momento de valorizarlo para efectos de la emisión—. Asimismo, de tratarse de líneas de crédito, una vez pagados los valores emitidos, quedarán cuentas por cobrar que deben revertirse al originador. A fin de poder tener el derecho a percibir estos ingresos, el originador recibe certificados de participación.

III. CONCLUSIONES

En función a lo señalado en este trabajo, podemos concluir lo siguiente:

i. Las titulizaciones, gracias a su adaptabilidad, vienen siendo empleadas con cada vez mayor frecuencia por agentes económico de distinto tamaño a fin de financiar sus actividades o reperfilar sus créditos.

ii. Mediante las titulizaciones:

- Se crean patrimonios autónomos y de propósito exclusivo que se diferencia del patrimonio del originador, del administrador del patrimonio y del de sus beneficiarios.
- Ello permite aislar los riesgos inherentes a estos otros partícipes, lo que a su vez permite acceder a nuevas y mayores fuentes de financiamiento.

iii. Sólo a través de procesos de titulización patrimonios fideicometidos pueden emitir valores mobiliarios. Por lo tanto, los certificados de participación emitidos por fideicomisos bancarios, no son ni pueden ser valores mobiliarios.

iv. Los valores mobiliarios que pueden emitirse son de deuda o de participación, o un mix de ambos.

v. Los certificados de participación permitirán a su titular, como su nombre lo dice, participar en los resultados del patrimonio de propósito exclusivo.

vi. Usualmente estos certificados serán empleados en momento en los que la actividad a financiar no es capaz de generar un flujo fijo o constante que permita repagar una deuda, cuando la intención de las partes sea obtener una rentabilidad o cuando el patrimonio fideicometido fuera a generar un remanente o exceso respecto de la deuda que debe repagar.



TU CREATIVIDAD E INNOVACIÓN SON NUESTRA PRIORIDAD

Conoce al **equipo** que protege y defiende tus derechos de propiedad intelectual.



Finanzas sostenibles y *Greenwashing*: ¿Hacia dónde vamos?

Sustainable finance and Greenwashing: Where do we go now?

LUIS MIGUEL ELÍAS

Abogado por la Pontificia Universidad Católica del Perú.

SUMARIO:

- I. Introducción y contexto.
- II. Finanzas sostenibles y los criterios *Environmental, Social & Governance*.
- III. Productos de las finanzas sostenibles.
- IV. *Greenwashing*.
- V. Reflexiones finales.

RESUMEN:

La conciencia sobre la sostenibilidad es una de las materias que más ha penetrado e impactado el mundo de los negocios en los últimos años. El presente artículo es una introducción a los conceptos de finanzas sostenibles y greenwashing, desde la perspectiva del derecho financiero, buscando resaltar su real dimensión en nuestro contexto y hacia el futuro.

Palabras clave: Finanzas sostenibles, finanzas verdes, blanqueo ecológico, criterios ambientales, sociales y de gobernanza, bonos verdes, bonos azules, bonos sociales, financiamiento de transición, innovación financiera.

ABSTRACT:

Sustainability awareness is one of the main issues that has penetrated and impacted the business world in recent years. This article introduces the concepts of sustainable finance and greenwashing from a financial law perspective, procuring to highlight its real dimension in our context as well as into the future.

Keywords: Sustainable finance, green finance, greenwashing, ESG factors, green bonds, blue bonds, social bonds, transition finance, financial innovation.

I. INTRODUCCIÓN Y CONTEXTO

El derecho financiero no puede ser —y no ha sido— ajeno a los efectos del cambio climático, la transición energética hacia fuentes renovables, así como a la responsabilidad social y reglas de buen gobierno corporativo a las cuales deben aspirar las empresas que participan activamente en el mercado financiero. Es así como en los últimos años se ha intensificado la evolución de las finanzas sostenibles como un estándar deseado.

El objetivo del presente artículo es propiciar una aproximación, desde la perspectiva legal, a determinados conceptos relevantes en el derecho financiero que se encuentran en pleno auge. Nos referimos a los conceptos de finanzas sostenibles y su vinculación estrecha con los criterios ambientales, sociales y de buen gobierno corporativo —conocidos como los criterios ESG, por sus siglas en inglés—. Asimismo, como contrapartida, abordaremos la problemática que representa el *greenwashing*; esto es, conducir al error, engañando respecto de una imagen sostenible o verde de una empresa cuando no existe real sustancia ni sustento para ello. Estos conceptos

merecen una atención y seguimiento especial, dado que proyectan hacia dónde puede seguir sofisticándose la práctica del derecho financiero, su casuística, regulación, obligaciones de reporte, fiscalización, entre otros.

A nivel internacional, el contexto en el que los conceptos antes mencionados se vienen desarrollando se encuentra plasmado de hitos clave. En este artículo vamos a hacer referencia solo a algunos de ellos buscando ilustrar la actual relevancia de esta materia. En 2015, más de 190 países, incluyendo Perú, se incorporaron como partes firmantes al Acuerdo de París sobre el cambio climático con el objetivo principal de reducir las emisiones de gases de efecto invernadero¹.

Del mismo modo, el mundo ha presenciado durante más de una década a diversas empresas o grupos empresariales voluntariamente adoptar determinados aspectos de sostenibilidad, responsabilidad social, e integrado criterios ESG a sus políticas; destacando que en la Comunidad Europea existe un marco normativo que va más allá del reporte financiero sobre estas materias y que afecta a la empresa en 360 grados². Se esti-

ma que, para mediados del 2022, más de un tercio de las empresas más grandes del mundo que cotizan en bolsa contaban con un compromiso y meta para reducir emisiones de gases de efecto invernadero con el objetivo de llegar a cero³.

En marzo 2024, en los Estados Unidos de América, la *Securities Exchange Commission* —en adelante SEC—, agencia federal que supervisa y regula el mercado de valores, ha emitido lineamientos sobre finanzas sostenibles y obligaciones de reporte al mercado sobre asuntos climáticos, aplicable a las empresas que cotizan en bolsa bajo su supervisión⁴.

Según estadísticas, el mercado global de financiamiento sostenible ha estado en constante apogeo y proyecta una tasa de crecimiento anual en el mundo de 23% entre 2025 y 2030⁵. Esta tendencia también está presente en Latinoamérica. Se estima que el mercado de financiamiento sostenible en Latinoamérica crecerá a una tasa anual de 18,2% entre 2025 y 2030⁶. En esa línea, Andrés Felipe Sánchez, líder para Latinoamérica de *Climate Bonds Initiative*, organización internacional que promueve movilizar capital para acciones climáticas, destaca que “*Latinoamérica es la única región en el mundo donde los bonos sostenibles han incrementado persistentemente en los últimos cuatro años*”⁷.

En octubre de 2024, Brasil anunció que tiene planeado atraer inversión extranjera bajo una plataforma verde que apunta, inicialmente, a recibir US\$ 8 mil millones de inversión privada en seis proyectos piloto en sectores que incluyen energía, reforestación, hidrógeno verde, entre otros⁸. En Argentina, el Banco Mundial garantiza hasta US\$ 730 millones y participa a través del *International Finance Corporation* —en adelante IFC— para levantar más de US\$ 3 mil millones en financiamientos privados para la construcción de 147 proyectos de energía renovable⁹. Tales iniciativas, entre otros incentivos a la inversión, pueden resultar en una potente fuente de financiamientos sostenibles y ser replicadas en otros países de la región.

Sobre el particular, en Perú también existe atención relevante a las finanzas sostenibles y su importancia ha tenido un reconocimiento en el contexto global y la política pública del país. En ese sentido, en 2023, el Ministerio del Ambiente del Perú aprobó la “Hoja de ruta de finanzas verdes para el Perú” para reconocer y fomentar las finanzas verdes con el objetivo de desarrollar el financiamiento sostenible en el país¹⁰.

Asimismo, existen diversos ejemplos de casos en los que se evidencia el crecimiento del mercado de finanzas sostenibles en Perú, ya sea por bonos verdes¹¹ colocados en el mercado recien-

3. Slot, Anna-Marie y otros. «*The Sustainable Finance Law Review*», Law Business Research Ltd. (2022). Primera Edición, pág. 7.
4. «*SEC Adopts Rules to Enhance and Standardize Climate-Related Disclosures for Investors*», Securities Exchange Commission (SEC) (2024), acceso el 10 de febrero del 2025, <https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2024-31>
5. «*Sustainable Finance Market Size & Trends*», Grand View Research, Inc., acceso el 14 de febrero del 2025, <https://www.grandviewresearch.com/industry-analysis/sustainable-finance-market-report>
6. «*Latin America Sustainable Finance Market Size & Outlook*», Grand View Research, Inc., acceso el 14 de febrero del 2025, <https://www.grandviewresearch.com/horizon/outlook/sustainable-finance-market/latin-america>
7. «*Sustainable Finance: In Search of a New Green-Social Deal*», LatinFinance, acceso el 27 de diciembre del 2024, <https://latinfinance.com/magazine/2024-q3/2024/07/02/in-search-of-a-new-green-social-deal/>
8. «*Brazil aims to lure foreign investment with green development platform*», Reuters, acceso el 27 de diciembre del 2024, <https://www.reuters.com/world/americas/brazil-aims-lure-foreign-investment-with-green-development-platform-sources-say-2024-10-22>
9. «*The Role of Private Capital in Shaping a Sustainable Future in Latin America and the Caribbean*», World Bank Group, acceso el 27 de diciembre del 2024, <https://www.worldbank.org/en/results/2024/09/08/the-role-of-private-capital-in-shaping-a-sustainable-future-in-latin-america-and-the-caribbean>
10. «*MINAM aprueba Hoja de Ruta de Finanzas Verdes*», Ministerio del Ambiente (2023), acceso el 29 de enero del 2025, <https://www.gob.pe/institucion/minam/noticias/781613-minam-aprueba-hoja-de-ruta-de-finanzas-verdes>
11. «*Informe del Bono Verde*», COFIDE (2022), acceso el 29 de enero del 2025, <https://www.cofide.com.pe/COFIDE/uploads/medios/Informe-Bono-Verde-DCRIM-25-04-2022.pdf>

temente, así como proyectos que requieren de financiamiento para el desarrollo de infraestructura sostenible¹².

En vista de los ejemplos antes citados, no vemos signos de que este fenómeno que representa las finanzas sostenibles vaya a desacelerarse o detenerse, por el contrario, todo indica que continuará en potente florecimiento. Considerando este contexto, resulta razonable pensar que los conceptos de finanzas sostenibles, criterios *ESG*, entre otros, van a continuar teniendo un desarrollo y evolución constante en la medida que se sigan sofisticando las operaciones en el mercado, afinando los marcos regulatorios sobre dichas materias, y existiendo apetito en el mercado para los agentes económicos que invierten o financian activos, negocios o proyectos verdes o sostenibles. En los párrafos siguientes abordamos estos conceptos y planteamos sus principales consideraciones.

II. FINANZAS SOSTENIBLES Y CRITERIOS ESG

¿Qué son las finanzas sostenibles? ¿Cuál es su relación con los criterios *ESG* y su relevancia para el derecho financiero? A continuación, damos respuesta a estas interrogantes.

El financiamiento sostenible, las finanzas sostenibles o también conocidas como las finanzas verdes, entre otros conceptos similares o análogos que aluden a lo mismo, no tienen una definición legal estandarizada ni tampoco utilizada de manera general en el derecho. Al margen de ello, en cuanto a su naturaleza económica o comercial, existe consenso a nivel global respecto del concepto al que nos referimos.

Según la Comisión Europea, las finanzas sostenibles comprenden el proceso que engloba la consideración de factores ambientales, sociales y de buena gobernanza para tomar decisiones de inversión en el sector financiero¹³. De forma similar, las finanzas sostenibles son entendidas como decisiones de inversión que toman en cuenta los criterios ambientales, sociales, y de gobierno corporativo en una actividad económica o proyecto¹⁴.

En la misma línea, la Autoridad Bancaria Europea, una agencia de la Unión Europea que regula y supervisa el sector bancario en dicho continente, señala que las finanzas sostenibles apuntan a integrar los criterios ambientales, sociales y de gobernanza a los servicios financieros, y en solventar el crecimiento económico sostenible, incrementando la conciencia y la transparencia de los agentes en el mercado financiero respecto de la necesidad de mitigar riesgos en estas materias vía una adecuada gestión¹⁵.

Por su parte, la agencia federal que supervisa el mercado de valores en los Estados Unidos de América, el SEC, ha emitido lineamientos sustentados en la necesidad de mejorar y estandarizar el reporte de información al mercado que realizan empresas que cotizan en bolsa respecto de asuntos climáticos, reconociendo que este tema es de importancia para inversionistas, ya que puede afectar su negocio, su posición y *performance* financiero actual y a largo plazo en diferentes formas¹⁶. Tales lineamientos buscan transparentar información significativa sobre asuntos ambientales, sociales y de gobierno corporativo que afectan a las empresas que transan sus valores en el mercado internacional.

Asimismo, en Canadá, se definen las finanzas sostenibles como aquellas actividades financieras que consideran los factores ambientales, sociales y de gobernanza como medio para promocionar crecimiento económico sostenible y la estabilidad a largo plazo del sistema financiero¹⁷.

Sobre el particular, en Perú, mediante Decreto Supremo N.º 007-2023-MINAM se aprobó la Hoja de Ruta de Finanzas Verdes, como herramienta de gestión y lineamientos marco de finanzas sostenibles, con la participación de entidades financieras, compañías de seguros, fondos de pensiones y otros agentes del mercado financiero que buscan mejorar sus impactos sociales, ambientales y económicos. Dicha hoja de ruta establece que las finanzas verdes buscan la canalización de recursos financieros hacia inversiones que generen impactos ambientales positivos¹⁸.

En atención a los ejemplos citados en los párrafos anteriores, es innegable la acogida especial que las finanzas sostenibles han recibido en el mundo. Del mismo modo, es importante destacar que las finanzas sostenibles no pueden desmarcarse ni desvincularse de los criterios *ESG*, esto es, los factores ambientales, sociales y de buen gobierno corporativo, que son comúnmente utilizados para definir tal concepto.

En ese sentido, resulta evidente la estrecha relación de las finanzas sostenibles con los criterios *ESG*, por lo que corresponde repasar el alcance de estos criterios o factores para entender el amplio espectro en el que se desenvuelven las finanzas sostenibles.

Las siglas en inglés "ESG", que aluden a los aspectos ambientales, sociales y de gobernanza, son un grupo de factores no tradicionales que pueden impactar en el resultado financiero u operación de una compañía, existiendo un mayor y creciente interés en la comunicación de esta información o data a partes interesadas o grupos de interés para una compañía, incluyendo sus accionistas, trabajadores, clientes, inversionistas, prestamistas, reguladores y comunidades afectadas por su operación¹⁹.

Con relación a los criterios *ESG*, la letra "E" —*environmental*—, que corresponde al componente ambiental, incluye la administración de riesgos y oportunidades vinculados al cambio climático, escasez de recursos naturales, polución, manejo de residuos o desechos, pérdida de biodiversidad, y otros factores ambientales; la letra "S" —*social*— se refiere a los valores sociales en las relaciones de negocios, tales como la administración del capital humano y gestión comunitaria, salud y seguridad en el trabajo, calidad e idoneidad de productos, privacidad y protección de datos, diversidad y políticas inclusivas; y, la letra "G" —*governance*— versa sobre la información de gobierno corporativo de una compañía, incluyendo su estructura de directorio o comités de gestión, diversidad demográfica en su directorio o plana ejecutiva, compensación a ejecutivos, respuesta corporativa ante eventos críticos, resiliencia corporativa, y políticas respecto a prácticas de *lobby*, aportes a partidos políticos, y para prevenir el soborno y la corrupción²⁰.

Como se puede apreciar, el alcance de los criterios *ESG* es bastante amplio. Sin perjuicio de ello, resulta claro que tienen como objetivo co-

12. «Plan Nacional de Infraestructura Sostenible para la Competitividad 2022-2025», Ministerio de Economía y Finanzas (2022), acceso el 29 de enero del 2025, https://www.mef.gob.pe/contenidos/inv_privada/planes/PNISC_2022_2025_V2.pdf
13. «¿Qué son las finanzas sostenibles?», Lefebvre, acceso el 27 de diciembre del 2024, <https://elderecho.com/que-son-finanzas-sostenibles>
14. «What is Sustainable Finance and Why is it Important?», Harvard Extension School, acceso el 27 de diciembre del 2024, <https://extension.harvard.edu/blog/what-is-sustainable-finance-and-why-is-it-important/>
15. «Sustainable Finance», European Banking Authority, acceso el 27 de diciembre del 2024, <https://www.eba.europa.eu/regulation-and-policy/sustainable-finance>
16. «The Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures for Investors», Securities Exchange Commission (SEC) (2024), acceso el 10 de febrero del 2025, <https://www.sec.gov/files/rules/final/2024/33-11275.pdf>

17. «Sustainable Finance», Departamento de Finanzas de Canadá, política para el sector financiero, acceso el 27 de diciembre del 2024, <https://www.canada.ca/en/department-finance/programs/financial-sector-policy/sustainable-finance.html>
18. «Hoja de ruta de finanzas verdes para el Perú», Ministerio del Ambiente (2023), pág. 15, acceso el 14 de febrero del 2025, <https://cdn.www.gob.pe/uploads/document/file/5502259/4903998-anexo-ds-007-2023-minam-hoja-de-ruta-de-finanzas-verdes-para-el-peru.pdf?v=1701349198>
19. «ESG Standards, Regulations, and Implementation», International Senior Lawyers Project, pág. 9, acceso el 10 de febrero del 2025, <https://islp.org/wp-content/uploads/2022/12/ISLP-ESG-Guide-1.pdf> 20. «The Role of Auditors in Company-Prepared ESG Information», Center for Audit Quality, acceso el 10 de febrero del 2025, <https://www.thecaq.org/rota-esg>

mún propiciar la sostenibilidad de una empresa en su entorno, con conciencia y responsabilidad social por sus operaciones e influencia. Entonces, podemos aseverar que los criterios *ESG* tienen una finalidad altruista que resalta la ética corporativa, ya que su implementación, ya sea voluntaria o incentivada por el mercado financiero, evidencia un vuelco empresarial hacia estándares o ideales que van más allá del óptimo o buen rendimiento financiero. Los criterios o principios *ESG* son medios holísticos que permiten a las partes interesadas o grupos de interés usar información, financiera u otra significativa, en la toma de decisiones estratégicas²¹.

Al respecto, existen diversos ejemplos de empresas que han adoptado e implementado criterios *ESG* como parte de su estrategia para un desarrollo sostenible de su modelo de negocio. Entre estos ejemplos, tenemos al gigante tecnológico *Google* que ha invertido en reducir sus emisiones con el uso de data centers que emplean energía limpia y eficiente, con miras a operar libre de emisiones de carbono para el 2030; por su parte, *JP Morgan Chase*, una de las principales entidades financieras en el mundo, se ha comprometido en financiar más de USD 2,5 billones desde 2021 al 2030 en iniciativas para enfrentar el cambio climático y contribuir con el desarrollo sostenible, incluyendo el financiamiento sostenible para acelerar la transición energética hacia un modelo bajo en emisiones de carbono²².

Tomando en consideración la vinculación de las finanzas sostenibles con los criterios *ESG*, podemos concluir que existe consenso a nivel conceptual respecto de la definición de finanzas sostenibles, finanzas verdes o conceptos similares o análogos, según los términos y alcances que se han descrito en los párrafos anteriores. Asimismo, es importante destacar que estos

conceptos van a continuar en constante desarrollo. Consecuentemente, dicha evolución se espera que venga acompañada y acelerada por el dinamismo de la creciente demanda por productos verdes en el mercado financiero, y precedentes jurídicos en la práctica.

III. PRODUCTOS DE LAS FINANZAS SOSTENIBLES

Superado el marco conceptual, es importante repasar los principales productos e innovaciones propias del mercado de financiamientos sostenibles. Esta sección procura dar una aproximación general a aquellos productos que en la práctica son utilizados en las finanzas sostenibles.

Los préstamos verdes —en inglés, *green loans*— otorgan acceso a recursos a empresas que buscan financiar proyectos que evidencian claros beneficios ambientales, mientras que los préstamos relacionados con sostenibilidad —en inglés, *sustainability-linked loans*— buscan alinear los términos de la operación de deuda a los compromisos del prestatario respecto del cumplimiento de criterios *ESG* predeterminados, específicos y relevantes en su negocio o industria²³.

Por su parte, los préstamos de transición energética —en inglés, *energy transition loans*— tienen por objetivo que los fondos se inviertan en el cambio de operaciones con emisiones de carbono con alto impacto ambiental, a operaciones con bajo impacto y uso de fuentes de energía renovable. Al respecto, distintos agentes en el mercado financiero internacional, tales como, *First Abu Dhabi Bank*, *Intesa Sanpaolo*, *La Banca Postale*, *SMBC*, *Swedbank*, entre otros, han adoptado estrategias, políticas u otras iniciativas y experiencia en créditos o facilidades cre-

diticias que contribuyen con la transición energética hacia fuentes de energía limpias²⁴.

En materia de emisión de deuda en el mercado de valores, los principales instrumentos empleados en las finanzas sostenibles son los bonos verdes, sociales, azules, sostenibles y de transición energética, respectivamente.

Los bonos verdes funcionan como cualquier otro bono o emisión de deuda en el mercado, con una diferencia clave, el levantamiento de capital por la venta de los bonos verdes es usado exclusivamente para financiar un proyecto que tiene un impacto positivo en el ambiente, como es el caso de la construcción de plantas de generación de energía renovable o edificios que se sustentan en el uso de energía limpia²⁵. Un caso emblemático, son los bonos verdes emitidos en 2019 por el gigante tecnológico *Apple*, cuyos fondos son destinados para el desarrollo de nuevas fuentes de energía renovable e innovación tecnológica en dicho sector²⁶.

Los bonos sociales son instrumentos de deuda de largo plazo emitidos por empresas o entidades que buscan financiar proyectos con impacto social o comunitario. Según la Asociación Internacional del Mercado de Capitales, los bonos sociales destinan sus recursos para proyectos nuevos o existentes con resultados sociales positivos, y en ese sentido, los Principios de los Bonos Sociales —*Social Bond Principles*—, elaborados por dicha asociación internacional,

son lineamientos de uso voluntario que buscan ayudar a los emisores a implementar prácticas de transparencia, integridad y desarrollo sostenible en la emisión de bonos sociales²⁷. Por ejemplo, en el 2019, *Bank of America* fue el primer banco estadounidense en emitir bonos sociales por US\$ 500 millones cuyos ingresos apuntan a financiar el acceso a hogares y facilidades crediticias para entidades financieras que promueven el desarrollo de comunidades o minorías²⁸.

Los bonos azules tienen como finalidad financiar proyectos que contribuyen en la conservación y restauración del océano, así como aprovechar el potencial de las industrias marinas sostenibles, como la pesca, la acuicultura y las energías renovables de fuentes hídricas²⁹. El IFC, brazo financiero del Banco Mundial, destaca que las finanzas azules son un área emergente en las finanzas con creciente interés de inversionistas, entidades financieras, y emisores a nivel global, con productos tales como los préstamos y bonos azules que destinan fondos para el manejo de aguas residuales y desechos marinos, reducir la polución del plástico en el océano, restaurar el ecosistema marino, actividades portuarias sostenibles, turismo marino ecoamigable o para fuentes renovables de energía hídrica³⁰. Al respecto, en 2024, *DP World*, uno de los principales grupos de logística, puertos y cadenas de suministro en el mundo, anunció ser la primera compañía en el Medio Oriente en emitir bonos azules por US\$ 100 millones

- 24. «*Transition Finance Case Studies*», Net-Zero Banking Alliance, acceso el 20 de febrero del 2025, <https://www.unepfi.org/wordpress/wp-content/uploads/2023/04/NZBA-Transition-Finance-Case-Studies.pdf>
- 25. «*What are green bonds and why is this market growing so fast?*», World Economic Forum, acceso el 29 de enero del 2025, <https://www.weforum.org/stories/2024/11/what-are-green-bonds-climate-change/>
- 26. «*Apple's \$4.7B in Green Bonds support innovative green technology*», Apple Inc., acceso el 20 de febrero del 2025, <https://www.apple.com/newsroom/2022/03/apples-four-point-seven-billion-in-green-bonds-support-innovative-green-technology/>
- 27. «*Social Bond Principles*», International Capital Market Association, acceso el 20 de febrero del 2025, <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/social-bond-principles-sbp/>
- 28. «*Bank of America issues first US bank social bond*», Euromoney, acceso el 20 de febrero del 2025, <https://www.euromoney.com/article/b1d7q0jdqkmm47/bank-of-america-issues-first-us-bank-social-bond>
- 29. «*Cinco buenas razones para subirse a la "ola" de los bonos azules*», BID Invest Miembro del Grupo del Banco Interamericano de Desarrollo, acceso el 20 de febrero del 2025, <https://idbinvest.org/es/blog/fondos-de-inversion/cinco-buenas-razones-para-subirse-la-ola-de-los-bonos-azules>
- 30. «*Blue Finance*», International Finance Corporation, acceso el 20 de febrero del 2025, <https://www.ifc.org/en/what-we-do/sector-expertise/financial-institutions/climate-finance/blue-finance>

21. «*ESG Standards, Regulations, and Implementation*», Op. Cit. pág. 10.

22. «*Top ESG Strategy Examples for a Sustainable Business Model*», Apiday, acceso el 20 de febrero del 2025, <https://www.apiday.com/blog-posts/top-esg-strategy-examples-for-a-sustainable-business-model>

23. «*Guidance on Green Loan Principles*», Loan Syndications and Trading Association, acceso el 27 de diciembre del 2024, <https://www.lsta.org/content/guidance-on-green-loan-principles-glp/>

destinados a financiar proyectos sostenibles en transporte marino, infraestructura portuaria, contaminación marina, y otras iniciativas positivas en la industria marítima³¹.

Otro ejemplo de productos desarrollados por las finanzas sostenibles son los fondos de deuda o inversión en empresas portafolio que están sujetas al cumplimiento de criterios ESG. Estos fondos son vehículos de inversión creados para atraer inversionistas mientras concentran activos estratégicos que se enfocan en promover el desarrollo de factores ambiental, social y de gobernanza³².

Adicionalmente, puede incluirse a las entidades que participan en el segmento de microfinanzas, ya sea a través de préstamos, mercado de capitales u otros productos financieros que se ofrecen en tal segmento en la medida que los recursos sean destinados a fines sostenibles. Por su concepción de inclusión social en el mercado financiero, las microfinanzas también pueden compartir características que son propias de los productos de las finanzas sostenibles.

Según lo resumido en los párrafos anteriores, la innovación en materia de productos en las finanzas sostenibles se encuentra en pleno auge, y en ese sentido, esperaríamos que este mercado continúe desarrollando y perfeccionando nuevos productos para atender la creciente demanda por tales productos.

Al respecto, Perú no es ajeno a la tendencia de las finanzas sostenibles y sus productos. En 2021, el Ministerio de Economía y Finanzas emitió un documento de gestión denomina-

do "Marco del Bono Sostenible de Perú" con lineamientos y objetivos para propiciar el financiamiento de programas, proyectos y gastos verdes y sociales que apuntan a lograr los principios de una sociedad digna y productiva con un manejo sostenible de los recursos naturales³³. Esta iniciativa, junto con la Hoja de Ruta de Finanzas Verdes para el Perú³⁴ también publicada en 2021, siguen la tendencia global de impulsar lineamientos y regulación para que las finanzas sostenibles puedan ser herramientas para atender riesgos climáticos, reducir brechas de desigualdad social, concretar inversiones amigables con el ambiente, entre otros.

En la experiencia peruana, para la emisión pública de valores o bonos verdes, aplican las mismas reglas que en cualquier otra emisión de instrumentos de deuda conforme al Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores y reglamentos y normas complementarias establecidas por la Superintendencia del Mercado de Valores. El proceso de colocación y emisión de bonos verdes o sostenibles se inicia con la decisión de una empresa o entidad para obtener financiamiento y destinarlo a un proyecto verde o sostenible³⁵. Asimismo, resulta importante la revisión de un tercero técnico independiente con reconocida experiencia en materia ambiental, social o de gobernanza, según corresponda, para constatar y certificar el carácter sostenible del producto a ser emitido o del emisor en sí. Ello fortalecerá la credibilidad en el mercado respecto de la emisión del bono o producto sostenible y reduciría o mitigaría los riesgos o potenciales efectos por reclamos de inversionistas o terceros que aleguen ser afectados por greenwashing.

En Perú, Productos Tissue del Perú S.A., dedicada al rubro de higiene personal, fue la primera empresa peruana en emitir bonos verdes en 2018 por PEN 100 millones en la Bolsa de Valores de Lima para financiar proyectos de eficiencia energética, control y prevención de la polución y manejo sostenible del agua de sus plantas³⁶. Asimismo, el Consorcio Transmantaro emitió bonos verdes en 2019 por US\$ 400 millones que tienen por objetivo financiar proyectos de transmisión de electricidad para el desarrollo y conexión de fuentes de generación de energía renovable³⁷.

A su vez, en el año 2021, la República del Perú, a través del Ministerio de Economía y Finanzas, emitió los primeros bonos soberanos alineados a los Principios de Bonos Verdes y la Guía de Bonos Sostenibles, por un valor de US\$ 3,25 mil millones y un bono social por EUR 1 mil millones, respectivamente, en el mercado internacional³⁸. El objetivo que persigue el gobierno peruano con estas emisiones es buscar alcanzar las metas de mitigación de gases de efecto invernadero según los compromisos ambientales del país hacia el 2030, y para el financiamiento de diversos proyectos sociales con énfasis en inclusión y sostenibilidad.

La experiencia reciente nos muestra que los productos de las finanzas sostenibles están siendo de sumo interés tanto para el sector privado como para el sector público, y es probable que esta tendencia continuará en ascenso. Asimismo, se debe tener en cuenta que los productos antes resumidos no forman parte de un *numerus clausus* o listado cerrado o taxativo. Resulta muy probable que otros productos

similares o con finalidad análoga, incluso con alcances híbridos, puedan seguir desarrollándose para cubrir la creciente demanda por finanzas sostenibles en el mundo.

En atención a la casuística, historias de éxito o, por el contrario, precedentes adversos, veremos cómo estos productos propios de las finanzas sostenibles continuarán evolucionando en la práctica. Con base en el desarrollo y estudio de tales precedentes, se podrá evaluar en el futuro la idoneidad, ventajas comparativas o riesgos de los distintos productos de finanzas sostenibles en el mercado.

IV. GREENWASHING

Uno de los principales retos que enfrenta el derecho financiero con ocasión de las finanzas sostenibles es el *greenwashing*. Este concepto, también conocido en español como blanqueo ecológico, representa una práctica incorrecta y maliciosa que pretende sacar una ventaja o aprovechamiento indebido en atención a la relevancia de los criterios ESG en el mundo.

Al respecto, el *greenwashing* puede ser definido como difundir declaraciones falsas o engañosas sobre los beneficios o buen *performance* ambiental de un producto u operación³⁹. A su vez, el *greenwashing* es el término comúnmente empleado para referirse a una estrategia de medios que utilizan algunas empresas para aparentar ser mucho más amigables con el ambiente de lo que realmente son; difundiendo información falsa o engañosa para posicionar sus productos, servicios o negocios capitalizando en la creciente conciencia ambiental entre

- 31. «DP World becomes the first company in the Middle East to issue a Blue Bond», DP World, acceso el 20 de febrero del 2025, <https://www.dpworld.com/news/releases/dp-world-becomes-the-first-company-in-the-middle-east-to-issue-a-blue-bond/>
- 32. «ESG Fund», Corporate Finance Institute, acceso el 20 de febrero del 2025, <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/esg/esg-fund/>
- 33. «Marco del Bono Sostenible del Perú», Ministerio de Economía y Finanzas (2021), pág. 18.
- 34. «Conoce la hoja de ruta de las finanzas verdes en nuestro país», Ministerio del Ambiente (2021), acceso el 20 de febrero del 2025, <https://www.gob.pe/institucion/minam/noticias/343020-conoce-la-hoja-de-ruta-de-las-finanzas-verdes-en-nuestro-pais>
- 35. «La emisión de bonos verdes y sostenibles en el Perú», Documento de trabajo No. 3, Ministerio del Ambiente (2023), pág. 8.

- 36. «Bolsa de Valores de Lima realiza primera oferta pública de un bono verde en Perú», América Economía, acceso el 20 de febrero del 2025, <https://www.americaeconomia.com/economia-mercados/bolsa/bolsa-de-valores-de-lima-realiza-primer-a-oferta-publica-de-un-bono-verde-en>
- 37. «Consorcio Transmantaro colocará bono internacional por US\$ 400 millones», Rumbo Minero, acceso el 20 de febrero del 2025, <https://www.rumbominero.com/peru/noticias/actualidad-empresarial/consorcio-transmantaro-colocara-bono-internacional-por-us-400-millones/>
- 38. «Bono Soberano Sostenible del Perú», Caso de estudio. Global Green Growth Institute (2022), pág. 2.
- 39. «Trends in ESG Litigation and Enforcement», Harvard Law School Forum on Corporate Governance, acceso el 20 de febrero del 2025, <https://corpgov.law.harvard.edu/2023/08/10/trends-in-esg-litigation-and-enforcement/>
- 40. «The Challenge of Greenwashing: An international regulatory overview», KPMG (2024), página 8.

consumidores e inversionistas⁴⁰. Según Naciones Unidas, mediante prácticas incorrectas con afirmaciones falsas o engañosas sobre sostenibilidad, el *greenwashing* engaña a consumidores, inversionistas y al público, obstaculizando la confianza, ambición y acción necesarias para lograr un cambio global y asegurar un planeta sostenible⁴¹.

El derecho y, en especial, los marcos regulatorios en el mundo han proliferado con nueva normativa que aborda la problemática del *greenwashing*. Por ejemplo, la Unión Europea mediante la Directiva 2024/825 de fecha 28 de febrero de 2024, conocida como la directiva contra el *greenwashing*, busca empoderar a los consumidores con relación a la transición ecológica, impulsando obligaciones para las empresas respecto a sus comunicaciones sobre asuntos ecológicos o sostenibles, y reglas para desincentivar y sancionar prácticas que conducen al error o engañan a los consumidores o inversionistas de cara a la toma de decisiones de consumo o inversión sostenible.

Por su parte, en los Estados Unidos de América, la *Federal Trade Commission*, agencia federal de protección al consumidor de dicho país, ha desarrollado y actualizado sus lineamientos verdes o *Green Guides*, con atención activa relacionada con las prácticas de marketing que emplean información en materia ambiental o de sostenibilidad. A su vez, el *SEC*, agencia federal supervisora y reguladora del mercado de capitales del mismo país, ha adoptado reglas y viene estando activa sancionando a empresas por difundir información falsa o engañosa sobre asuntos relacionados con el medio ambiente. Un caso relevante ocurrió en el 2023, cuando la *SEC* multó a DWS, una afiliada del banco *Deutsche Bank*, con US\$ 25 millones por cargos que incluían prácticas de *greenwashing*⁴².

En Perú, la ola de nuevas reglas y lineamientos ha sido consistente con lo que ocurre en el mundo. En 2023, el Instituto Nacional de Defensa de la Competencia y de la Protección de la Propiedad Intelectual —en adelante, INDECOPI— publicó la Guía de Publicidad Ambiental. Dichos lineamientos plantean cinco principios para la difusión de publicidad verde y combatir el *greenwashing*, tales como la veracidad, claridad, pertinencia, transparencia y lealtad en la información difundida y el uso de conceptos que hagan referencia a la sostenibilidad, ecología, protección al medio ambiente, entre otros. Asimismo, estos lineamientos recomiendan el uso de medios probatorios objetivos y la certificación o acreditación emitida por una entidad independiente externa para fines de difusión de información empresarial sobre productos, servicios, o negocios que aseveran tener beneficios de sostenibilidad o para el ambiente. Cabe mencionar que el INDECOPI se encuentra facultada para investigar y sancionar infracciones sobre la materia con multas que van desde una amonestación hasta aproximadamente PEN 3,7 millones, con un tope del 10% sobre los ingresos brutos de las actividades económicas del agente infractor.

De la misma forma, las empresas que mantienen valores inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores se encuentran sujetas a la supervisión de la Superintendencia del Mercado de Valores —en adelante, SMV—, y al reporte público de información que califique como hecho de importancia, siempre que se trate de información veraz, suficiente, y oportuna, considerando el estándar del inversionista sensato. Según el artículo 3 del Reglamento de Hechos de Importancia e Información Reservada, la información relevante materia de reporte al mercado es aquella referida al emisor, sus valores o negocios que tenga la capacidad de influir significativamente en la decisión de un inversio-

nista sensato para comprar, vender o conservar un valor, o la liquidez, el precio o la cotización de sus valores. Asimismo, la información que los emisores deben difundir al mercado incluye el reporte de gobierno corporativo, que fue actualizado en 2022, y el de sostenibilidad corporativa, adecuado en 2020, respectivamente, por la SMV. El marco normativo existente permite a la SMV investigar y sancionar a emisores por difundir información al mercado que sea engañosa o falsa en materia ambiental o de sostenibilidad. En tales casos, las posibles infracciones y sanciones administrativas se miden en virtud del impacto o afectación al mercado, el *track record* del emisor infractor, y considerando los rangos bajo el Reglamento de Infracciones y Sanciones de la SMV.

Sin perjuicio de lo indicado en los párrafos anteriores, donde se hace referencia a posibles sanciones en sede administrativa bajo la tutela del INDECOPI y la SMV, respectivamente, existe también la posibilidad de reclamos y litigios por daños y perjuicios en sede civil y penal con relación a estas materias. Si bien en materia civil y penal en Perú no se han introducido reglas nuevas que combatan directamente las prácticas de *greenwashing*, consideramos que tales prácticas pueden calzar en otros conceptos ya tipificados o en el marco de actos fraudulentos, dolosos o culposos sujetos a indemnización por daños y perjuicios en Perú.

La amenaza del *greenwashing*, ya sea por exagerar o falsear información empresarial sobre sostenibilidad, está más presente que nunca, y sus consecuencias cada vez son más severas. Las empresas ya no pueden valerse de meras intenciones sobre sostenibilidad, sino que ahora están bajo el escrutinio de la precisión y veracidad de su narrativa sobre estas materias⁴³.

En un mundo con gran demanda intensificándose en finanzas sostenibles, podríamos esperar que se sigan sofisticando las regulaciones

o marcos normativos sobre estas materias, y asimismo, aparezcan nuevos casos bajo investigación, fiscalización o en litigio con relación a reclamos sobre *greenwashing*.

V. REFLEXIONES FINALES

¿Hacia dónde va el derecho financiero a raíz de la evolución de las finanzas sostenibles y la problemática del *greenwashing*? Sin ánimos de hacer futurología, la respuesta a esta pregunta puede atenderse sobre la base de los casos desarrollados en los últimos años y la importante demanda que actualmente existe en el mercado por financiamiento sostenible, los esfuerzos a nivel mundial por reducir los efectos del cambio climático y emisiones de efecto invernadero, así como la atención que los inversionistas, reguladores y otros grupos de interés han puesto respecto de las revelaciones de información que realizan empresas o emisores de valores en el mercado que sostienen adherirse a principios y lineamientos verdes o cumplimiento de criterios ESG.

Considerando la experiencia reciente a nivel internacional y nacional, esperaríamos que se afinen y aparezcan nuevas iniciativas a nivel legislativo, regulatorio y también comercial para promocionar e incentivar las finanzas verdes y, en general, que continúe en crecimiento esta práctica en el mercado financiero. Esto traerá novedades importantes para el derecho financiero, ya que los marcos regulatorios verán nuevas reglas, lineamientos, principios o recomendaciones sobre mejores prácticas en la materia, certificaciones, estándares, entre otros. De la misma manera, resulta bastante probable que ello también traiga a colación nuevos proyectos o propuestas legislativas y regulatorias para tipificar, supervisar, sancionar y desincentivar prácticas de *greenwashing*. La actualidad nos muestra que esto ya viene ocurriendo en distintas jurisdicciones y todo hace pensar que esta tendencia va a continuar desarrollándose también en Perú.

41. «*Greenwashing – the deceptive tactics behind environmental claims*», Naciones Unidas, Acción por el Clima, acceso el 20 de febrero del 2025, <https://www.un.org/en/climatechange/science/climate-issues/greenwashing>

42. «*DWS to pay \$25 million for Anti-Money Laundering Violations and Misstatements regarding ESG Investments*», U.S. Securities and Exchange Commission, acceso el 20 de febrero del 2025, <https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2023-194>

43. «*Greenwashing: The Emerging Liability Landscape*», Harvard Law School Forum on Corporate Governance, acceso el 20 de febrero del 2025, <https://corpgov.law.harvard.edu/2025/01/02/greenwashing-the-emerging-liability-landscape/>

En general, las finanzas sostenibles conllevan o atraen muchas ventajas y beneficios, especialmente, por los efectos e impactos positivos que pueden traer al ambiente, la sociedad y en la continua mejora de prácticas transparentes, inclusivas, y de buen gobierno corporativo para las empresas que profesan cumplir los criterios ESG o hacen uso de productos propios de las finanzas sostenibles. Existen múltiples ejemplos de cómo estos efectos e impactos positivos han venido desarrollándose, y líneas arriba, hemos hecho referencia a varios de ellos. Resulta razonable proyectar que esta tendencia va a continuar, afianzarse y empoderarse concibiendo una rama o subrama crítica y especializada en el derecho financiero, ligada a la sostenibilidad y finanzas verdes.

Sin embargo, también existen efectos no deseados que las finanzas sostenibles pueden acarrear, así como importantes retos por superar. El cambio climático amenaza con disrupir en los negocios, reducir la productividad, e incrementar los costos de activos que operen con fuentes de energía no renovable; en ese sentido, las entidades financieras e inversionistas en activos o productos sostenibles, pueden verse inclinados a abstenerse de financiar a clientes

más vulnerables al cambio climático, lo cual puede incluir a aquellos que no son de alta rentabilidad, tales como negocios incipientes o a la pequeña y mediana empresa⁴⁴. En ese sentido, el financiamiento sostenible enfrenta el reto de ser fuente para la inclusión financiera.

La gran atención que merecen las finanzas sostenibles y los criterios ESG, han dado espacio incluso, a nuevos roles importantes a nivel gerencial dentro de una empresa. Por ejemplo, gerentes de sostenibilidad, directores independientes velando por el cumplimiento de criterios ESG, áreas de práctica enfocadas en ESG, entre otros. Así, vemos que el futuro de la sostenibilidad y los criterios ESG en el mundo de los negocios va a continuar acaparando espacios importantes no solo a nivel de las finanzas, sino también como parte de los pilares importantes para la continuidad en el tiempo y a largo plazo de una empresa con su entorno.

Finalmente, en lo que respecta al derecho financiero, es importante mantener monitoreando la constante innovación y rápida dinámica que las finanzas sostenibles traen al mercado, y con ello, las distintas casuísticas y retos para el ejercicio de la profesión legal.

El factoring como técnica de financiamiento y alternativa de inversión en instrumentos de deuda privada dentro del mercado de valores

Factoring as a financing technique and alternative investment in private debt instruments within the securities market

SEBASTIAN YGNACIO DOMINGUEZ

Abogado por la Universidad de Lima con especialización en Derecho Financiero y Mercado de Valores.

SUMARIO:

- I. Introducción.
- II. ¿Qué es el factoring?
- III. Agentes económicos.
- IV. Características.
- V. Fondos de Inversión.
- VI. Fondos de Deuda Privada.
- VII. Factura Negociable.
- VIII. Conclusiones.

Recibido con fecha 30 de mayo de 2024 y aceptado por el Comité Arbitral con fecha 23 de febrero de 2025

44. Irina Asktrakhan y otros. «Driving a virtuous cycle of inclusive green finance», World Bank Blogs, (2024). <https://blogs.worldbank.org/en/psd/driving-a-virtuous-cycle-of-inclusive-green-finance>

RESUMEN:

En toda sociedad de consumo, la colaboración entre empresas y sus proveedores es fundamental, pues estas últimas son quienes satisfacen las demandas de bienes y servicios que son requeridos en los distintos niveles de producción. Es muy común que esta colaboración empresarial se realice mediante crédito, dando origen a una factura la cual se emite con un plazo de vencimiento. Aquello genera una necesidad de liquidez en las empresas proveedoras, quienes se caracterizan por tener acceso limitado al sistema financiero. El *factoring* aparece como una solución a este problema, pero además como una oportunidad de inversión. El presente artículo tratará los aspectos más relevantes sobre el particular.

Palabras clave: Factoring, Deuda Privada, Fondos de Inversión, crédito, liquidez, Mercado de Valores, Factura Comercial.

ABSTRACT:

In any consumer society, collaboration between companies and their suppliers is essential, as the latter are the ones who meet the demand for goods and services required at different levels of production. It is very common for this business collaboration to take place through credit, giving rise to an invoice that is issued with a due date. This creates a need for liquidity among supplier companies, which are typically characterized by limited access to the financial system. Factoring appears as a solution to this problem, but also as an investment opportunity. This article will discuss the most relevant aspects of this issue.

Keywords: Factoring, Private Debt, Funds, credit, liquidity, Capital Markets, Commercial Invoice.

I. INTRODUCCIÓN

En una economía de libre mercado como la nuestra, las transacciones comerciales entre agentes económicos —productores y consumidores— son parte fundamental del sistema, pues permiten una asignación eficiente de los recursos limitados, a través del sistema de precios.

Para que esto ocurra, antes es necesario que las empresas que participan en el mercado, colocando sus productos a disposición de los consumidores finales, pasen constantemente por un proceso de abastecimiento de distintos bienes y servicios que cubran las necesidades que su etapa productiva demande; de esta manera, toda empresa tiene que trabajar de la mano con sus proveedores. Estos últimos suelen tener acceso limitado al financiamiento bancario tradicional, pues muchos de ellos, son pequeños o medianos proveedores o empresas en proceso de expansión.

La técnica del *factoring* ofrece una alternativa de financiamiento para estas empresas proveedoras, mediante la negociación de las acreencias que se generen como consecuencia de las relaciones comerciales que establezcan con sus clientes. A su vez, se trata de una oportunidad para los inversionistas que se canaliza mediante fondos de inversión que operan en el merca-

do de capitales, tal como se desarrollará en los párrafos siguientes.

II ¿QUÉ ES EL FACTORING?

Como ya se mencionó, las empresas proveedoras son titulares de derechos de cobro contra sus clientes, dichos derechos se materializan a través de la emisión de la factura correspondiente. Este documento, sin embargo, se emite a crédito, lo cual quiere decir que el cliente del proveedor dispondrá de un plazo de pago que puede llegar a ser de hasta 180 días en algunos casos. En paralelo, los proveedores tienen obligaciones que son impostergables, como el pago de impuestos y planillas; esta situación genera una necesidad de liquidez en el proveedor, quien buscará poder cumplir con sus obligaciones sin afectar su flujo de caja. Esta demanda de liquidez es cubierta por la empresa de *factoring*, la cual le ofrece la oportunidad de traer al presente sus flujos futuros, aplicando una tasa de descuento, dándole una alternativa de financiamiento que le permitirá mejorar su liquidez y gestionar de forma eficiente sus cuentas por cobrar.

Dicho de otro modo, Sergio Rodríguez Azuero resalta la principal virtud de una operación de *factoring* en los siguientes términos: un pequeño productor que, de suyo, no tendría una gran capacidad de pago ni, por ende, de endeuda-

miento, pero que se dedica a fabricar un excelente producto y encuentra amplios mercados de compradores, va a obtener automáticamente, y por esa vía, una real expansión en su capacidad de acceso a recursos del sistema financiero sin que, de suyo, haya fortalecido todavía su propio patrimonio ni su capacidad individual de endeudamiento¹.

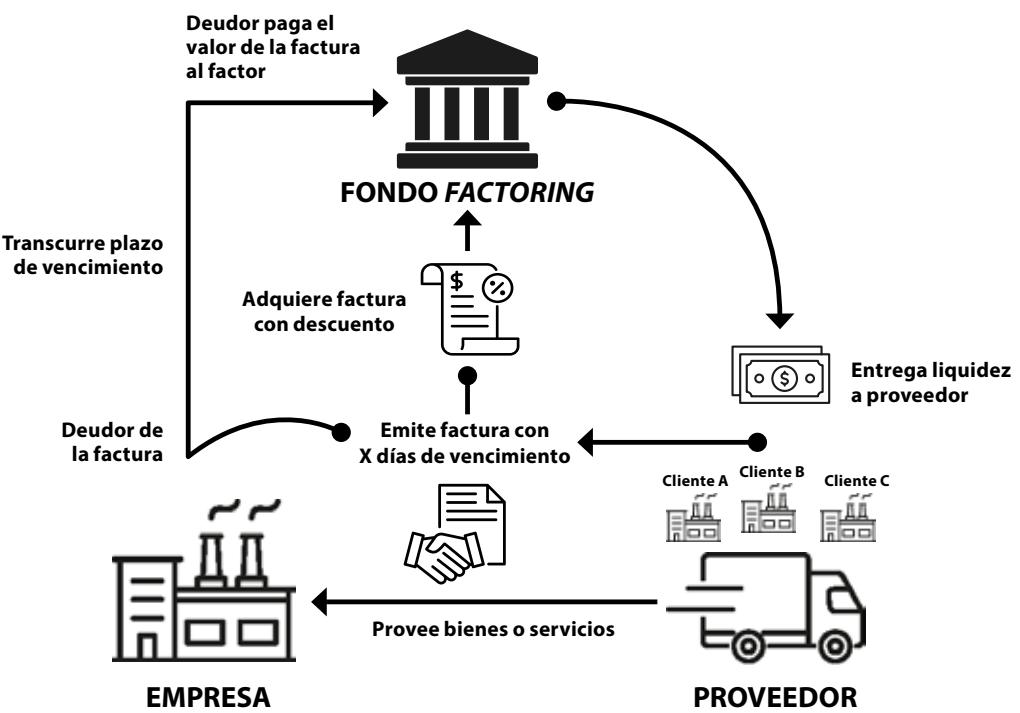
Para poder aterrizar lo explicado, se propone un ejemplo que desarrollará un esquema general en una operación de financiamiento a través del *factoring*.

Constructora A es una reconocida empresa líder en el rubro de construcción de viviendas, la cual tiene como socio estratégico a la empresa Cementos B, que le provee, entre otros insumos, cemento para el correcto desarrollo de sus proyectos. Para el segundo trimestre del año en curso, Constructora A desarrolló un proyecto cuya ejecución le demandó la compra de cemento por un valor total de \$ 100,000, el cual fue suministrado por Cementos B.

La factura emitida en virtud de la operación antes indicada tiene un plazo de vencimiento de 90 días, desde su emisión; sin embargo, Cementos B debe hacer frente al pago de planillas, CTS y gratificaciones a todos sus trabajadores, por lo que no puede esperar tanto tiempo, surgiendo así una necesidad de liquidez.

La empresa Factor C, luego de la evaluación de riesgos al pagador de la factura, ofrece financiamiento a Cementos B por la factura de \$ 100,000, con una tasa de descuento de 3%, es decir, le pagará de forma inmediata \$ 97,000. Ambas empresas cierran la operación y notifican al pagador de la factura que ahora el factor es titular de la acreencia.

Pasados los 90 días, Constructora A paga el valor nominal de la factura a Factor C. De esta manera: i) Cementos B pudo hacer frente a sus obligaciones a tiempo sin afectar su flujo de caja y nivel de liquidez, y ii) Factor C generó una rentabilidad por el monto descontado de la factura de \$ 3,000 (3%).



1. Sergio Rodríguez Azuero, *Contratos Bancarios, su significación en América Latina* (Bogotá: Editorial LEGIS, 2005), 660.

III AGENTES ECONÓMICOS

Ahora bien, habiendo desarrollado el flujo de un proceso de *factoring*, podemos identificar a cada agente económico involucrado en el ecosistema de esta técnica de financiamiento a partir del rol que cumple en la estructura:

- Empresa pagadora:** Demanda bienes y servicios a crédito, de sus diferentes proveedores, quedando obligada al pago de la factura por emitirse.
- Empresa proveedora:** Facilita bienes y servicios a sus clientes y, por ello, emite una factura, convirtiéndose así en acreedora.
- Factor:** Empresa cuya actividad empresarial gira en torno al financiamiento de proveedores mediante la compra de facturas, con una tasa de descuento que le permitirá generar rentabilidad.

IV. CARACTERÍSTICAS

Sobre la base de lo expuesto, identificaré las características que, desde mi perspectiva, agregan valor a esta alternativa de financiamiento.

En primer lugar, es importante resaltar que, en contraste con el financiamiento tradicional, en el *factoring* el análisis de riesgo se concentra en la empresa deudora. Por supuesto, tal como hemos visto, el riesgo de impago en esta operación recae en la entidad pagadora de la factura y no el cedente de esta, quien suscribe el contrato con el factor y recibe el financiamiento.

Para mejor referencia, Sergio Rodríguez Azuero comenta que el financiamiento tradicional tiene en cuenta la capacidad de endeudamiento del deudor potencial, por lo que las empresas de tamaño mediano o que comienzan, encuentran grandes limitaciones para lograr acceso a crédito oportuno y suficiente. En cambio, como en el *factoring* lo que cuenta y se analiza, en últimas, es la capacidad de los compradores del posible deudor —aceptantes o responsables

por la facturación— la circunstancia de que una empresa, aun mediana o nueva, trabaje con líneas para ser vendidas a firmas de gran solvencia económica, amplía en forma automática su capacidad de crédito.²

En esta misma línea, se ha mencionado que lo que hace el *factoring* es traer al presente los flujos futuros de la empresa proveedora mediante la cesión de sus derechos de cobro. Por supuesto, tales acreencias necesitan tener la condición de ser ciertas y exigibles, esto último una vez transcurra el plazo de vencimiento de la factura. En consecuencia, podemos hablar de una suerte de autofinanciamiento, toda vez que la empresa proveedora se facilitará liquidez a partir de sus propios derechos de cobro contra sus clientes y no en función de su capacidad de pago, como ocurre en el financiamiento tradicional.

Por último, si bien es cierto que el *factoring*, a nivel operativo, tiene distintas variables en su desarrollo —con recurso, sin recurso, mediante letras de cambio, etc.—, el presente trabajo se enfoca en una estructura donde se negocia facturas comerciales como instrumento de cobro. Siendo ello así, nos encontramos ante un financiamiento a corto plazo toda vez que las facturas negociadas tendrán una fecha de vencimiento no mayor a 180 días desde su emisión. Es decir, la operación concluirá una vez que el factor reciba los flujos futuros que adelanto al proveedor, por parte de su cliente, situación que se materializará a la fecha de vencimiento del instrumento cedido.

V. FONDOS DE INVERSIÓN

Se mencionó en la parte introductoria del presente trabajo que la técnica del *factoring* configura una oportunidad de inversión con presencia en el mercado de valores a través de fondos de inversión. Para entender mejor esta estructura, conviene esclarecer, en primer lugar, cómo operan estos vehículos de inversión; para

ello, nos será de gran ayuda la definición que la ley de la materia establece sobre el particular. A saber, un fondo de inversión es un patrimonio autónomo integrado por aportes de personas naturales y jurídicas para su inversión en instrumentos, operaciones financieras y demás activos, bajo la gestión de una sociedad administradora constituida para tal fin, por cuenta y riesgo de los partícipes del fondo.³

Al respecto, podemos establecer algunos conceptos que permiten entender mejor el funcionamiento de un fondo. En primer lugar, los inversionistas, que pueden ser personas naturales o jurídicas, son aquellas que realizan aportes mediante la suscripción de cuotas de participación y, de esta manera, adquieren la condición de partícipes; de manera análoga a los accionistas de una sociedad regulada por la Ley General de Sociedades. Por su lado, la Sociedad Administradora de Fondos de Inversión —SAFI, es aquella cuyo objeto social es la administración de uno o más fondos de inversión, regulada por la Superintendencia del Mercado de Valores— SMV. Este ente jurídico tiene un patrimonio distinto de los fondos que administra. En efecto, cada fondo de inversión posee patrimonio autónomo, lo cual quiere decir que existe una separación jurídica y contable entre el patrimonio del fondo, el patrimonio de los partícipes y el patrimonio de la Sociedad Administradora de Fondos de Inversión.

En síntesis, en Perú un fondo de inversión es un patrimonio autónomo financiado con recursos provenientes de diversas personas —naturales o jurídicas— que ostentan la condición de partícipes. El fondo tendrá la responsabilidad de generar valor a sus partícipes a través de inversiones en uno o más activos, estas operaciones son celebradas dentro del Mercado de Valores. Asimismo, el nivel de riesgo de los activos en los que se pueda invertir se encontrará determinado por el perfil del inversionista que participa en el Fondo.

Es decir, la gestión del fondo de inversión, por cuenta y riesgo de los partícipes, está a cargo de una sociedad administradora de fondos de inversión que cuenta con personal calificado para realizar inversiones de diverso tipo. La estructura del fondo de inversión tiene como fin obtener una rentabilidad en el marco de un perfil de riesgo que vaya acorde con su política de inversiones particular.⁴

Ahora bien, existen distintos tipos de activos en los cuales un fondo puede destinar sus recursos con la finalidad de generar valor para sus partícipes. Estos activos o *asset class* permiten establecer una clasificación de los fondos de inversión que nos permitirá entender la inclusión del *factoring* en esta clasificación.

VI. FONDOS DE DEUDA PRIVADA

En términos sencillos, la deuda privada describe la relación crediticia que se establece entre el inversionista y la empresa que recibe financiamiento. Entendamos a una empresa privada como aquella que no se encuentra enlistada en la Bolsa de Valores y, en consecuencia, no negocia sus acciones, ni emite instrumentos de deuda en el mercado bursátil. Estas empresas obtienen financiamiento de inversores privados mediante la emisión de deuda, la cual puede adoptar diversas formas, como préstamos bancarios, pagarés, letras de cambio, créditos hipotecarios, facturas, entre otros.

Un fondo de inversión con estrategia en *factoring* identifica en este tipo de deuda un activo atractivo; de la misma manera que la empresa privada encuentra en ella, una oportunidad de obtener financiamiento alternativo. En tal escenario, esta deuda —privada— se negocia entre particulares, dando como resultado que los inversionistas canalizados a través de fondos de inversión la compren, esperando un retorno a cambio. De esta manera, un fondo de deuda privada a través de su estrategia de *factoring*,

2. Sergio Rodríguez Azuero, *Contratos Bancarios, su significación en América Latina* (Bogotá: Editorial LEGIS, 2005), 672.

3. Decreto Legislativo 862, Ley de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras, artículo 1.

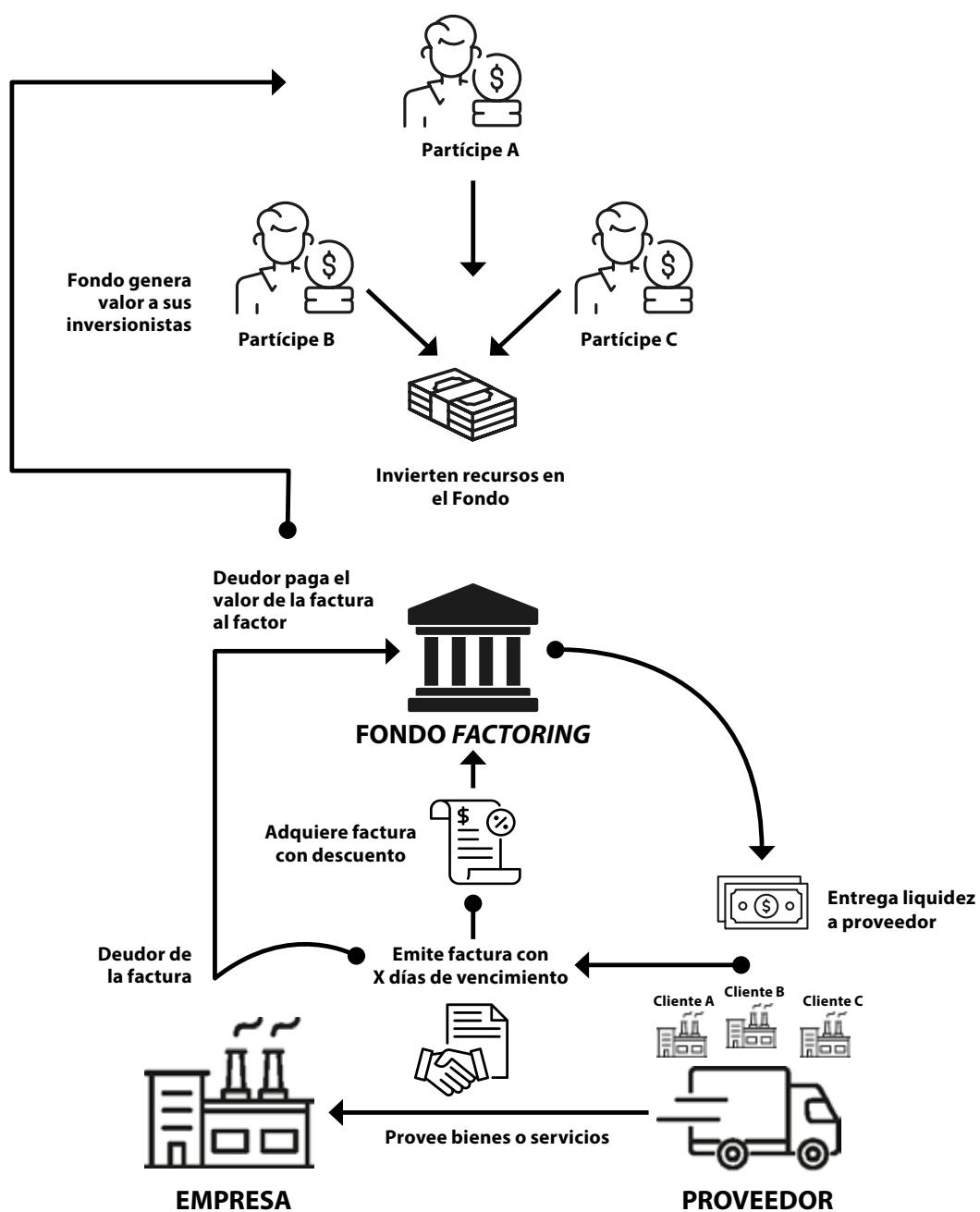
4. Comisión de Investigación del Equipo de Derecho Mercantil, <<¿Cómo actúan los Fondos de Inversión en el mercado peruano?>>, EDM 4, (2016): 268.

establecerá una dinámica de financiamiento no bancario, ni público, al invertir sus recursos en instrumentos de deuda emitidos por empresas medianas o grandes, de estructura no corporativa, que tienen necesidad de financiamiento no cubierto por la banca tradicional, es decir, empresas proveedoras.

En síntesis, los fondos de *factoring* se ubican

dentro de la categoría o *asset class* de la deuda privada porque su objetivo es generar valor a sus partícipes a través de la inversión en facturas comerciales, las cuales son instrumentos de deuda privada, según los términos antes referidos.

A continuación, se presenta un esquema para tener mayor nitidez de la operación:



VII. FACTURA NEGOCIABLE

Hemos identificado que el instrumento de deuda que hace posible el financiamiento a los proveedores a través del *factoring* es la factura negociable; corresponde ahora profundizar en las características de este documento que hace posible su dinamismo comercial.

Partamos por establecer que se le denomina factura comercial a la tercera copia de la factura electrónica o recibo por honorarios originado en una relación de comercio entre los proveedores y sus clientes. Este documento ostenta la condición de título valor y, por lo tanto, tiene mérito ejecutivo de acuerdo con la normativa vigente.⁵ Esto último ofrece seguridad jurídica a su legítimo tenedor, en la medida que, en un escenario de *default*, el titular de los derechos de cobro podrá recuperar el crédito representado en la factura comercial por la vía ejecutiva. Esto quiere decir que el emisor de la factura podrá transferirla a un tercero —factor— en calidad de activo financiero. En consecuencia, debemos prestar especial atención al proceso de circulación comercial establecido para este título valor.

Al respecto, —la factura comercial— es un título valor, transmisible por endoso o un valor representado por anotación en cuenta contable de una Institución de Compensación de Valores, que se origina en la compraventa de bienes o prestación de servicios, respecto de la cual se ha emitido mediante una factura comercial o recibo por honorarios de modo impreso o electrónico.⁶

En tal virtud, podemos distinguir dos maneras de transmitir válidamente a un tercero los derechos de cobro incorporados en este documento. La primera de ellas —siendo la más conocida— es el endoso, que consiste en dejar constancia en el reverso del documento o en

una hoja adherida los datos del endosante y endosatario.

El segundo camino pasa por el proceso de desmaterialización del título valor para su posterior anotación en cuenta. Sobre el particular, entiéndase por desmaterialización al mecanismo que permite migrar desde el soporte cartular —físico— del documento a uno netamente electrónico, mediante el concepto de anotación en cuenta. Es en este punto donde la Institución de Compensación y Liquidación de Valores se incorpora al ecosistema del *factoring* como articulador del negocio.

En efecto, el texto vigente del artículo 688 del Código Procesal Civil determina la calidad de título ejecutivo a la constancia de inscripción y titularidad expedida por la Institución de Compensación y Liquidación de Valores, en el caso de valores representados por anotación en cuenta, por los derechos que den lugar al ejercicio de la acción cambiaria, conforme a lo previsto en la ley de la materia⁷.

Ahora bien, en Perú, la única Institución de Compensación y Liquidación de Valores actualmente es CAVALI, en consecuencia, solo a través de ella se podrá llevar a cabo válidamente el proceso de desmaterialización antes referido, obteniendo como resultado la seguridad jurídica que sustentará el negocio materia de análisis. Por ello, pasare a explicar brevemente el flujo de este proceso.

Como punto de partida, CAVALI pone a disposición su plataforma *Factrack*, donde deberán ser registradas las facturas comerciales que serán negociadas; luego de ello, CAVALI hará un proceso de verificación de autenticidad del documento, con ayuda de la Superintendencia Nacional de Aduanas y Administración Tributaria —SUNAT—. Una vez autorizado el proceso de anotación en cuenta, se notifica del registro al

5. Ley 27287, Ley de Títulos Valores, artículo 18.

6. Katherin Ruth Huayhua Huaman, *Los Títulos Valores en el Perú: Títulos Valores y Derecho de Mercado de Valores* (Lima: Sociedades, 2020), 577.

7. Decreto Legislativo 768, Código Procesal Civil, artículo 688

pagador de la factura, mediante correo electrónico y se le brinda un plazo de 08 días para que observe o dé conformidad; una vez transcurrido el plazo, la conformidad sobre la factura se presumirá otorgada, obteniendo la condición del título valor propiamente dicho, con ello su negociación estará soportada de seguridad jurídica como un mejorador en la posición del adquiriente a quien se le realizará la transferencia contable de la factura negociable para que, luego de ello, realice el desembolso al proveedor cedente.

Como hemos visto, el mérito ejecutivo se materializa mediante la emisión de la constancia de inscripción y titularidad la cual es emitida por CAVALI. Siendo ello así, en un escenario de incumplimiento, el titular de la factura podrá solicitarla para promover un proceso de cobranza judicial.

De esta manera, no cabe duda de que nos encontramos ante un título valor cuyo objeto es circular para servir como medio de pago en las diversas transacciones comerciales, pero sobre todo enfocadas al fin de dotar de liquidez a corto plazo para los proveedores de bienes y/o servicios y por consiguiente al acceso a financiamiento de adquirientes y usuarios.⁸

VIII. CONCLUSIONES

- a. El *factoring* constituye una alternativa de financiamiento atractiva para proveedoras de empresas corporativas, pues el análisis de riesgo girará en torno a estas últimas, lo cual dará como resultado un menor riesgo crediticio.
- b. Los fondos de inversión de deuda privada con estrategia en *factoring* establecen una dinámica de financiamiento para empresas proveedoras, al tiempo que generan rentabilidad en sus partícipes.
- c. Desde la perspectiva del fondo de inversión, se denomina deuda privada al activo emitido por un emisor no público —una empresa privada—, dentro de los cuales encontramos a la factura negociable.
- d. La factura negociable es un título valor, en consecuencia, tiene mérito ejecutivo, lo cual dota de seguridad jurídica a su legítimo tenedor.

8. Katherin Ruth Huayhua Huaman, *Los Títulos Valores en el Perú: Títulos Valores y Derecho de Mercado de Valores* (Lima: Sociedades, 2020), 581.

La captación de recursos dinerarios de terceros como forma de financiamiento e informalidad financiera-perspectiva de la SMV y de la SBS

The raising of funds from third parties as a form of financing and financial informality-the perspective of the SMV and the SBS

FÁTIMA DE ROMAÑA

Abogada por la Universidad de Lima.
Maestría en Administración de Empresas por la Universidad de Piura.

DIEGO MUNARES

Bachiller en Derecho por la Universidad Nacional Mayor de San Marcos.

Recibido con fecha 10 de junio de 2024 y aceptado por el Comité Arbitral con fecha 17 de febrero de 2025



SUMARIO:

- I. Introducción.
- II. El sistema financiero.
- III. La relación simbiótica entre la inclusión e informalidad financiera.
- IV. A manera de conclusión.

RESUMEN:

En el presente artículo se explora los principales aspectos de la regulación financiera y del mercado de valores, así como su incidencia en la informalidad financiera que tiene como contrapartida a la inclusión financiera. A través de la exposición de casos recientes, se evidencia como la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP, y la Superintendencia del Mercado de Valores reprimen los esquemas financieros informales que captan recursos de terceros afectando el interés público y la confianza en el sistema financiero.

Palabras clave: Informalidad financiera, inclusión financiera, regulación financiera, intermediación financiera, oferta pública, valores mobiliarios.

ABSTRACT:

This article explores the main aspects of financial and securities market regulation, as well as its impact on financial informality, which has a counterpart in financial inclusion. Through the exposition of recent cases, it is shown how the Superintendence of Banking, Insurance and AFP, and the Superintendence of the Securities Market repress informal financial schemes that capture resources from third parties, affecting the public interest and confidence in the financial system.

Keywords: Financial informality, financial inclusion, financial regulation, financial intermediation, public offering, securities.

"Una economía sin finanzas es como un cuerpo sin sangre"

I. INTRODUCCIÓN

El mercado financiero es una institución esencial y compleja que facilita la coordinación entre agentes superavitarios y deficitarios de recursos financieros a través de un sistema de precios.

Por tal motivo, el financiamiento es un componente esencial para el óptimo funcionamiento de la economía y el desarrollo de un país, no obstante, no todos tienen la posibilidad de acceder a inversiones y/o créditos en el mercado debido a diferentes factores, siendo uno de ellos el alto costo regulatorio de entrada en el mercado financiero peruano.

Como consecuencia, han aparecido diferentes esquemas financieros que pretenden atender a este segmento del mercado a través de diferentes productos financieros que

lindan con la informalidad de sus actividades, conforme a la normativa a nivel legal y reglamentario.

La presente investigación académica tiene como objetivo analizar el alcance de las entidades reguladoras del mercado financiero peruano a fin de determinar cuándo estaríamos frente una actividad financiera informal.

II. EL SISTEMA FINANCIERO

El sistema financiero es complejo, e incluye a muchos tipos distintos de instituciones financieras del sector privado, incluyendo los bancos, las compañías de seguros, los fondos mutuos, las compañías de finanzas y los bancos de inversión, que en conjunto están fuertemente reguladas por el Estado.¹

Desde una perspectiva macroeconómica, el mercado se divide en dos:

- a. el mercado real y
- b. el mercado financiero.

1. Mishkin, Frederic. *Moneda, banca y mercados financieros*. Mexico: Pearson Education, 2008.

El primero es aquel fenómeno social espontáneo de intercambio de bienes y servicios, mientras que el segundo consiste en el intercambio de instrumentos financieros; ambos se relacionan a través de la tasa de interés establecida por el Banco Central de cada país.

Desde una perspectiva de política regulatoria, el mercado financiero se puede dividir con respecto al tipo de intermediación que realizan las entidades captadoras de recursos del público, dentro de ellas, tenemos a la intermediación financiera directa e indirecta.

La intermediación financiera indirecta es aquella en la cual la entidad financiera que realiza esta actividad asume el riesgo de crédito con respecto a la colocación de los recursos captados del público a los agentes deficitarios e.g. bancos, financieras, cajas municipales, entre otros.

Por otro lado, la intermediación financiera directa es aquella en la cual la entidad financiera no asume el riesgo de crédito con respecto a la captación de dinero de los agentes superavitarios y la posterior colocación con los agentes deficitarios, por ejemplo: emisores, fondos de inversión, fondos mutuos, etc.

El primer tipo de intermediación se realiza en el mercado de créditos, mientras que el segundo se realiza en el mercado de valores.

El mercado de créditos es donde una entidad financiera capta recursos del público mediante cualquier modalidad a fin de colocar dichos activos financieros como créditos en el mercado, beneficiándose de un *spread* obtenido por la diferencia entre la tasa de interés pasiva otorgada a los superavitarios y la tasa de interés activa obtenida de los agentes deficitarios.

Por otro lado, el mercado de valores es donde se ofrecen instrumentos financieros representados por valores mobiliarios, los cuales son instrumentos jurídicos libremente transferibles y emitidos en masa, los cuales se pueden negociar en mercados organizados o privados.

En ambos segmentos del mercado financiero existe captación de recursos financieros de terceros, actividad que genera efectos jurídicos teniendo como consecuencia inmediata la actuación de la entidad regulatoria competente.

1. La regulación financiera

La regulación financiera tiene como principal objetivo preservar la estabilidad del sistema financiero tanto desde una perspectiva institucional como sistémica, a través de diferentes preceptos legales prudenciales y protectionistas.

Es de esta forma que la regulación en este sistema apareció de manera reactiva a crisis financieras a nivel global con la finalidad de mitigar el riesgo moral, la asimetría de información y los conflictos de intereses entre las entidades financieras y sus usuarios.

Desde la política financiera, existen diferentes modelos regulatorios que han sido implementados en diferentes latitudes, los cuales desarrollaremos a continuación:

i. El modelo integrado

El modelo integrado tiene como principal característica que la regulación financiera y la supervisión de las entidades las realiza una sola institución típicamente el Banco Central de Reserva o su equivalente funcional. A inicios del siglo XXI, este modelo fue implementado en Reino Unido a través de la descontinuada *Financial Service Authority*.

La principal ventaja del modelo integrado es que todos los recursos necesarios para la supervisión del mercado financiero se encuentran en una misma institución y, por lo tanto, no se requiere crear comités de coordinación para la toma de decisiones, asimismo, permite uniformidad en pronunciamientos por parte del ente regulador lo cual genera predictibilidad en el mercado financiero, además, se evita problemas competenciales entre las entidades reguladoras los cuales son usuales en otro tipo de modelo regulatorio.

Como desventaja, al entregar poderes tan amplios a una entidad reguladora —la política monetaria y macro prudencial— se corre el riesgo de concentración de poder en la toma de decisiones y, por tanto, sin que haya visiones alternativas que enriquezcan un debate constructivo que limitaría el abuso de instrumentos macro prudenciales.

Este modelo es el menos común del mundo y se encuentra en países como Irlanda, República Checa y Singapur.

ii. El modelo multi agencia

El modelo multi agencia se caracteriza por englobar la participación de diversas entidades administrativas en la regulación y supervisión del sistema financiero; usualmente se incluye al Banco Central en temas afines a la política monetaria y sistema de pagos, así como a una o más comisiones y/o superintendencias especializadas en cada segmento del mercado financiero.

En consecuencia, un factor determinante es la coordinación que deben desempeñar las entidades administrativas reguladoras del sistema financiero, la cual se puede realizar a través de comités y/u otros métodos organizacionales.

En este tipo de modelo se presentan una serie de desafíos en comparación con otros. El principal problema se da con la identificación de riesgos sistémicos debido a la separación de competencias administrativas, legalmente puede que no quede claro el mandato sobre cada competencia. De igual forma, se presenta el problema de duplicidad de criterios en cuanto a la evaluación de riesgos financieros, lo cual generaría poca predictibilidad y seguridad jurídica en el mercado, lo cual puede desincentivar la inversión privada.

Asimismo, en un modelo multi agencia las entidades administrativamente no necesariamente cuentan con toda la información necesaria para la evaluación de determinados asuntos, lo que implica que no se puede tener el flujo de información de forma oportuna, lo

cual dificulta el actuar de cada una de las entidades administrativas.

Por el lado positivo, este modelo regulatorio desconcentra las potestades regulatorias y de policía en varias entidades, lo cual genera que, frente a un mercado financiero oligopólico o de alto grado de concentración, se pueda evitar conflictos de intereses entre el supervisor y el supervisado, lo que en el argot regulatorio se conoce como la captura del regulador.

Este modelo institucional está presente en varios países, tales como Canadá, Corea del Sur, Israel, Líbano y Suiza y, en América Latina, en Chile, Colombia, México, entre otros.

iii. El modelo *twin peaks*

El modelo *twin peaks* se caracteriza porque la regulación prudencial se encuentra a cargo del Banco Central, mientras que la supervisión del mercado y su rol de protección al consumidor financiero están a cargo de otra entidad administrativa.

Este modelo presenta como una ventaja lograr la concentración, en una institución, de la información y la potestad supervisora para identificar riesgos en el mercado financiero; por ende, no requiere ningún tipo de organización con otras entidades administrativas.

En aquellos países en los que el mercado de valores o las empresas de seguros tienen una dimensión importante y pueden representar una amenaza para la estabilidad del sistema financiero en su conjunto, aún hay necesidad de coordinación para identificar los riesgos en la totalidad del sistema y para tomar decisiones macro prudenciales.

El modelo *twin peaks* prevalece en países como Bélgica, Francia, los Países Bajos y el Reino Unido.

2. La regulación del mercado de valores

La regulación es esencial para el desarrollo social de un Estado; algunos lo conciben como sinónimo de la intervención del gobierno en la actividad de los privados.

Es de esta forma que la regulación aparece como factor determinante en la progresiva participación del Estado en la vida económica de los privados, la cual tuvo un papel protagónico que, en su tiempo, ocupaba el Derecho mercantil y civil cuando el sector financiero no era objeto de interés del Estado.

La regulación encierra muy distintos significados, de ahí que ciertos autores vinculados al mundo jurídico y económico han desistido de definirla de manera uniforme debido a que esto dependerá del grado de incidencia que tiene el Estado en el mercado financiero.

En nuestra tradición jurídica, la regulación tiene como fuente formal al Derecho administrativo, mediante la cual el Estado realiza una priorización de intereses con la finalidad de evitar resultados indeseables que se generarían por el fenómeno espontáneo que es el mercado financiero.

En cuanto al mercado de valores, podemos indicar que éste tiene como principal objetivo la protección de los inversionistas y garantizar que los mercados sean justos, eficientes y transparentes.

Dichos principios se encuentran relacionados entre sí, los cuales ayudan a garantizar la participación de los agentes económicos interesados en mercados justos, eficientes y transparentes.

La protección de los inversionistas tiene como principal vocación cautelarlos frente a prácticas engañosas, fraudulentas y abusivas relacionadas a actos de inversión de recursos financieros.

Por lo tanto, la regulación del mercado de valores utiliza como principal práctica la difusión de la información relevante, oportuna y suficiente a fin de que cada inversionista pueda realizar una correcta toma de decisiones, a

diferencia de la regulación bancaria, que tiene vocación de protección del ahorro por el inadecuado manejo de las instituciones financieras, mientras que la regulación del mercado de valores vela porque los inversionistas adopten decisiones informadas de inversión.

Ello se fundamenta en la hipótesis de los mercados eficientes, desarrollada por Eugene Fama², la cual se basa en el precepto de que los mercados son eficientes, de manera directamente proporcional a la calidad y cantidad de información que exista en estos, lo cual facilita que los agentes económicos, bajo el estándar de razonabilidad exigido, determinen el valor de cada uno de los activos financieros.

Por otro lado, la garantía del funcionamiento transparente, eficiente y justo del mercado de valores se encuentra relacionada con la preventión de prácticas de negociación indebida; en ese sentido, la regulación debe proscribir la utilización de información privilegiada, la manipulación del mercado y otras prácticas de negociación.

La regulación deberá otorgar la confianza a los inversionistas que están accediendo a un mercado justo y transparente con la información suficiente para una correcta formación de precios, entendiéndose a la transparencia como el grado de información sobre la negociación que se pone a disposición del público en tiempo real, ya sea *ex ante* o *ex post* al momento de transacciones con valores mobiliarios.

Finalmente, la regulación del mercado de valores debe prestar atención a los riesgos sistémicos que se pueden materializar por la insolvencia y posterior quiebra de ciertos participantes del mercado de gran alcance que puedan generar toda la afectación del sistema; es por ello que los reguladores deben promover la correcta gestión de los riesgos y asegurar que los requisitos prudenciales —como el establecimiento de capital mínimo

2. Fama, Eugene F. *Efficient capital markets*. Journal of finance, 1970, vol. 25, no 2, p. 383-417.

para ciertos participantes del mercado—puedan absorber las pérdidas generadas y de esta forma limitar la toma excesiva de riesgos.

3. Situación nacional

El Perú tiene un modelo regulatorio multi agencia, el cual está conformado esencialmente por cuatro instituciones que se encargan de la política monetaria, regulación de empresas del sistema financiero, el correcto funcionamiento del mercado de valores y la protección del inversionista y del ahorrista.

En primer lugar, encontramos al Banco Central de Reserva del Perú, institución encargada de la política monetaria del país, la regulación y supervisión del sistema de pagos y el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica.

Fue fundado un 9 de marzo de 1922, bajo la denominación de Banco de Reserva del Perú, creado como entidad regulatoria del sistema crediticio, el cual tenía un capital autorizado de dos millones de libras peruanas, dividido en acciones suscritas por los bancos y el público.

Posteriormente, en el año 1931, cambiaría de denominación a lo que conocemos actualmente como el Banco Central de Reserva del Perú, ello como resultado de una serie de recomendaciones establecidas por la misión Kemmerer, la cual había determinado las siguientes falencias de la regulación financiera: exceso de poder de un grupo restringido de intereses económicos, es decir de los bancos; limitación a estos de las operaciones de préstamo y descuentos; impotencia para fijar un cambio estable para la moneda nacional o aportar un fondo de créditos para casos de emergencia; limitaciones de capital; reducida capacidad para resistir las presiones políticas; restricción de las operaciones circunscritas a Lima y sus alrededores, entre otros —Basadre 2006—.

En segundo lugar, se encuentra la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP —en adelante, "SBS"— cuyo objeto es la regulación de entidades del sistema financiero que realizan intermediación indirecta con recursos del público,

entidades que realizan actividades financieras con recursos propios, las compañías de seguros y sus relacionados, y la regulación del sistema previsional privado.

En tercer lugar, la Superintendencia del Mercado de Valores —en adelante, "SMV"— es el organismo técnico adscrito al Ministerio de Economía y Finanzas, el cual tiene como objetivo velar por la eficiencia, integridad y transparencia del mercado a través de distintas técnicas regulatorias que permiten la difusión necesaria de información para la correcta formación de precios.

Finalmente, nos encontramos al Instituto Nacional de Defensa de la Competencia y de la Propiedad Intelectual —en adelante, "INDECOPI"— que tiene una competencia más acotada como ente fiscalizador y sancionador por infracciones a la regulación financiera que tengan impacto en el consumidor financiero, incluyendo dentro de este concepto tanto al ahorrista como al inversionista.

En vista al tenor de la problemática a resolver en el presente artículo, nos enfocaremos principalmente en la SBS y la SMV.

III. LA RELACIÓN SIMBIÓTICA ENTRE LA INCLUSIÓN E INFORMALIDAD FINANCIERA

La inclusión financiera tiene tres dimensiones: acceso, uso y calidad. El acceso significa la posibilidad de usar los servicios y los productos de las instituciones del sistema financiero formal o la facilidad con la cual los individuos pueden acceder a los servicios y productos financieros disponibles en las instituciones formales. El uso se refiere a la utilización efectiva de los productos financieros, en cuanto a regularidad y frecuencia, así como también al objetivo con el que se usa el sistema financiero. Finalmente, la calidad se especifica en términos de las características del acceso y el uso —calidad y efectividad—. Esto incluye una variedad de temas, como la adaptabilidad del producto a las necesidades del cliente, la variedad de los servicios financieros, la regulación y la supervisión de los productos, y la regulación y la protección del

consumidor, entre otros.³ —Cipoletta Tomassian y Matos 2018—.

En el año 2012 se colocó como punto más alto en la agenda internacional de los países que conforman el G20, donde se encuentra incluido el Perú, la implementación de políticas económicas para el desarrollo de la inclusión financiera.

En consecuencia, en el año 2014, se promulgó el Decreto Supremo 029 – 2014 – EF, mediante el cual se creó la Comisión Multinacional de Inclusión Financiera, la cual tiene como finalidad la implementación de la Política Nacional de Inclusión Financiera.

Ahora bien, en el Reporte de Política Nacional de Inclusión Financiera del Perú del primer semestre de 2023, se indica que el acceso al sistema financiero se ha visto fortalecido a través del crecimiento de los canales de atención del sistema financiero, particularmente, por los de bajo costo y la mayor oferta de canales digitales por parte de los proveedores de servicios financieros.

En contrapartida, la falta de inclusión financiera genera un efecto económico en mercados caracterizados por altos costos de entrada, los cuales se materializan en la aparición de un mercado informal que suple la necesidad del sector de la demanda desatendida, a lo cual denominamos informalidad financiera, que aparece en los mercados financieros caracterizados por los siguientes factores:

1. La fuerza monopólica del prestamista sobre el prestatario.
2. La ausencia de control gubernamental.
3. Libertad de ingreso y retiro de prestamistas y prestatarios.
4. La falta de educación financiera.
5. La segmentación del mercado.

3. Cipoletta Tomassian, Georgina, y Adriana Matos. *Hechos estilizados sobre la inclusión financiera. En La inclusión financiera para la inserción productiva y el papel de la banca de desarrollo*, de Esteban Pérez y Daniel Titelman, 37-57. Santiago de Chile: Naciones Unidas, 2018.

En el Perú nos encontramos ante un mercado de créditos altamente concentrado con orientación oligopólica, lo cual genera que las entidades financieras tengan un alto grado de dominio de mercado y se distorsione el sistema de precios a través de la imposición de altos costos de financiamiento a ciertos prestatarios, los cuales usualmente optan por una alternativa con menores costos, pero no necesariamente con la formalidad y seguridad necesaria.

Por otro lado, nos encontramos con la ausencia de la administración pública en la ejecución de sus facultades de supervisión y fiscalización administrativa, la cual ha sido evidenciado por hallazgos que realizan otras instituciones como el Ministerio Público en casos de estafas y fraudes financieros.

Asimismo, la libertad de ingreso al mercado financiero en el Perú se encuentra limitada por la regulación financiera, generando un alto grado de costo de entrada compuesto por requisitos de capital mínimo, implementación de sistemas de gestión integral de riesgos, infraestructura física, tecnológica, entre otros.

Todo ello conlleva a que, obviando estas barreras legales de acceso al sistema financiero, aparezcan nuevos actores en el mercado financiero de manera informal, ofreciendo mejores rendimientos económicos a costa de la seguridad que podrían generar los mandatos regulatorios del mercado formal.

Con mayor razón, ahora con la tendencia de la innovación financiera a través del cambio del paradigma del mercado mediante herramientas tecnológicas, las denominadas Fintech pretenden satisfacer un sector del mercado desatendido por las empresas tradicionales, pero no necesariamente cumpliendo con los mismos requerimientos regulatorios, lo cual

nos conlleva a parafrasear a Merton H. Miller⁴ quien indicaba con mucho acierto que los límites de la innovación financiera se encontraban tanto en la política regulatoria y fiscal del país donde se pretende desarrollar.

Por otro lado, la educación financiera es el desarrollo de la capacidad de administrar idóneamente los recursos financieros mediante la adopción de decisiones informadas y responsables.

Gran parte de los peruanos tiene poco conocimiento y confianza en los mercados financieros y, en consecuencia, suelen utilizar los productos y servicios financieros de manera sub-óptima y/o suelen demandar productos del sector informal, los cuales constituyen, en muchos casos, mecanismos caros y poco fiables para manejar sus finanzas personales.⁵

La educación financiera se constituye en la primera línea de defensa del consumidor financiero, pudiendo servir para disuadir al consumidor de asumir deudas inmanejables, reduciendo la probabilidad de desestabilizar el sector a través del aumento de morosidad originada por la contratación de préstamos por consumidores irresponsables.⁶

Finalmente, la segmentación del mercado, lo cual hace que las empresas que conforman el mercado financiero informal concentren a su público objetivo en los segmentos que no son de interés de las empresas tradicionales del sistema financiero; estos se caracterizan por ser créditos para compra de inventario, personales, para el pago de deudas vencidas en el sistema financiero formal, con garantías mobiliarias sobre objetos de uso personal, de muy corto plazo, entre otros.

1. Perspectiva de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP

4. Miller, Merton H. *Financial innovation: The last twenty years and the next. Journal of financial and quantitative analysis*, 1986, vol. 21, no 4, p. 459-471.
5. Banco de la Nación. *Plan nacional de educación financiera*. Lima, Perú. Recuperado de: <http://www.bn.com.pe/inclusion-financiera/archivos/ENIF/plan-nacionaleducacion-financiera-junio2017.pdf>, 2017.
6. *ibidem*
7. Zunzunegui, Fernando. *Derecho del mercado financiero*. Vol. 3. Marcial Pons, 2000.

El alcance de la SBS tiene un carácter omnicomprensivo y extensivo en cuanto a las formas de captar recursos financieros, debido a que, a diferencia de la SMV, esta no se encuentra sujeta al principio de legalidad de los valores mobiliarios. Así, el artículo 11 de la Ley 26702 —“LGSF”— señala lo siguiente:

“Artículo 11º.- Actividades que requieren Autorización de la Superintendencia

Toda persona que opere bajo el marco de la presente ley requiere de autorización previa de la Superintendencia de acuerdo con las normas establecidas en la presente ley. En consecuencia, aquella que carezca de esta autorización, se encuentra prohibida de:

1. Dedicarse al giro propio de las empresas del sistema financiero, y en especial, a captar o recibir en forma habitual dinero de terceros, en depósito, mutuo o cualquier otra forma, y colocar habitualmente tales recursos en forma de créditos, inversión o de habilitación de fondos, bajo cualquier modalidad contractual.
(...)

Se presume que una persona natural o jurídica incurre en las infracciones reseñadas cuando, no teniendo autorización de la Superintendencia, cuenta con un local en el que, de cualquier manera:

a) Se invite al público a entregar dinero bajo cualquier título, o a conceder créditos o financiamientos dinerarios; o
(...)".

Según Zunzunegui⁷, se puede prescindir de la forma, pues la finalidad de la norma no es otra que incluir todas las operaciones de recepción

de fondos en cualquier forma que se realicen, siendo las más comunes en el mercado: el depósito, mutuo, préstamo, cesión temporal de activos financieros y otras análogas.

Dentro de la actividad financiera se distinguen tres elementos esenciales: la recepción de fondos reembolsables del público —operaciones pasivas—, la concesión de crédito —operaciones activas— y la vinculación con las mismas.

En ese sentido, conforme al Informe 01 – 1997 - Legal, relacionado con la empresa de inversiones Pignus, la cual se dedicaba a la colocación de créditos pionoráticos y que se financiaba a través de contratos de mutuo, la SBS indica que, conforme a la LGSF, la intermediación financiera es definida como “la actividad habitual consistente en la captación de fondos, bajo cualquier modalidad, y su colocación en forma de créditos o inversiones”.

Asimismo, un factor importante que determina la habitualidad de este tipo de operaciones es la estructura del activo de la empresa, en el sentido que, si la mayor parte del activo proviene de préstamos realizados por terceros y, a la par, éstos calzan con las colocaciones realizadas como créditos, se podría determinar que la captación del dinero se realiza como parte del objeto social propio de la empresa.

Otro criterio importante expuesto por la SBS es el contenido en el Informe 00160-2023-DAC en el cual se analiza el caso de la empresa denominada Emprende Margarithe que promovía y difundía la captación de fondos, a través de la suscripción de supuestos contratos de mutuo, ofreciendo el pago de una rentabilidad que variaba entre el 6% y 10% mensual en función del monto invertido.

En el dicho caso, la SBS emitió un pronunciamiento teniendo en cuenta que la captación de dinero de terceros quedaría probada con las transferencias bancarias efectuadas a la empresa, las publicaciones a través de medios de comunicación social y el establecimiento de un espacio físico donde promocionaban esta captación de recursos.

En cuanto a la habitualidad de la actividad financiera informal, la SBS consideró que ésta quedaba corroborada con la verificación de tres (03) contratos de financiamiento.

Siguiendo la misma línea argumentativa, la SBS indicó que, si bien no se había corroborado la colocación de los activos financieros, era por la naturaleza de esquema piramidal —donde no se tiene una actividad económica— que se permitían asegurar el pago de los intereses ofrecidos, pues se dedicaban a captar dinero del público y les pagaban el interés del propio dinero que captaban o de los fondos que captaban de otros clientes.

Finalmente, la SBS detectó una práctica engañosa pues si bien Margarithe se encontraba inscrita en el “Registro de Empresas y Personas que efectúan operaciones financieras o cambio de moneda” dicha autorización administrativa no los facultaba a captar dinero, sea bajo la modalidad de mutuo o de financiamiento. En tal sentido, Margarithe, al publicitarse como una empresa autorizada por la SBS, lo realizaba con la finalidad de inducir a error al público y hacerle creer que su esquema de captación ilegal de dinero se encontraba autorizado y supervisado, lo cual podría conllevar a potenciales procesos penales por estafa.

b. Perspectiva de la Superintendencia del Mercado de Valores.

El alcance de la SMV se encuentra orientado por dos conceptos esenciales: valor mobiliario y oferta pública. En ese sentido, la SMV solo podrá supervisar esquemas de financiamiento que incluya cualquiera de ambos conceptos.

El concepto de valor mobiliario está definido legalmente en dos cuerpos normativos de carácter legal y uno reglamentario; es de esta forma que, conforme al artículo 3 de la Ley de Mercado de Valores, se indica lo siguiente:

“Artículo 3º Valores Mobiliarios

Son valores mobiliarios aquellos emitidos en forma masiva y libremente negociables que confieren a sus titulares derechos crediticios,

dominiales o patrimoniales, o los de participación en el capital, el patrimonio o las utilidades del emisor.

Para los efectos de esta ley, las negociaciones de derechos e índices referidos a valores mobiliarios se equiparan a tales valores.

Cualquier limitación a la libre transmisibilidad de los valores mobiliarios contenida en el estatuto o en el contrato de emisión respectivo, carece de efectos jurídicos".

Por otro lado, el artículo 255 de la Ley de Títulos Valores define a valor mobiliario de la siguiente forma:

"Artículo 255.- Valores Mobiliarios

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

A nivel reglamentario el artículo 5 del Reglamento de Oferta Pública Primaria y Venta de Valores Mobiliarios, precisa las características de valor mobiliario de la siguiente forma:

"Artículo 5.- Alcance del término "Valores Mobiliarios"

Para efectos de la aplicación de la regla general contenida en el artículo anterior, el texto del artículo 3º de la Ley, referido a los valores mobiliarios, tiene el alcance que se señala a continuación:

a) Valores.- Se consideran valores a aquellos

derechos transferibles de contenido patrimonial, como los que se incluyen en el referido artículo 3º de la Ley, que se encuentren incorporados en títulos, registrados mediante anotación en cuenta, o sujetos a un régimen de transmisión, que determine CONASEV, destinado a facilitar su enajenación a terceros; y,

b) Emisión masiva.- Se considera emisión masiva a aquella que se efectúa en forma simultánea, o sucesiva en un período determinado y como parte de una misma operación financiera o de índole similar, de un número de valores, homogéneos o no entre sí, tal que haga posible su posterior distribución entre el público o entre un segmento de éste.

La emisión de un número igual o inferior a diez (10) valores en forma simultánea, o sucesiva en un período de un (1) año, no constituye emisión masiva.

La emisión de un número de valores superior al señalado en el párrafo anterior acrea la presunción, salvo prueba en contrario respecto de lo señalado en el primer párrafo del presente inciso, de haber sido objeto de emisión masiva. Dicha presunción no alcanza a la emisión individual de valores que otorguen un derecho de crédito por empresas del Sistema Financiero facultadas a captar ahorros del público.

En el caso de un valor susceptible de división y transferencia independiente en el momento de su oferta, cada unidad divisible podrá ser considerada como un valor independiente".

A nivel de casuística administrativa, el primer precedente vinculante de la SMV, establecido mediante la Resolución de Superintendente N 040 – 2020 – SMV/02, señala lo siguiente:

"Para el profesor Fernando Vidal Ramírez ("La Bolsa de Valores, un ensayo de Derecho Bursátil", Cultural Cuzco, Lima 1988, pág. 143) la "relación existente entre los

títulos-valores y los valores mobiliarios es la de género a la especie. Todo valor mobiliario es un título-valor, pero no todo título-valor es necesariamente un valor mobiliario y, por ello, entre ambos conceptos o entidades jurídicas pueden surgir diferencias"; concepción con la que coincidimos y que además lo reconoce la doctrina más generalizada que lo vincula con dos características típicas: su emisión en masa o serie y su homogeneidad o fungibilidad, características que pueden ya apreciarse en el D.S. N.º 576-84-EFC, Resolución CONASEV N.º 260-84-EFC/94.10 y D.S. N.º 089-87-EF, refiriéndose a los que el autor antes citado señala que "(...) la concepción de los valores mobiliarios, puede inferirse, como fundamental, que se trata de títulos-valores emitidos en serie. Esta característica radica en el hecho de que la emisión de valores mobiliarios debe hacerse no individual ni aisladamente, por esto se les llama también títulos seriales"

Como podemos observar, la SMV adopta una posición conservadora y legalista sobre la definición de valor mobiliario ciñéndose a la relación género-especie que tiene con los títulos valores, los cuales imbuidos del principio de legalidad limitan el espectro de supervisión de la SMV a únicamente valores mobiliarios típicos, salvo que exista una normativa especial que señale lo contrario.

Es en ese sentido que, los agentes económicos privados encuentran la excusa perfecta estableciendo instrumentos de inversión fuera del marco de lo legalmente típico y, por ende, sobre lo que tendría competencia la SMV, con la finalidad de poder establecer negocios informales

8. A nivel internacional podemos encontrar el escándalo financiero de FTX una de las empresas más grandes plataformas de negociación de criptoactivos, véase <https://www.investopedia.com/what-went-wrong-with-ftx-6828447>.

A nivel nacional podemos encontrar la presunta estafa de Kronos Capital empresa que invertía en criptoactivos recursos captados de terceros a través de Fondos de Inversión de oferta privada, véase <https://elcomercio.pe/opinion/colaboradores/cada-minuto-nace-un-tonto-por-enrique-castellanos-kronos-capital-fraude-estafa-noticia/>

de inversión con rentabilidades por encima del mercado, sin incurrir en los costos regulatorios asumidos en el mercado formal.

Igualmente, la SMV, respecto de los nuevos esquemas de inversión que conllevan la emisión de activos digitales, criptoactivos, tokens, entre otros, teniendo en cuenta su posición conservadora, únicamente ha señalado que las inversiones relacionadas a estos activos no se encuentran bajo su competencia, dejando a la deriva el interés público concretizado en la necesidad de tutela de aquellas personas que son llamadas a invertir en estos esquemas de inversión donde los protagonistas son estos tipos de activos financieros.⁸

La oferta pública es el otro concepto central en el cual se fundamenta la supervisión y regulación del mercado de valores.

Desde nuestra perspectiva, ésta se define como el hecho jurídico mediante el cual se efectúa la invitación al público en general o a un segmento de este, a través de medios adecuadamente difundidos, para realizar cualquier tipo de negocio jurídico relacionados a valores mobiliarios.

Dicho concepto se encuentra definido a nivel legal y precisado a nivel reglamentario considerando los siguientes elementos esenciales:

1. Invitación.

Esta es una declaración donde el ofertante exterioriza su voluntad -al público en general o a un segmento de éste, según corresponda- de efectuar o recibir propuestas vinculadas con la colocación o disposición de valores mobiliarios

2. Adecuadamente difundida.

El Tribunal Administrativo de CONASEV en su Resolución 124 – 2003 – EF/94.12 indica que la invitación es adecuadamente difundida cuando se dirige a sus destinatarios, de manera individual o conjunta, simultánea o sucesiva, a través de cualquier medio como diarios, revistas, radio, televisión, correo, reuniones, sistemas informáticos u otro que permita la tecnología, que resulta idóneo para dar a conocer el contenido de la invitación al destinatario que corresponda.

3. Público en general o segmento del público.

El “público en general” se encuentra comprendido por el conjunto de personas indeterminadas, nacionales o extranjeras, que sean potenciales inversionistas en el territorio nacional, sin importar si las mismas se encuentren o no domiciliadas en el país.

Por otro lado, “segmento del público” se refiere al conjunto de personas determinadas o no que, de acuerdo con las circunstancias, requieran de tutela, siempre que su número sea tal que involucre el interés público.

Asimismo, el segundo párrafo del inciso b) del artículo 6 del ROPP señala que, para efectos de su calificación como segmento del público, se considera que un conjunto de destinatarios conformado por un número igual o mayor a cien (100) personas involucra el interés público, y se presume, salvo prueba en contrario, que dichas personas requieren de la tutela antes mencionada.

Es importante señalar que, si bien el ROPP ha establecido un parámetro cuantitativo para determinar si el número de destinatarios a los que se dirige una oferta involucra el interés público, dicho parámetro sólo tiene la naturaleza de una presunción “*iuris tantum*”, por cuanto admite prueba en contrario.

En consecuencia, un factor determinante de la necesidad de tutela es que el inversionista

debe tener pleno acceso a la información relacionada a la inversión y que dicha información sea posible de ser entendida por parte del inversionista para tomar una decisión con la menor asimetría de información posible.

4. Acto jurídico referido a la colocación o disposición de valores mobiliarios.

La invitación dirigida por el ofertante al público en general o a un segmento de éste debe estar relacionada con la realización de un acto jurídico referido a la colocación o disposición de valores. Dicho acto jurídico puede implicar la creación de derechos patrimoniales sobre valores —por ejemplo, en el caso de una oferta pública primaria— o la enajenación de dichos derechos —por ejemplo, en el caso de una oferta pública secundaria, tal como una oferta pública de venta—.

Ahora bien, en el mercado se ha venido observando situaciones grises en el marco de supervisión de la SMV, principalmente por no poder determinar el umbral de lo público y lo privado.

En ese sentido, conforme a la Resolución de Superintendencia Adjunta SMV 031 – 2021-SMV/10, se sancionó a la empresa Zest Capital Perú S.A.C. —en adelante, “Zest Capital”— con una multa de 240 UIT por la realización de oferta pública encubierta a través de la colocación de certificados de participación de fondos de inversión de oferta privada administrados por una sociedad gestora de fondos de inversión.

Asimismo, el 12 de febrero de 2024, mediante Resolución de Intendencia General de Supervisión de Entidades N.º 017 – 2024 – SMV/02, la SMV denegó la autorización de organización a los organizadores de Zest Capital Sociedad Administradora de Fondos de Inversión S.A.C —en adelante, “Zest Capital SAFI”— debido a que los organizadores, los mismos que habrían sido controladores de Zest Capital no habrían declarado de manera jurada que no estarían incurso en el impedimento q) del Anexo B de la Resolución SMV N° 039-2016-

SMV-01⁹ concerniente a no haber realizado actividades exclusivas de personas autorizadas por la SMV o SBS sin contar con la referida autorización ya sea de manera directa o indirecta como accionistas, directores y gerentes.

Por otro lado, con fecha 13 de mayo de 2024, mediante Resolución de Superintendente N.º 057 – 2024 – SMV/02, la SMV, en el marco del recurso impugnatorio interpuesto por los organizadores de Zest Capital SAFI, determinaron declarar fundado en parte el recurso de apelación interpuesto reduciendo la multa a 102 UIT y dejando sin efectos las medidas correctivas interpuestas por la primera instancia.

El 11 de noviembre de 2024, mediante Resolución SASP N.º 056 – 2024 – SMV/10, en el marco del recurso de apelación del acto administrativo que denegó la autorización de organización de Zest Capital SAFI, la SMV, en segunda instancia, consideró que los organizadores no se encontraban incurso en impedimento q) del Anexo B de la Resolución SMV N.º 039-2016-SMV-01 anteriormente mencionado. Debido a que no existía una resolución firme en la vía administrativa que establezca que los organizadores han incurrido en dicha causal de impedimento.

Finalmente, en el año 2025, mediante Resolución de Superintendente N.º 112 – 2025 – SMV/02, la SMV otorgó la autorización de funcionamiento a Zest Capital SAFI al haberse demostrado que cuenta con toda la infraestructura física y tecnológica para operar como una sociedad administradora de fondos de inversión.

Para efectos de la presente investigación, nos

9. Resolución SMV N° 039-2016-SMV-01

ANEXO B

IMPEDIMENTOS GENERALES

No pueden ser organizadores quienes se encuentren en alguna de las siguientes situaciones:

(...)

q) Los que hayan realizado o realicen actividades exclusivas de personas autorizadas por la SMV o SBS sin contar con la referida autorización, así como sus controladores, directos o indirectos, accionistas, directores y gerentes.
(...)

centraremos en los principales hallazgos y posiciones interpretativas de la SMV en cuanto a la determinación de una oferta pública no autorizada:

- La SMV ha señalado que la práctica denominada solicitud inversa, consistente en la creación de una landing page a través de la cual un potencial inversionista o cliente solicita información sobre las oportunidades de inversión ofrecidas por una empresa, puede calificar como una invitación a ofertar adecuadamente difundida, siempre que la respuesta emitida ante dicha solicitud contenga elementos vinculados con la colocación de un valor mobiliario
- La intención del emisor de realizar una oferta privada carece de relevancia cuando, conforme a la normativa aplicable y a la naturaleza de la operación financiera, se configura una oferta pública, en aplicación del principio de primacía de la realidad.
- Si bien no existe un formato establecido para las declaraciones juradas de inversionistas institucionales, la SMV considera que no basta con su mera obtención por parte de los invitados o inversionistas, sino que también debe evaluarse su contenido, del cual debe desprenderse de manera indubitable que el declarante ostenta efectivamente la condición de inversionista institucional.
- Las declaraciones juradas de inversionistas institucionales deben ser consideradas desde el momento de la invitación, y no únicamente en la etapa de colocación. Ello, a pesar de que el Anexo I de la

Resolución de Superintendencia N.º 021-2013-SMV/01¹⁰ establece que, en caso de colocación, el emisor debe asegurarse de contar con dichas declaraciones; disposición normativa aplicable exclusivamente a las ofertas públicas.

IV. A MANERA DE CONCLUSIÓN

- i. La informalidad financiera es el fenómeno social que surge en contrapartida a la falta de inclusión financiera, en un mercado caracterizado principalmente por la alta concentración en la competencia de entidades financieras y la falta de supervisión del Estado.
- ii. Desde la perspectiva de la SBS, se hace frente a la informalidad financiera con la interpretación del artículo 11 de la LGSF, mediante el cual la habitualidad en la captación de recursos de terceros puede quedar comprobada con la realización de tres negocios jurídicos.
- iii. Desde la perspectiva de la SMV, se hace frente a la informalidad financiera con la interpretación de los artículos 3, 4 y 5 de la

LMV, utilizando como instituciones esenciales los conceptos de valor mobiliario y oferta pública, mediante los cuales se puede interpretar que las solicitudes inversas se encuentran adecuadamente difundidas si en su respuesta hay información sobre la colocación de valores mobiliarios.

- iv. La educación financiera se constituye en la primera línea de defensa del consumidor financiero, pudiendo servir para disuadir al consumidor de asumir deudas inmanejables, reduciendo la probabilidad de desestabilizar el sector a través del aumento de morosidad originada por la contratación de préstamos por consumidores irresponsables.
- v. El 46% de la población peruana cuenta con un nivel medio de educación financiera y un 13% tiene un nivel adecuado; pero aún hay un 41% que carece de capacidades financieras, según revela la tercera Encuesta Nacional de Capacidades Financieras, desarrollada por la SBS y la CAF - Banco de Desarrollo de América Latina, presentada en la inauguración de la Semana Mundial del Ahorro 2023¹¹.

10. Resolución de Superintendencia N° 00021-2013 SMV/01

ANEXO 1

INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES

(...)

Los agentes de intermediación que actúen como agente colocador deben implementar y aplicar diligentemente procedimientos, a fin de que los inversionistas que participen en este mercado sean exclusivamente inversionistas institucionales. En caso de que los emisores realicen la colocación de valores, éstos deben asegurarse de contar con las declaraciones juradas referidas en el párrafo precedente. Para tal efecto, según corresponda, deben llevar un registro interno de los inversionistas institucionales que participan en la colocación de dichos valores.

11. <https://www.sbs.gob.pe/noticia/detallenoticia/idnoticia/2658>

El Tribunal Constitucional, la regulación de la usura y los cuestionamientos a la constitucionalidad de la modificación operada a la Ley Orgánica del BCR por la Ley 31143

The Constitutional Court, the regulation of usury and challenges to the constitutionality of the amendment made to the BCR's Organic Law by Law 31143

ALIX GOTOS

Abogado por la Universidad de Piura, egresado de la Maestría de Derecho de la Empresa por la Universidad de Ciencias Aplicadas. Intendente General de Supervisión de Conductas de la Superintendencia del Mercado de Valores – SMV.

MIRYAM ARMAS VALDIVIA

Abogada por la Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas.

SUMARIO:

- I. Introducción.
- II. Sobre el caso.
 - 1. Los proyectos de ley.
 - 2. La modificación operada al artículo 52 de la Ley Orgánica del BCR.
 - 3. Las demandas de inconstitucionalidad contra la Ley de protección contra la usura presentadas por el Colegio de Abogados de Ica y el Poder Ejecutivo.
 - 4. Fundamentos de la Sentencia emitida por el TC respecto de la modificación operada al artículo 52 de la Ley Orgánica del BCR.
- III. Evaluación de la constitucionalidad sobre la modificación operada por la Ley de protección contra la usura al artículo 52 de la Ley Orgánica del BCR.
 - 1. Sobre la protección al consumidor en la Constitución y a nivel legal.
 - 2. Sobre el régimen constitucional y legal del BCR, finalidad y funciones.
 - 3. Análisis de la modificación operada.
 - 4. Análisis del procedimiento legislativo seguido para la aprobación de la Ley de protección contra la usura.
- IV. A manera de conclusiones.

Recibido con fecha 11 de julio de 2024 y aceptado por el Comité Arbitral con fecha 16 de agosto de 2024.



RESUMEN:

En el presente artículo los autores realizan un análisis con la finalidad de determinar si efectivamente la modificatoria operada al artículo 52 de la Ley Orgánica del Banco Central de Reserva, Decreto Ley 26123 mediante la Ley 31143, Ley que protege de la usura a los consumidores de los servicios financieros, es constitucional o no, a propósito de Sentencia del Tribunal Constitucional¹ —Pleno. Sentencia 95/2024—.

Palabras clave: BCR, Tribunal Constitucional, usura, tasas de interés, inconstitucionalidad, consumidor, funciones.

ABSTRACT:

In this article the authors analyze whether or not the amendment made to Article 52 of the Organic Law of the Central Reserve Bank, Decree Law N. 26123 by Law 31143, Law that protects consumers of financial services from usury, is constitutional or not, as a result of the Constitutional Court's Decision (Plenary. Decision 95/2024-).

Keywords: BCR, Constitutional Court, usury, interest rates, unconstitutionality, consumer, functions.

I. INTRODUCCIÓN

El 18 de marzo de 2021 se publicó la Ley 31143, Ley que protege de la usura a los consumidores de los servicios financieros —en adelante, Ley de protección contra la usura—. La referida ley fue aprobada por insistencia por el Congreso de la República y, entre otros, establece una serie de disposiciones relativas al Banco Central de Reserva —en adelante, BCR— y a la Superintendencia de Banca, Seguros y AFPs —en adelante, SBS—.

Concretamente, debemos señalar que mediante la Ley de protección contra la usura se operó la modificatoria al artículo 52 de la Ley Orgánica del BCR, Decreto Ley 26123 —en adelante, Ley Orgánica del BCR—, en virtud de la cual dicho banco central ha quedado facultado para fijar tasas de interés máximas y mínimas, en forma semestral, con el propósito de regular el mercado. Es necesario indicar que las tasas de interés que superen los máximos fijados por el banco central califican como tasas de interés de usura y la entidad financiera que las cobre incurrirá en la comisión del delito contemplado en el artículo 214 del Código Penal, aprobado por Decreto Legislativo 635, el cual es sancionado con pena privativa de libertad de 1 a 3 años y con 20 a 30 días-multa,

siendo la SBS la entidad encargada de vigilar y supervisar el cumplimiento de las tasas máximas, procediendo a sancionar y denunciar ante el Ministerio Público a quienes incurran en inobservancia de las mismas.

Es necesidad precisar que las tasas de interés activas máximas que fije el BCR en el marco de la modificatoria operada al citado artículo 52, aplican de manera exclusiva a las operaciones de crédito previstas en el artículo 221, inciso 3), literal c), de la Ley 26702, Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la SBS —en adelante, LGSFV—. Esas operaciones de crédito son los créditos de consumo, los créditos de consumo de bajo monto y el crédito para las pequeñas y microempresas, con la precisión que, de acuerdo con lo establecido en el referido literal c), el crédito de consumo de bajo monto es aquel cuya cuantía es igual o menor a dos Unidades Impositivas Tributarias – UIT.

Ante la dación de la Ley de protección contra la usura, el Colegio de Abogados de Ica y el Poder Ejecutivo interpusieron sendas demandas de inconstitucionalidad contra la misma el 29 de marzo y 28 de abril de 2021, respectivamente, cuyos expedientes —00010 y 00012-2021-PI/TC— fueron acumulados por el Tribunal Constitucional —en adelante, TC— mediante el auto correspondiente el 17 de junio de 2021.

El 20 de febrero de 2024, el TC dictó Sentencia —Pleno. Sentencia 95/2024—, declarando infundadas las demandas de inconstitucionalidad interpuestas por el Colegio de Abogados de Ica y el Poder Ejecutivo contra la Ley de protección contra la usura, con un fundamento de voto de uno de los magistrados, quien no solo suscribió la ponencia que concluyó en el fallo antes indicado, sino que expuso razones complementarias que lo llevaron a votar a favor de dicha ponencia.

Es necesario señalar que, si bien las referidas demandas de inconstitucionalidad se dirigen contra la Ley de protección contra la usura en su totalidad, el presente artículo solamente se circumscribe a analizar la modificatoria operada mediante dicha ley al artículo 52 de la Ley Orgánica del BCR, ello bajo la consideración que, por sus efectos e implicancias, dicha modificatoria es la parte modular y central de la ley objeto de las demandas de inconstitucionalidad.

En ese sentido, el análisis a realizar en el presente artículo tiene como objetivo evaluar si efectivamente la modificatoria operada al artículo 52 de la Ley Orgánica del BCR mediante la Ley de protección contra la usura incurre o no en supuestos de inconstitucionalidad.

II. SOBRE EL CASO

1. Los proyectos de Ley

Fueron siete los proyectos de ley —que fueron acumulados en su oportunidad— que propiciaron la aprobación de la Ley de protección contra la usura:

1.1 Proyecto de Ley 5250/2020-CR: Proponía, entre otros, que el BCR establezca y formule de manera objetiva los criterios técnicos para la determinación de topes máximos en las tasas de interés activas en productos financieros específicos. Según lo indicado por la propia iniciativa legislativa, el objetivo del proyecto era evitar la usura por parte de las empresas del sistema fi-

nanciero, estableciendo topes máximos a las tasas de interés activas a cargo del BCR, con la finalidad de proteger a los consumidores materia de servicios financieros y a la economía de las familias, pues el cobro de tasas de interés elevado desprotegía al consumidor de dichos productos y servicios.

1.2 Proyecto de Ley 5343/2020-CR: Proponía, entre otros, que el BCR fije las tasas de interés en casos de hiperinflación y estado de emergencia nacional. Según lo indicado por la propia iniciativa legislativa, el objetivo del proyecto era establecer los mecanismos para regular los intereses de las tarjetas de crédito y frenar el abuso bancario.

1.3 Proyecto de Ley 5598/2020-CR: Proponía, entre otros, que el BCR fije las tasas de interés en todos los casos, prescindiendo de la excepcionalidad establecida en el entonces artículo 52 de la Ley Orgánica del BCR, por cuanto el artículo 84 de la Constitución Política de 1993 —en adelante, Constitución— dispone como parte de las funciones de dicha entidad, el regular el crédito del sistema financiero. Según lo indicado por la propia iniciativa legislativa, el objetivo del proyecto era parar con la conducta abusiva de las empresas del sistema financiero de fijar tasas leoninas sin sustento técnico a expensas del estado de necesidad de los usuarios que se encuentran obligados a aceptar dichas tasas exorbitantes.

1.4 Proyecto de Ley 5904/2020-CR: Propónia, entre otros, que el BCR fije de forma semestral los intereses máximos y mínimos, con el propósito de regular el mercado; asimismo, que dicha facultad no sea delegada. En la exposición de motivos se indicó que en contextos de distorsiones que alteraban el normal funcionamiento del mercado era necesario que el Estado ejerza su rol regulador de la actividad económica, debiendo defender los derechos de los consumidores y usuarios, lo cual le competía al Estado garantizar por manda-

1. Expedientes 00010 y 00012-2021-PI/TC (acumulados).

to constitucional. Asimismo, se indicó que durante décadas el BCR no había ejercido su facultad excepcional para corregir las distorsiones en el mercado financiero.

1.5 Proyecto de Ley 5960/2020-CR: Proponía, entre otros, que para que se sancione por la tasa de usura, el BCR debía calcular el límite a la tasa activa máxima de interés en las operaciones, ello con el fin de regular la distorsión del mercado, conforme a lo establecido en el artículo 52 de la Ley Orgánica del BCR. Según la exposición de motivos debía operar el criterio de lo más favorable al consumidor o usuario acorde con las disposiciones constitucionales, siendo que la satisfacción de las necesidades del consumidor y del usuario era el punto de referencia que debía tenerse en cuenta para el desenvolvimiento eficiente del mercado.

1.6 Proyecto de Ley 6303/2020-CR: Proponía, entre otros, que el BCR establezca mensualmente las tasas de interés máximas y mínimas para las operaciones activas del sistema financiero, con énfasis en las operaciones de crédito que permitan la disponibilidad de dinero en efectivo o para consumo mediante el uso de tarjetas de crédito. Según lo indicado por la propia iniciativa legislativa, el objetivo del proyecto era frenar el abuso y castigar la usura, a efectos de proteger los derechos e intereses de los consumidores. Asimismo, se indicó que el BCR nunca había ejercido la facultad excepcional otorgada.

1.7 Proyecto de Ley 6714/2020-CR: Proponía, entre otros, que el BCR establezca las tasas máximas para las operaciones dentro y fuera del sistema financiero, y que al momento de fijarlas se debía tener en cuenta las tasas de interés prevalecientes en las entidades del sistema financiero de acuerdo con la oferta y la demanda. Según lo indicado por la propia iniciativa legislativa, el objetivo del proyecto era promover la transparencia financiera y la protección de los consumidores de la posición de domi-

nio de las empresas del sistema financiero, debiendo tenerse en cuenta el artículo 65 de la Constitución sobre protección al consumidor.

2. La modificatoria operada al artículo 52 de la Ley Orgánica del BCR

Al respecto, es necesario señalar que mediante el artículo 2 de la Ley de protección contra la usura, se operó la modificación del artículo 52 de la Ley Orgánica del BCR tal como se muestra a continuación, poniéndose en relieve las diferencias entre el texto anterior y el vigente:

2.1 Texto anterior

«El Banco propicia que las tasas de interés de las operaciones del Sistema Financiero sean determinadas por la libre competencia, dentro de las tasas máximas que fije para ello en ejercicio de sus atribuciones. Excepcionalmente, el Banco tiene la facultad de fijar tasas de intereses máximos y mínimos con el propósito de regular el mercado.»

2.2 Texto vigente

«*El Banco propicia que las tasas de interés de las operaciones del sistema financiero sean determinadas por la libre competencia, dentro de las tasas de interés máximas que fije para ello en ejercicio de sus atribuciones. El Banco tiene la facultad de fijar tasas de interés máximas y mínimas, en forma semestral, con el propósito de regular el mercado, dicha competencia no puede ser delegada a otra entidad.*

Las tasas de interés activas máximas fijadas serán exclusivamente para las operaciones de crédito referidas en el literal c) del inciso 3) del artículo 221 de la Ley 26702, Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros.

Las tasas de interés activas cobradas por encima de ese límite serán consideradas tasas de interés de usura y tipificadas como un delito, siendo de aplicación el artículo 214 del Código Penal, aprobado por Decreto Legislativo 635.

La Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones vigilará y supervisará el cumplimiento de las tasas máximas, procediendo a sancionar y denunciar ante el órgano competente a las entidades financieras que excedan dicho límite, de acuerdo a sus atribuciones.»

2.3 Diferencias entre el texto anterior y el vigente

A partir de la modificatoria operada por la Ley de protección contra la usura en el texto del artículo 52 de la Ley Orgánica del BCR, se observan las siguientes diferencias:

El texto anterior del artículo bajo análisis solamente contenía un párrafo, mientras que el texto resultante de la modificatoria contiene cuatro.

En lo que respecta al contenido, solamente la primera parte del primer párrafo del artículo 52 no sufrió variación —por lo menos desde una perspectiva formal— ante la modificatoria operada. En ella se señala que el BCR propicia que las tasas de interés sean determinadas por la libre competencia.

Es en la segunda parte de dicho primer párrafo donde empiezan las diferencias, puesto que, para regular el mercado, la facultad del BCR para fijar tasas de interés máximas y mínimas tenía carácter «excepcional» según el texto anterior, mientras que en el vigente se faculta a dicho banco central a hacerlo de manera semestral. Al dejar de tener carácter «excepcional», la intervención del BCR se convierte en algo «regular», lo cual constituye un cambio fundamental respecto a la fijación de las tasas de interés.

En adición a lo anterior y tal como se puede advertir del propio texto, existe una clara contradicción entre la primera y la segunda parte del primer párrafo, pues una establece que las tasas de interés obedecen a la libre competencia,

mientras que la otra dispone que son fijadas semestralmente por una autoridad administrativa, en este caso, el BCR.

La duda respecto de cómo se resuelve dicha contradicción, queda despejada por el sentido de las demás disposiciones contenidas en los siguientes tres párrafos del nuevo texto del artículo 52 de la Ley Orgánica del BCR.

En efecto, a partir de la lectura de los mismos —que regulan la fijación de los topes máximos y mínimos de las tasas de interés, y los tipos de créditos a los que aplican², se advierte que la entidad que debe supervisar la observancia de dichos topes, así como las consecuencias que supone no hacerlo —incurrir en el delito de usura— es la SBS; por lo que es posible sostener que, con respecto a la determinación de las tasas de interés en nuestro país, ellas ahora son fijadas por el BCR y ya no por la libre competencia.

3. Las demandas de inconstitucionalidad contra la Ley de protección contra la usura presentadas por el Colegio de Abogados de Ica y el Poder Ejecutivo

3.1 El Colegio de Abogados de Ica y el Poder Ejecutivo interpusieron demandas de inconstitucionalidad cuestionando, entre otros, la modificación operada al artículo 52 de la Ley Orgánica del BCR. En lo que respecta a dicha modificatoria, se demandó lo siguiente:

El Colegio de Abogados de Ica —Expediente N.º 00010-2021-PI/TC—, señaló que el legislador había alterado las competencias constitucionales atribuidas al BCR al modificar su ley orgánica, habiéndose diseñado un sistema en el que se modificaba la atribución de establecer topes máximos a las tasas de interés, que corresponde, de manera excepcional, al BCR y no al Poder Legislativo.

En esa línea, se indica que la tasa de interés activa a la que se refiere el artículo 52 de la Ley

2. Créditos de consumo, créditos de consumo de bajo monto y el crédito para las pequeñas y microempresas.

Orgánica del BCR ya no se podrá determinar libremente sobre la base de criterios técnicos, económicos y de competencia.

Asimismo, señaló que, si bien la Ley de protección contra la usura buscaba proteger al consumidor y generarle oportunidades de crédito a tasas bajas de interés, no se había considerado que el establecimiento de topes a las tasas de interés desincentivaría más bien el otorgamiento de créditos a los consumidores que representen mayor riesgo y que, incluso, produciría una contracción del ahorro, lo que ocasionaría un incremento de las tasas de interés que afectaría a otros consumidores.

Finalmente, se hizo hincapié en que la ley impugnada también atentaba contra la economía social de mercado, respecto del modelo constitucional de formación del valor del dinero y de los agentes que intervienen en este proceso, pues dicha ley no cumplía con los siguientes elementos: i) Ejercicio de las atribuciones de las instituciones competentes y específicas; ii) Intervención residual; iii) Extraordinaria —como excepción a la regla general—, respeto de los derechos económicos fundamentales y su dimensión institucional —contratación, propiedad, empresa, iniciativa privada—; y, iv) Respeto de los principios de seguridad jurídica e igualdad.

3.2 El Poder Ejecutivo —Expediente N.º 00012-2021-PI/TC—, manifestó que la modificación de la facultad excepcional del BCR de fijar tasas de interés máximas y mínimas con el propósito de regular el mercado, para que la fijación de dicha tasa se ejerza de manera periódica —semestral—, contraviene el funcionamiento del sistema financiero, el cual debería guiarse por las reglas de mercado, y no por decisiones de un ente estatal.

Asimismo, alegó que la intervención del BCR debería ser siempre de última *ratio*, a fin de no afectar el funcionamiento del sistema financiero y garantizar que los acuerdos contractuales

se realicen dentro del principio de libertad que garantiza la Constitución. Por lo tanto, señala que la determinación de tasas de interés máximas y mínimas con periodicidad semestral, en un contexto no excepcional y de regulación del mercado, interfiere en la libertad de organización de la actividad empresarial, la libertad contractual, el derecho a la libre competencia y en el sistema de precios libres.

Finalmente, indicó que la modificación al artículo 52 de la Ley Orgánica del BCR tiene consecuencias negativas en las operaciones pasivas y perjudica a los ahorristas, quienes tendrán menos opciones en el sistema financiero, lo que demostraría una clara afectación al fomento y garantía del ahorro establecido en el artículo 87 de la Constitución.

4. Fundamentos de la Sentencia emitida por el TC respecto de la modificatoria operada al artículo 52 de la Ley Orgánica del BCR

Como marco general, el TC indicó que, debido al carácter social del régimen económico establecido en la Constitución, le correspondía al Estado crear las condiciones para que las actividades económicas privadas se desarrollen de manera libre y competitiva, lo que en modo alguno suponía una intervención arbitraria e injustificada en el ámbito de libertad que se reserva a los distintos agentes económicos³.

Al respecto, precisó que los principios generales incluidos en el régimen económico de la Constitución, contemplaba en el artículo 65 la defensa que el Estado debe realizar del interés de los consumidores y usuarios, la cual encontraba su correlato en la garantía del derecho a la información sobre los bienes y servicios ofrecidos y en la salvaguardia de la salud y la seguridad de la población. Siendo ello así, indicó que la intervención excepcional del Estado era permitida a fin de garantizar otros derechos y bienes constitucionales que se ven afectados por las imperfecciones del mercado, como es

el caso de las relaciones asimétricas existentes en el sistema financiero peruano, lo que motivó que la Constitución regule un capítulo dirigido a la moneda y a la banca —Capítulo V— dentro del régimen económico —Título III—, y se establezca que sean dos órganos constitucionales con autonomía los que desarrollen el marco regulatorio —BCR y SBS—⁴.

Teniendo en consideración ello, señaló que las materias reguladas en el vigente artículo 52 de la Ley Orgánica del BCR se encontraban directamente relacionadas con la regulación del crédito en el sistema financiero —artículo 84 de la Constitución—, y que la modificación operada no había desvirtuado ni reducido o limitado las atribuciones constitucionales del BCR, sino que ampliaba el marco de las mismas, considerando que hasta antes de la entrada en vigencia de la ley impugnada, dicho regulador ya tenía la facultad de establecer topes a las tasas de interés, de manera excepcional⁵.

En ese sentido, el TC señaló que el mencionado artículo 52 debía interpretarse de conformidad con el ámbito de autonomía que posee el BCR en el ejercicio de sus atribuciones, entre ellas, la de regular el crédito del sistema financiero⁶.

Con relación a la vulneración de la libertad de contratación, la libertad de empresa —libertad de organización y/o de ejecución de la actividad empresarial— y la libre competencia, el TC argumentó que dichos derechos no eran concebidos como libertades absolutas, sino que era admisible que el legislador establezca requisitos para su ejercicio, considerando los límites propios del modelo económico de la Constitución y que se reconducen a los fines que este persigue, como en el caso particular, la proscripción de la usura y la protección de los usuarios del sistema financiero frente a una situación de desigualdad material entre las partes⁷.

Finalmente, en cuanto a la protección al ahorro público, el TC indicó que el artículo 52 de la Ley Orgánica del BCR no incidía negativamente en el contenido normativo de tal mandato y que solo se pondría en riesgo el ahorro si se contraviniessen determinadas garantías establecidas en la LGSF, como es la obligación de mantener una reserva en el capital social de las empresas financieras, la existencia de un fondo de seguro de depósitos y una central de riesgos, entre otras⁸.

III. EVALUACIÓN DE LA CONSTITUCIONALIDAD SOBRE LA MODIFICATORIA OPERADA POR LA LEY DE PROTECCIÓN CONTRA LA USURA AL ARTÍCULO 52 DE LA LEY ORGÁNICA DEL BCR

1. Sobre la protección al consumidor en la Constitución y a nivel legal

Con respecto a la protección del consumidor, la Constitución establece lo siguiente:

«Artículo 65.- Protección al consumidor
El Estado defiende el interés de los consumidores y usuarios. Para tal efecto garantiza el derecho a la información sobre los bienes y servicios que se encuentran a su disposición en el mercado. Asimismo, vela, en particular, por la salud y la seguridad de la población.»

Este artículo es parte de los Principios Generales —Capítulo I— del Régimen Económico —Título III— de la Constitución. A nivel legal, el marco normativo de protección al consumidor viene dado por el Código de Protección al Consumidor, Ley 29571 y sus modificatorias, y la Ley Complementaria a la Ley de Protección al Consumidor en Materia de Servicios Financieros, Ley 28587 y sus modificatorias.

Lo anterior evidencia que existe un régimen de protección al consumidor que se funda en una

3. Fundamentos 65 y 67.

4. Fundamentos 70, 71, 87 y 88.

5. Fundamentos 104, 105 y 106.

6. Fundamento 157.

7. Fundamentos 159, 160, 163, 230, 234, 239 y 249.

8. Fundamentos 305 al 307.

disposición constitucional y que ha sido desarrollado mediante disposiciones normativas a nivel legal. Sin embargo, el aspecto medular de la Ley de protección contra la usura —que es una norma de protección al consumidor, como su propio nombre lo indica y como así lo explicitan las diversas iniciativas legislativas que le dieron lugar— consiste en la modificación operada a una norma —Ley Orgánica del BCR— que se encuentra enmarcada en otro régimen como es el de la moneda y la banca, que al igual que la protección al consumidor, también cuenta con un basamento constitucional. Esta situación hace ineludible remitirnos al régimen constitucional y legal que gobierna al BCR.

2. Sobre el régimen constitucional y legal del BCR, finalidad y funciones

2.1. Del régimen constitucional y legal del BCR

Las disposiciones constitucionales referidas al BCR son los artículos 83, 84, 85 y 86, las cuales están contempladas en el Capítulo V —De la Moneda y la Banca— del Título III —Del Régimen Económico— de la Constitución.

No obstante, para los efectos del presente artículo, el de mayor relevancia es el artículo 84, el cual en sus dos primeros párrafos establece lo siguiente:

«Artículo 84.- Banco Central de Reserva del Perú

El Banco Central es persona jurídica de derecho público. Tiene autonomía dentro del marco de su Ley Orgánica. La finalidad del Banco Central es preservar la estabilidad monetaria.

Sus funciones son: regular la moneda y el crédito del sistema financiero, administrar las reservas internacionales a su cargo, y las demás funciones que señala su ley orgánica. (...).».

A nivel legal, el banco central está regulado por una ley orgánica por expreso mandato del artículo 84 de la Constitución —Ley Orgánica del BCR—, el artículo más relevante para el análisis que aquí nos convoca es el siguiente:

«Artículo 2.- La finalidad del Banco es preservar la estabilidad monetaria.

Sus funciones son regular la cantidad de dinero, administrar las reservas internacionales, emitir billetes y monedas e informar sobre las finanzas nacionales.»

2.2. De la finalidad y funciones del BCR

Tal como se observa, según la Constitución, el BCR tiene un mandato único: Preservar la estabilidad monetaria. Mediante la misma se busca mantener el valor real del dinero o, lo que es lo mismo, conservar el poder adquisitivo del dinero en términos de la canasta de consumo de los ciudadanos. Con la estabilidad monetaria se preserva la capacidad de compra de la moneda, que es un «escenario óptimo, eficiente para que los agentes económicos tomen sus decisiones monetarias, financieras, de inversión y transacciones sin preocuparse por que la inflación consume el valor real de sus saldos monetarios.⁹»

Mantener la estabilidad monetaria en el tiempo, induce a tomar decisiones económicas de largo plazo sin tener que preocuparse por la inflación, que resulta fundamental para fomentar un mayor desarrollo y crecimiento económico sostenido¹⁰.

Respecto de la inflación, debe indicarse que, dentro de la legislación comparada y los regímenes monetarios del mundo, la finalidad esencial de un banco central es cuidar o mantener la estabilidad de la moneda, a través de los diversos mecanismos que contempla la política monetaria cuyo propósito es que la masa monetaria o circulante se corresponda y guarde relación con la producción nacional, evitando la

emisión de moneda de manera inorgánica con el consiguiente envilecimiento de su valor¹¹. Considerando, la hiperinflación que padeció la economía nacional a fines de la década de los ochentas del siglo pasado, el artículo 84 de la Constitución es una disposición que el constituyente de 1993 estableció para evitar situaciones de esa naturaleza.

En cuanto a las funciones, debe indicarse que tanto la Constitución como la Ley Orgánica del BCR establecen que las funciones del banco central son: regular la moneda y el crédito del sistema financiero, administrar las reservas internacionales a su cargo, emitir billetes y monedas, informar sobre las finanzas nacionales, y las demás funciones que señala la Ley Orgánica del BCR. Aquí es necesario señalar que el ejercicio de dichas funciones se encuentra subordinado al cumplimiento de la finalidad de preservar la estabilidad monetaria, siendo necesario señalar que el BCR regula la moneda —liquidez— y el crédito del sistema financiero a través de una serie de instrumentos y operaciones de política monetaria.

3. Análisis de la modificación operada

Considerando lo expuesto en el punto 2 anterior, es posible sostener que la protección al consumidor no es una función del BCR y, desde luego, tampoco su finalidad. En ese contexto, ¿Es constitucional la modificación operada al artículo 52 de la Ley Orgánica del BCR para insertar una norma de protección al consumidor de servicios financieros?

Al respecto, es necesario señalar que el texto anterior del referido artículo 52 establecía que el BCR debía propiciar que las tasas de interés de las operaciones del Sistema Financiero sean determinadas por la libre competencia y que, excepcionalmente y con el propósito de regular el mercado, dicho banco central podía fijar topes máximos y mínimos a dichas tasas.

En esa línea, podría sostenerse, tal como lo hace el TC en los fundamentos de la Sentencia, que tanto el texto anterior del artículo 52 de la Ley Orgánica del BCR como el primer párrafo del texto vigente versan sobre similares materias: Tasas de interés, regular el mercado, y sobre la autoridad —en este caso, el BCR— encargada de establecer los topes máximos y mínimos a dichas tasas. Por tanto, antes de dar respuesta a la pregunta arriba planteada, es necesidad dar respuesta a la siguiente cuestión: ¿en verdad, ambos textos obedecen al mismo propósito?

El texto del artículo 52 se encuentra ubicado en el Capítulo I —Atribuciones y Obligaciones— del Título III de la Ley Orgánica del BCR y fue concedido originalmente para la regulación del crédito del sistema financiero que es una de las funciones de dicho banco central, siendo necesario recordar que el ejercicio de todas las funciones del BCR está subordinado al cumplimiento de su finalidad de preservar la estabilidad monetaria. Por otro lado, el texto vigente del referido artículo tiene su origen en un conjunto de iniciativas legislativas relacionadas con la protección del consumidor, puesto que así lo señalan de manera expresa dichos proyectos de ley y, de hecho, la propia norma se denomina «Ley que protege de la usura a los consumidores de los servicios financieros». El objeto de dicha ley es proteger al consumidor de determinados servicios financieros —créditos de consumo, créditos de consumo de bajo monto y el crédito para las pequeñas y microempresas— de tasas de interés que calificarían como usura.

Asimismo, la motivación subyacente a la modificatoria operada a dicho artículo por la Ley de protección contra la usura no guarda relación con ninguna de las funciones del BCR —Regular la moneda y el crédito del sistema financiero; administrar las reservas internacionales a su cargo; regular la cantidad de dinero; emitir billetes y monedas, e; informar sobre las finanzas nacionales— y tampoco con su finalidad de preservar la estabilidad monetaria.

9. Zenón Quispe Misaico, «La estabilidad monetaria en el Perú», MONEDA N.º 188 Banco Central de Reserva del Perú, (Diciembre 2021): 5.

10. Quispe, «La estabilidad monetaria en el Perú», 8.

11. Rolando Castellares Aguilar, «Capítulo V De La Moneda y la Banca», en *La Constitución Comentada*, Tomo I, director. Walter Gutiérrez Camacho (Lima: GACETA JURÍDICA, 2005), 1028 – 1029.

A partir de lo anterior, puede indicarse, de manera indubitable, que el texto anterior y el vigente del artículo 52 de la Ley Orgánica del BCR no responden a la misma finalidad o propósito y, por lo tanto, no regulan lo mismo ni tienen lo que podría denominarse «una equivalencia jurídica».

Lo anterior, supone, además que no es posible sostener lo indicado en el Fundamento 104 de la Sentencia en el sentido que, para el TC, las materias reguladas por el texto resultante de la modificatoria operada al artículo 52 de la Ley Orgánica del BCR «se encuentran directamente relacionadas con la regulación del crédito en el sistema financiero», porque dichas materias —a diferencia de las contempladas en el texto original, cuyo propósito normativo sí respondía a la función del BCR de regular el crédito, función ésta que se encuentra subordinada a la finalidad de dicho banco central, que es la estabilidad monetaria—, han surgido del propósito legislativo de proteger al consumidor de servicios financieros, el cual no responde a la función de regular el crédito en el sistema financiero y, por ende, estamos ante una materia que no guarda relación con la estabilidad monetaria. En adición a lo anterior, debe indicarse que, a diferencia de lo señalado por el TC en el referido Fundamento 104, la regulación del crédito del sistema financiero, por un lado, se hace mediante instrumentos y mecanismos de política monetaria y no mediante leyes —y menos aún insertando una materia —protección al consumidor— que no es parte de esos instrumentos y mecanismos— y, por otro, que esa regulación debe ser realizada por el BCR, puesto que es una de sus funciones constitucionales y que, para tal efecto, cuenta con un equipo altamente experimentado y especializado en un tema tan sofisticado y complejo como es la regulación de la moneda y el crédito, y de ninguna manera la regulación del crédito en el sistema financiero debe ser realizada por un órgano político como es el Congreso de la República y cualquier tipo de interferencia de éste órgano con respecto a dicha materia, que no se ajuste a los cauces constitucionales, debería estar proscrita en aras de la estabilidad monetaria. Es necesario señalar, que lo anterior es el punto

de partida sobre el cual el TC construye toda la fundamentación para declarar infundadas las demandas de constitucionalidad planteadas contra la Ley de protección contra la usura; sin embargo, el análisis evidencia que las materias reguladas por el texto vigente del referido artículo 52 tienen su fundamento en la protección al consumidor y no en la regulación —tan sofisticada como compleja— del crédito del sistema financiero.

Absuelta dicha interrogante en el sentido que el texto vigente del artículo 52 de la Ley Orgánica del BCR tiene su fundamento en la protección al consumidor y no en la regulación del crédito, debemos abordar la cuestión de fondo: ¿es constitucional atribuir legislativamente al BCR una función que no se encuentre subordinada a la finalidad de preservar la estabilidad monetaria?

Al respecto, debemos indicar lo siguiente:

- La protección al consumidor y la regulación de la moneda y la banca cuentan con sus respectivos regímenes constitucionales y legales, y ambos deben ser respetados en el marco del ordenamiento nacional. Precisamente, según el Diccionario de la Real Academia, la palabra «orden» significa «colocación de las cosas en el lugar que les corresponde», es decir, la regulación de la protección al consumidor debe realizarse en el marco normativo correspondiente, y de igual manera debe procederse con los temas relacionados, en este caso, con la moneda y el BCR;
- Siguiendo con la idea de orden, debemos indicar que el artículo 84 de la Constitución establece que el BCR se regula por su ley orgánica. Sin embargo, el artículo 65 de la Constitución no establece que las materias referidas a la protección del consumidor se deban regular por una ley de esa naturaleza. En tal sentido, con la modificatoria operada al artículo 52 de la Ley Orgánica del BCR se ha regulado por ley orgánica una materia —protección al consumidor— para la que el constituyente no ha previsto

esa reserva, lo cual contraviene lo dispuesto por el artículo 106¹² de la Constitución, según el cual, solamente se puede regular por leyes orgánicas la estructura y el funcionamiento de las entidades del Estado previstas en la Constitución, así como las demás materias que gocen de ese tipo de reserva según lo previsto por propio el texto constitucional.

- Aunado a lo anterior, se tiene el hecho que el BCR tiene el mandato constitucional único de preservar la estabilidad monetaria y todas sus funciones —que son relativas al ámbito monetario— están subordinadas a dicha finalidad. Desde esta perspectiva, introducir una norma de protección al consumidor en la Ley Orgánica del BCR —sin perjuicio de las observaciones en el sentido que esa materia no está sujeta a reserva de ley orgánica—, supone distorsionar el régimen constitucional y legal del BCR, pues dicha materia está muy alejada del tema monetario y no responde a su finalidad.

Asimismo, debe indicarse que para apreciar la validez constitucional de las normas, el TC debe considerar, además de las normas constitucionales, las leyes que, por remisión expresa de la constitución, se hayan dictado para determinar la competencia o las atribuciones de los órganos del Estado o el ejercicio de los derechos fundamentales de la persona¹³. Es decir, el análisis de constitucionalidad de la modificatoria operada al artículo 52 de la Ley Orgánica del BCR, debió remitirse necesariamente a la finalidad de dicho banco central establecida tanto en la Constitución como en la ley en la que se estaba operando la modificatoria, es decir, a la referida ley orgánica y, como producto de esa revisión, se habría advertido que la protección

al consumidor de servicios financieros no es competencia ni atribución del BCR y que la misma no guarda ninguna relación con la finalidad de dicho banco central —preservar la estabilidad monetaria—.

En el marco de la evaluación realizada, debe concluirse, por tanto, que la modificatoria operada al artículo 52 de la Ley Orgánica del BCR por la Ley que protege contra la usura resulta inconstitucional.

No obstante lo anterior y en el supuesto que se desestime una interpretación de *ratio legis* para el presente caso —ello bajo el argumento que ningún análisis puede soslayar el hecho que el artículo 84 de la Constitución establece que son funciones del BCR, además de las señaladas por el propio texto constitucional, «*las que señala su ley orgánica*» y que, por tanto, lo que en realidad se ha hecho es adicionar en la Ley Orgánica del BCR otra de las funciones que debe cumplir dicha entidad, que en este caso es la de proteger al consumidor de servicios financieros mediante la fijación de topes a las tasas de interés—, debe indicarse que, más allá de la interferencia que podría generar la normativa sobre la protección al consumidor respecto de las funciones que cumple el BCR con la finalidad de preservar la estabilidad monetaria —lo cual podría tener implicancias gravísimas para la economía nacional—, correspondería evaluar si la modificación operada al artículo 52 de la Ley Orgánica del BCR —la cual, según el argumento bajo análisis, habría generado una nueva función para el banco central— resulta constitucional desde la perspectiva del régimen de la protección al consumidor.

Al respecto, debemos recordar que según el artículo 65 de la Constitución, el Estado defiende

-
12. «**Artículo 106.- Leyes Orgánicas.** Mediante leyes orgánicas se regulan la estructura y el funcionamiento de las entidades del Estado previstas en la Constitución, así como también las otras materias cuya regulación por ley orgánica está establecida en la Constitución. Los proyectos de ley orgánica se traman como cualquiera otra ley. Para su aprobación o modificación, se requiere el voto de más de la mitad del número legal de miembros del Congreso.»
 13. Ley N.º 28237, Código Procesal Constitucional (anterior), artículo 79.
Ley N.º 31307, Nuevo Código Procesal Constitucional (vigente), artículo 78.

el interés de los consumidores y usuarios y, para tal efecto, garantiza el derecho a la información sobre los bienes y servicios que se encuentran a su disposición en el mercado. Por tanto, en el supuesto que se desestime la interpretación *ratio legis*, corresponde evaluar si la modificación operada al artículo 52 de la Ley Orgánica del BCR con una disposición sobre protección al consumidor, no contraviene lo establecido en el citado artículo 65 de la Constitución.

Así, tenemos que la citada disposición constitucional establece lo siguiente:

- (a) *El Estado defiende el interés de los consumidores y usuarios.*
- (b) *Para tal efecto —es decir, para la defensa de dicho interés— el Estado garantiza el derecho a la información sobre los bienes y servicios.*

En esa línea, para no incurrir en contravención de esta disposición constitucional, la modificatoria operada al artículo 52 de la Ley Orgánica del BCR no debe, contrariar, alterar o exceder el marco establecido por la propia Constitución.

Tratándose del régimen de protección al consumidor, corresponde señalar que, a nivel legal, el Decreto Legislativo 1033, Decreto Legislativo que aprueba la Ley de Organización y Funciones del Instituto Nacional de Defensa de la Competencia y de la Protección de la Propiedad Intelectual –INDECOPI–, en su artículo 2, literal d), dispone como una de las funciones de dicha entidad la de: «Proteger los derechos de los consumidores, vigilando que la información

en los mercados sea correcta, asegurando la idoneidad de los bienes y servicios en función de la información brindada y evitando la discriminación en las relaciones de consumo».

Como se puede advertir, es el INDECOPI —y no el BCR— la entidad del Estado a través de la cual se protege los derechos de los consumidores desde una dimensión específica: La información correcta en los mercados. Lo anterior, se fundamenta en el artículo 65 de la Constitución, el cual dispone que la defensa de los consumidores se realiza garantizándoles el derecho a la información sobre los bienes y servicios.

De otro lado, con relación a la defensa de los intereses de los consumidores propiamente dicha, debe indicarse que, a partir del artículo 65 de la Constitución —y en esa línea también se tiene lo dispuesto por el artículo 2, literal d), de la Ley de Organización y Funciones del INDECOPI, y los artículos 2¹⁴ y 3¹⁵ de la Ley complementaria a la Ley de protección al consumidor en materia de servicios financieros, Ley N° 28587 y sus modificatorias— el legislador no puede proceder de manera distinta o contraria al hecho de establecer la manera, formas o mecanismos de garantizar el derecho a la información sobre los servicios financieros por parte de los consumidores.

En tal sentido, resulta necesario preguntarse si es constitucional que una disposición legal, para propósitos de defensa del interés de los consumidores de servicios financieros, establezca que los topes máximos y mínimos a las tasas de interés del sistema financiero que debe

14. «**Artículo 2.- Transparencia en la información.** Las empresas sujetas a los alcances de la presente Ley están obligadas a brindar a los usuarios toda la información que estos demanden de manera previa a la celebración de cualquier contrato propio de los productos o servicios que brindan, sin perjuicio de lo dispuesto en normas legales de carácter especial. Dicha información debe considerar aquellos aspectos relevantes relacionados principalmente a los beneficios, riesgos y condiciones del producto o servicio financiero que se ofrece en el mercado, conforme la regulación emitida por la Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones. La mencionada obligación se satisface con la puesta a disposición de los usuarios de dicha información en todos los medios utilizados para informar respecto a sus productos o servicios. Las empresas deben designar personal especializado para brindar asesoría a sus clientes sobre los alcances de los mismos.»

15. «**Artículo 3.- Presentación de la información.** Las empresas sujetas a los alcances de la presente Ley están obligadas a presentar sus formularios contractuales en caracteres que sean adecuadamente legibles para los usuarios, los cuales no deben ser inferiores a tres (3) milímetros. La redacción y términos utilizados deben asimismo facilitar su comprensión por los clientes.»

fijar el BCR es una manera, forma o mecanismo de garantizar el derecho a la información a los consumidores de servicios financieros.

El hecho es que la modificatoria operada al artículo 52 de la Ley Orgánica del BCR no implica una manera, forma o mecanismo que garantice el derecho a la información de los consumidores sobre los servicios financieros a su disposición, sino una disposición para que el BCR realice una acción —fijar topes a las tasas de interés—, y, en consecuencia, estamos ante una evidente extralimitación del marco de acción para defensa de los intereses de los consumidores contemplado en el artículo 65 de la Constitución por parte del legislador, lo cual resulta inconstitucional.

Finalmente, es necesario señalar que el primer párrafo del artículo 87 de la Constitución establece que el Estado fomenta y garantiza el ahorro y que la ley establece las obligaciones y los límites de las empresas que reciben ahorros del público, así como el modo y los alcances de dicha garantía.

No obstante, mediante la modificatoria operada al artículo 52 de la Ley Orgánica del BCR se ha establecido que el banco central fija las tasas máximas y mínimas de interés, ello a pesar que en «*general los topes a las tasas de interés se dan con el propósito de reducir las tasas de interés muy elevadas y de aumentar el acceso al crédito a aquellos con menos posibilidades. Sin embargo, la literatura económica empírica y teórica sugiere que los topes pueden ser muy perjudiciales precisamente para aquellos a los que se pretende favorecer*»¹⁶.

Los efectos no deseados del control de tasas de interés son los siguientes: i) Menor acceso al crédito; ii) aumento de otros gastos, y; iii) reasignación del crédito. Todo ello conlleva a menores niveles de transparencia y consumidores que terminan pagando altas tasas de interés, el

aumento del crédito informal y cada vez mayores tasas de interés, en suma, un menor nivel de bienestar general¹⁷.

En la misma línea, en lo relativo al control de las tasas de interés, el BCR, en su página institucional¹⁸, señala que la «*experiencia ha mostrado que los controles sobre las tasas de interés de las operaciones bancarias reducen la intermediación financiera e inducen a su informalidad dado que afectan los niveles de ahorro y crédito de la economía. En el caso de las pequeñas y medianas empresas, al disminuir su acceso al crédito, tendrían como única opción el crédito informal, no sujeto a regulación bancaria, en el que generalmente las tasas de interés en moneda local y extranjera son significativamente mayores*».

De lo anterior, se desprende que la modificatoria operada al artículo 52 de la Ley Orgánica del BCR afecta de manera negativa los niveles de ahorro, convirtiéndose así en una disposición contraria al mandato de fomentarlo establecido en el primer párrafo del artículo 87 de la Constitución y, por ende, en una norma inconsitucional.

4. Análisis del procedimiento legislativo seguido para la aprobación de la Ley de protección contra la usura

El artículo 75 del Reglamento del Congreso regula los requisitos que debe contener toda iniciativa legislativa, los cuales solamente pueden ser dispensados por motivos excepcionales. Dichos requisitos son: i) La exposición de motivos donde se exprese sus fundamentos; ii) los efectos de la vigencia de la norma que se propone; iii) el análisis del costo-beneficio —en adelante, ACB— de la futura norma legal; que incluya, cuando corresponda, un comentario sobre su incidencia ambiental, y; iv) De ser el caso, la fórmula legal dividida en títulos, capítulos, secciones y artículos.

16. Jorge Pozo, «Efectos no deseados de los topes a las tasas de interés: una revisión empírica y teórica», MONEDA N.º 183 Banco Central de Reserva del Perú, (Setiembre 2020): 9.

17. Pozo, «Efectos no deseados de los topes a las tasas de interés: una revisión empírica y teórica», 11.

18. «Preguntas Frecuentes», Banco Central de Reserva del Perú, acceso el 08 de julio de 2024, <https://www.bcrp.gob.pe/sobre-el-bcrp/preguntas-frecuentes.html>

En la Sentencia bajo análisis, el TC también se pronunció sobre cuestionamientos a la constitucionalidad formal de la Ley de protección contra la usura, al haberse alegado la no realización del ACB.

Al respecto, los siete proyectos de ley que dieron lugar a la aprobación de la Ley de protección contra la usura, señalaron lo siguiente en sus respectivos ACBs:

- (a) **Proyectos 5250/2020-CR y 5904/2020-CR:** La propuesta no contiene disposiciones que puedan generar gasto al tesoro público, el beneficio que plantea es garantizar el respeto de los derechos de los consumidores. Asimismo, no irroga ningún gasto al tesoro público.
- (b) **Proyecto 5343/2020-CR:** El contenido del proyecto se encuentra orientado a establecer una ganancia justa y equilibrio en el tratamiento que reciben los usuarios del sistema financiero, proscribiendo la discriminación que las empresas del sistema bancario han utilizado como medio de menosprecio de las personas que le generan sus ganancias. Por otro lado, asegura que se elevaría el consumo en el país al fomentarse la recirculación de los recursos y se permitiría mejorar las condiciones financieras para que todas las personas puedan acceder a los servicios financieros.
- (c) **Proyecto 5598/2020-CR:** El proyecto no crea ni aumenta el gasto público, puesto que lo que propone es hacer que se cumpla el mandato del artículo 84 de la Constitución, esto es, que el BCR regule el crédito del sistema financiero.
- (d) **Proyecto 5960/2020-CR:** Señala que el principal efecto es el fortalecimiento institucional del BCR y de la SBS, debido a que habría una mejora en la transparencia y
- (e) **Proyecto 6303/2020-CR:** El proyecto ha considerado que garantizará el cumplimiento de los artículos 65 y 84 de la Constitución, esto es, la defensa del consumidor o usuario y de las funciones del BCR, y agrega que no importa la generación de gasto público.
- (f) **Proyecto 6714/2020-CR:** El proyecto no irroga gasto al erario nacional, pues no existe inversión que se tenga que hacer que genere gastos al fisco, lo único que se busca es evitar que se promuevan prácticas abusivas propias de muchas empresas del sistema financiero quienes desinforman a sus clientes. La idea es que con la presente iniciativa se promueva la transparencia en los procedimientos financieros y de esta forma sincerarlos en beneficio de los usuarios, pues de esa manera habrá negociaciones más justas y dentro del marco de una protección estatal contra el abuso de dominio y poder de empresas.

reducirá la asimetría de la información. El efecto para la ciudadanía sería, según dicha evaluación, la profundización e inclusión financiera. Por su parte, entre los efectos de los costos dirigidos a las empresas del sistema financiero al limitar las tasas con usura se encontraría, inicialmente, la contracción de la oferta de colocaciones del crédito, pero luego habría una recuperación.

Sin embargo, no existe una norma de carácter vinculante de lo que debería entenderse por ACB en las iniciativas legislativas, lo cual tiene por resultado la presentación de proyectos con un ACB nulo, puesto que carecen de un análisis jurídico – económico serio, recurriendo generalmente a la siguiente fórmula: «*El presente proyecto de ley no irroga gastos al erario nacional más que su publicación en el diario oficial*».²⁰

Precisamente, en la Sentencia bajo análisis se corrobora de manera plena lo anterior, toda vez que, respecto de las iniciativas legislativas que derivaron en la aprobación de la Ley de protección contra la usura, el TC indicó que, «*si bien existen diferencias en cuanto al desarrollo y alcance del análisis costo-beneficio en cada uno de los proyectos de ley previamente examinados, lo cierto es que todos ellos incluyeron dicho análisis, que explicitaba los costos y beneficios de la regulación propuesta*».²¹ Asimismo, dicho Tribunal señaló que, tal como se desprende del propio artículo 75 del Reglamento del Congreso, no existe una exigencia respecto a la forma en la que se debe desarrollar el ACB y, por tanto, su menor extensión, desarrollo o alcance «no determina, per se o por esa sola razón, un vicio de inconstitucionalidad formal, siempre que exista algún tipo de análisis que, aunque escueto, resulte relevante».²²

Sin embargo, el propio TC contradice dicha posición en el Fundamento 311 de la Sentencia, mediante el cual «*exhorta al Congreso de la República para que, de acuerdo con sus atribuciones, pueda conformar una comisión especializada encargada de la revisión exhaustiva de los proyectos de ley que engloben materias de envergadura –como las de orden económico–, y que, eventualmente, traigan consigo un impacto en la sociedad*». El sentido de este fundamento, supone un claro reconocimiento por parte del TC sobre la insuficiencia del ACB de las iniciativas legislativas que dieron lugar a la Ley de protección contra la usura.

Y este reconocimiento abre la interrogante —absolutamente justa, desde luego— de por qué el TC no hizo control de constitucionalidad por la forma en este ámbito respecto de dichas iniciativas, las cuales, en mayor o menor medida, apelaban a una fórmula —todas carentes de contenido relevante, por cierto— que en modo alguno califica como análisis y menos como ACB.

Considerar que una iniciativa legislativa cumple con el requisito del ACB por el simple hecho de recurrir a una fórmula manida, supone aceptar y normalizar que es posible vaciar de contenido la exigencia legal establecida por el artículo 75 del Reglamento del Congreso, ello a pesar que dicha norma establece que los requisitos establecidos por ese artículo solamente pueden ser dispensados por motivos excepcionales, y el tema materia de modificación legislativa —como el mismo TC, de manera contradictoria, lo ha reconocido en el Fundamento 311— es uno en el que el requisito del ACB no solamente no puede ser dispensado, sino que en propia sede legislativa, por razón de la relevancia de la materia, debería haberse redoblado el celo tanto por su cumplimiento como por su suficiencia.

Al amparo del texto del primer párrafo del referido artículo 75, consideramos que la falta de suficiencia debió haber generado, en sede legislativa, la exigencia de subsanación al legislador o legisladores autores de la iniciativa o iniciativas so pena de no dar trámite a las mismas y, en el caso de que el proyecto, aún con una deficiencia de esa naturaleza, hubiese prosperado, dicha deficiencia constituía causal suficiente para que el TC hubiese declarado que la ley proveniente de dicha iniciativa incurriera en infracción a la Constitución por la forma, lo que lamentablemente no ocurrió.

Finalmente, considerando que en la medida que, solamente una vez que han sido analizados todos los aspectos referidos al bloque de

19. Jaime Alfieri Li Ojeda, «EL Análisis Costo – Beneficio Legislativo en el Perú: Notas Introductorias», acceso el 08 de julio de 2024, [https://www2.congreso.gob.pe/sicr/cendocbib/con4_uibd.nsf/25DC91205975B71305257ED500704513/\\$FILE/el-an%C3%A1lisis-costo-beneficio-legislativo-en-el-per%C3%BA-notas-introductorias.pdf](https://www2.congreso.gob.pe/sicr/cendocbib/con4_uibd.nsf/25DC91205975B71305257ED500704513/$FILE/el-an%C3%A1lisis-costo-beneficio-legislativo-en-el-per%C3%BA-notas-introductorias.pdf)

20. Li, «EL Análisis Costo – Beneficio Legislativo en el Perú: Notas Introductorias».

21. Fundamento 33 de la Sentencia.

22. Fundamento 35 de la Sentencia.

constitucionalidad —es decir, la evaluación de si en la expedición de una ley se ha obrado con quebranto del procedimiento legislativo establecido; si la ley expedida se ha ocupado de una materia que la Constitución directamente ha reservado a otra específica fuente formal del derecho, y; si la ley expedida ha sido emitida por un órgano que, constitucionalmente, resulta incompetente para hacerlo—²³, resulta válido proceder a evaluar temas de fondo y habida cuenta de las limitaciones que supone el propósito, extensión y alcance de un artículo de esta naturaleza, no resulta posible hacer dicha evaluación aquí sobre el tema de control de precios —el cual ha sido abordado de alguna manera en el extremo relativo al mandato constitucional de fomentar el ahorro—, la libertad de contratar y la libertad de empresa. No obstante, a partir del análisis realizado en el presente artículo, consideramos que la modificatoria operada al artículo 52 de la Ley Orgánica del BCR no supera la evaluación de, por lo menos, los dos primeros temas del bloque de constitucionalidad.

Así, consideramos que la Sentencia del TC sobre la Ley de protección contra la usura —en el extremo relativo a la modificatoria operada al artículo 52 de la Ley Orgánica del BCR— no ha abordado el hecho que la misma se ocupa de una materia —protección al consumidor— para la que la Constitución no ha establecido reserva de ley orgánica y, por el fondo, también se observa que el sentido y el propósito de dicha norma es atentatoria de normas sustanciales reconocidas en la constitución —la finalidad del BCR prevista en el artículo 84—, tema que tampoco ha sido abordado por dicha sentencia. En este punto, es necesario señalar que el artículo 82, último párrafo, del anterior Código Procesal Constitucional —disposición que es idéntica a la contenida en el artículo 81, último párrafo, del nuevo Código Procesal Constitucional—, establecía que la declaratoria de inconstitucionalidad o ilegalidad de una norma impugnada por vicios formales no obsta para

que ésta sea demandada ulteriormente por razones de fondo, siempre que se interponga dentro del plazo señalado en dicho código, razón por la cual entendemos que, en la medida que subsisten temas de fondo que no han sido demandados y, sobre los cuales el TC no se ha pronunciado, nada obsta para presentar una nueva demanda de inconstitucionalidad por dichos temas en tanto el plazo para hacerlo no haya vencido.

IV. A MANERA DE CONCLUSIONES

A partir de lo expuesto en el presente artículo, tenemos las siguientes conclusiones:

1. La modificatoria operada al artículo 52 de la Ley Orgánica del BCR por la Ley de protección contra la usura es inconstitucional, porque el texto vigente es una norma de protección al consumidor de servicios financieros, tema que es completamente ajeno a la finalidad —preservar la estabilidad monetaria o, lo que es lo mismo, preservar el valor de la moneda— o funciones del BCR —regular la moneda y el crédito del sistema financiero; administrar las reservas internacionales a su cargo; regular la cantidad de dinero; emitir billetes y monedas, e; informar sobre las finanzas nacionales—, debiendo precisarse que todas estas últimas se encuentran subordinadas a dicha finalidad;
2. La modificatoria operada al artículo 52 de la Ley Orgánica del BCR por la Ley de protección contra la usura es inconstitucional, ya que es una norma de protección al consumidor de servicios financieros que ha sido regulado mediante ley orgánica, a pesar que dicha materia no goza de ese tipo de reserva según el texto constitucional;
3. En el hipotético y negado caso que se declare que no resulta inconstitucional ni la inserción de una norma de protección al consumidor a manera de una nueva función del BCR, ni la regulación de dicha materia por ley orgánica, aun cuando a nivel constitucional la misma no goza de dicha reserva; la modificatoria operada al artículo 52 de la Ley Orgánica del BCR igualmente resulta inconstitucional porque, según el artículo 65 de la Constitución, la defensa de los intereses de los consumidores por parte del Estado se realiza garantizando el acceso de los mismos a la información sobre, en este caso, los servicios financieros. En ese sentido, otorgar por ley atribuciones al BCR para que establezca un control de precios sobre las tasas de interés del sistema financiero mediante el establecimiento de topes, no solamente no está alineado con dicha disposición constitucional, sino que la excepción, contrariándola, además, en espíritu;
4. La modificatoria operada al artículo 52 de la Ley Orgánica del BCR por la Ley de protección contra la usura es inconstitucional porque establece topes a las tasas de interés, lo cual, entre otros efectos, afecta los niveles de ahorro, resultado éste que es diametralmente opuesto al propósito contenido en el mandato previsto en el artículo 87 de la Constitución de fomentar el ahorro;
5. La Ley de protección contra la usura —que, entre otros, contiene la modificatoria operada al artículo 52 de la Ley Orgánica del BCR—, es inconstitucional porque los proyectos o iniciativas legislativas que llevaron a su aprobación carecen del requisito del ACB, puesto que para cumplir con dicha formalidad del procedimiento legislativo, establecida en el primer párrafo del artículo 75 del Reglamento del Congreso, se limitaron, en mayor o menor medida, a recurrir a una fórmula carente de contenido relevante, que en ninguno de esos casos puede ser denominado análisis y menos ACB, incurriendo así en infracción a la Constitución por la forma; y,
6. Finalmente, considerando que hay temas de constitucionalidad —de forma y de fondo— que no han sido abordados en la Sentencia del TC, la vía para presentar una demanda de inconstitucionalidad respecto de los mismos aún se encuentra dentro del plazo de seis años establecido por el Código Procesal Constitucional, pudiendo ser planteada por las personas a las que se refiere el artículo 203 de la Constitución.

23. Fundamento 7 de la Sentencia.

M&A de empresas listadas: ¿Qué, cuándo y cómo comunicar al mercado?

M&A of listed companies:
What, when and how to communicate to the market?

"Miranda & Amado has excellent customer service. They understand the clients' business very well and that results in specialised and first-class legal advice."

— Chambers Latin America 2026

MIRANDA & AMADO

mafirma.pe



Contacto:
abogados@mafirma.com.pe
+51 1 610 4747
Av. José Larco 1301, Piso 20
Miraflores, 15074 - Lima, Perú



Recibido con fecha 16 de junio de 2024 y aceptado por el Comité Arbitral con fecha 23 de febrero de 2025.



MARÍA ANGÉLICA MENESES BATTIFORA

Abogada por la Universidad del Pacífico.
Posgrado Harvard Law School LL.M.

SUMARIO:

- I. Introducción.
- II. ¿Qué información vinculada al M&A de un Emisor puede ser de particular relevancia?
- III. ¿Cuándo y cómo debo informar?
- IV. ¿Qué puedo hacer si revelar la información podría causar un perjuicio?
- V. ¿Qué pasa si no informo?
- VI. Conclusión.

RESUMEN:

Las operaciones de M&A de empresas listadas pueden tener complejidades adicionales en comparación con las de empresas privadas, ya que están sujetas a la normativa del mercado de valores. En el presente artículo se explorará la información que debe comunicarse a la Superintendencia del Mercado de Valores y al mercado en general, así como los lineamientos que deben observarse para cumplir con la normativa aplicable.

Palabras clave: M&A, adquisición de acciones, hechos de importancia, transparencia, cumplimiento normativo

ABSTRACT:

M&A transactions of listed companies may have additional complexities compared to those of private companies, as they are subject to securities market regulations. This article will explore the information that must be reported to the Securities Market Superintendence and to the market in general, as well as the guidelines that must be observed to comply with the applicable regulations.

Keywords: M&A, acquisition of shares, material facts, transparency, regulatory compliance

I. INTRODUCCIÓN

En el Perú, las empresas que tienen valores registrados en el registro público del mercado de valores —en adelante, los "Emisores"— están sujetas a regulaciones específicas que buscan promover la transparencia en el mercado y proteger a los inversionistas. En dicha línea, la Superintendencia del Mercado de Valores —en adelante, "SMV" — tiene la responsabilidad de velar por la integridad y eficiencia del mercado de valores peruano, fomentando un entorno justo y transparente para todas las partes involucradas, siendo así la autoridad pertinente encargada de supervisar y regular el cumplimiento de la normativa específica por parte de este tipo de empresas. Así, la SMV establece requisitos relacionados con la divulgación de información financiera y corporativa, el cumplimiento de estándares de gobierno corporativo, la prevención de prácticas fraudulentas y manipuladoras, así como la protección de los derechos e intereses de los inversionistas.

Como parte de las obligaciones específicas que los Emisores deben cumplir se encuentra la obligación de informar. Esta obligación incluye, por un lado, el deber de proporcionar cierta información de manera periódica, así como, por otro lado, el deber de informar sobre la ocurrencia de

ciertos eventos de particular relevancia; ambos siempre en observancia del estándar de calidad de información requerido por la ley de mercado de valores aprobada mediante Decreto Legislativo N.º 861 —en adelante, la "Ley"—, el cual implica que toda información proporcionada debe ser veraz, suficiente y oportuna¹. Dentro de la información periódica a ser comunicada se encuentra aquella información financiera que debe ser proporcionada con una periodicidad no mayor al trimestre², mientras que la obligación de informar hechos por su particular relevancia debe ser medida por la influencia que estos puedan tener sobre un inversionista sensato para modificar su decisión de invertir o no en el valor.³

En general, las operaciones de transferencia de acciones —en adelante, "M&A" — representativas de un porcentaje significativo del capital social de un Emisor, y algunos procesos relacionados a estas, se pueden encontrar dentro del segundo supuesto y, por lo tanto, deben ser comunicadas a la SMV tan pronto como el hecho ocurra o el Emisor tome conocimiento del mismo. Lo anterior implica que, a diferencia de un M&A donde el *target* es una empresa privada y la divulgación de información puede estar sujeta a acuerdos entre las partes involucradas, en el caso de los Emisores se deben cumplir con requisitos legales de divulgación de información a los in-

versionistas para garantizar la eficiencia y transparencia del mercado de valores. En consecuencia, las operaciones de M&A que tengan como *target* a un Emisor deben ser evaluadas cuidadosamente en términos de sus implicancias legales de divulgación de información al mercado, debiendo, de ser aplicable, estar el propio Emisor preparado para actuar de manera inmediata en la comunicación de hechos a la SMV a fin de cumplir con las normativas vigentes y mantener la integridad del mercado de valores.

II. ¿QUÉ INFORMACIÓN VINCULADA AL M&A DE UN EMISOR PUEDE SER DE PARTICULAR RELEVANCIA?

El reglamento de hechos de importancia e información financiera de la SMV aprobado mediante Resolución SMV N.º 005-2014-SMV-01 —en adelante, el "Reglamento"— establece la regulación aplicable a la divulgación de hechos que por su trascendencia deben ser comunicados a la SMV y al mercado en general, como "Hechos de Importancia". De acuerdo con el Reglamento, un Hecho de Importancia es⁴:

"cualquier acto, decisión, acuerdo, hecho, negociación en curso o información referida al Emisor, a los valores de éste o a sus negocios que tengan la capacidad de influir significativamente en:

- 3.1. La decisión de un inversionista sensato para comprar, vender o conservar un valor; o,
- 3.2. La liquidez, el precio o la cotización de los valores emitidos".

De la definición proporcionada, vemos que los Hechos de Importancia, como su nombre lo indica, son aquellos que tienen un impacto sustancial, por un lado, en las decisiones de los inversionistas y, por otro lado, en el propio valor. Para determinar la trascendencia de los actos, decisiones, acuerdos, hechos, negociaciones en curso o información, el Reglamento establece que se debe considerar el impacto de estos en la actividad del Emisor, su patrimonio, resul-

tados, situación financiera, posición empresarial o comercial, sus valores o la oferta, precio o negociación de estos.

El estándar de diligencia que utiliza el Reglamento, a diferencia de otros contextos del mercado de valores donde se habla de inversionistas sofisticados o institucionales, es del inversionista sensato. Es decir, el Reglamento hace referencia a una persona prudente, de buen juicio y razonable, mas no necesariamente alguien que se dedica a las inversiones.

En esta línea, la SMV ha señalado lo siguiente⁵:

"se caracteriza en general, por no ser demasiado astuto ni demasiado torpe, ni extremadamente diligente ni absolutamente negligente. No es un profesional en la materia, aunque cuenta con suficiente capacidad para entender el sentido de sus actos, tiene un cierto conocimiento y/o experiencia sobre el comportamiento del mercado y es suficientemente consciente del riesgo que éste implica, dedicando un tiempo prudencial a la obtención de información y, en general al manejo de sus inversiones".

Sumado a esto, el Reglamento incluye un anexo —en adelante, el "Anexo"— con una lista enunciativa de actos que califican como Hechos de Importancia. Los principales hechos incluidos en dicho Anexo para efectos de un M&A son los siguientes:

"6. Las transferencias de acciones representativas del capital social realizadas por personas que directa o indirectamente posean el diez por ciento (10%) o más del capital del emisor o de aquellas que a causa de una adquisición o enajenación lleguen a tener o dejar de poseer dicho porcentaje.

7. Conocimiento de planes, que impliquen un cambio en la unidad de control o la adquisición o incremento.

1. Decreto Legislativo N.º 861, Ley del Mercado de Valores, Artículo 10.
2. Decreto Legislativo N.º 861, Ley del Mercado de Valores, Artículo 29.
3. Decreto Legislativo N.º 861, Ley del Mercado de Valores, Artículo 28.

4. Resolución SMV N.º 005-2014-SMV-01, Reglamento de Hechos de Importancia, Artículo 3.
5. Resolución N.º 116-2003-EF/94.12 del 28 de octubre de 2003.

29. *Inicio de un proceso de due diligence o similar solicitado por un accionista o por terceros, o dispuesto por el propio emisor.*"

Además, el Anexo incluye como Hechos de Importancia otros hechos que solemos ver como actos que ocurren al cierre o poscierre de un M&A, tales como el cambio de los miembros del directorio y del gerente general del Emisor.

No obstante, se debe tomar en cuenta que si un acto, decisión, acuerdo, hecho o negociación en curso no está incluido en el Anexo, pero sí tiene la capacidad de influir de manera significativa como se ha indicado anteriormente, este igual debe divulgarse como un Hecho de Importancia, destacando a su vez que, ante la duda, el Emisor debe optar por comunicar la información.

III. ¿CUÁNDO Y CÓMO DEBO INFORMAR?

Sobre la oportunidad para informar la ocurrencia de un Hecho de Importancia, el Reglamento establece que este debe ser informado tan pronto como ocurra el hecho o tan pronto como el Emisor tome conocimiento del mismo, y siempre en el mismo día en que dicho hecho haya ocurrido o se haya tomado conocimiento del mismo. En adición, el Reglamento añade que se debe informar a la SMV antes que a cualquier otra persona o medio de difusión.

Ante esta regulación, surge la duda sobre cuándo se debe entender que el Emisor ha tomado conocimiento del hecho en cuestión. Para ello, el Reglamento prevé dos potenciales escenarios: —i— cuando el hecho se genera en la propia organización del Emisor y —ii— cuando el hecho se genera en la entidad controladora del grupo económico del Emisor. En el primer escenario, el Reglamento establece la presunción de que el Emisor tiene conocimiento del hecho al momento en que este mismo ocurre. En el segundo escenario, en cambio, se considera que el Emisor tiene conocimiento "cuando existen indicios razonables de que sus principales funcio-

narios han tomado conocimiento del hecho o si razonablemente el Emisor pudo conocerlo⁶."

Dado que en un proceso de M&A normalmente se requiere la participación, o al menos el conocimiento, de ciertos funcionarios principales del *target*, dependiendo del contexto específico, se podría potencialmente considerar que el Emisor conoce sobre el hecho. En ese sentido, existen ciertos Hechos de Importancia en los que la oportunidad de divulgación puede ser clara, así como hay otros en los que no. Por ejemplo, si hablamos del proceso del *due diligence* legal donde lo usual es que participen funcionarios del *target*, tales como la gerencia legal, será fácil determinar que se podría presumir, bajo ciertas circunstancias específicas que deben ser analizadas en el caso en concreto, que el Emisor tiene, en efecto, conocimiento del Hecho de Importancia. Sin embargo, cuando hablamos de negociaciones iniciales en curso, el Reglamento no establece directrices sobre cuándo dichas negociaciones deben considerarse para efectos de su divulgación como Hecho de Importancia.

Así, la doctrina autorizada considera lo siguiente:

"El hecho es que, en efecto, siendo tan diversos los procesos de negociación y las formas de negociar, resulta sumamente difícil identificar un acto o momento a partir del cual se establezca que el emisor se encuentra incurso ya en un proceso de negociación y, por ende, obligado a informar.

Precisamente, frente a esa situación, el Reglamento no precisa o determina un acto o momento a partir del cual un emisor se encuentra obligado a informar sobre la existencia de una negociación en curso, dejando en libertad a los emisores para que sean ellos los que determinen el momento en el que, en virtud de los avances, propuestas, compromisos, acuerdos verbales o escritos y la existencia de otras formalidades del proceso de negociación, puedan determinar de manera

razonable que se encuentran en el marco de una negociación que deben informar.⁷"

Considerando lo anterior, vemos que la responsabilidad recae en los mismos Emisores, quienes deben evaluar y determinar de manera razonable el momento adecuado para informar el inicio de negociaciones. Esta flexibilidad permite a los Emisores adaptarse a las particularidades de cada negociación, pero también les exige un juicio prudente y una evaluación constante para cumplir con las obligaciones de transparencia y divulgación del mercado de valores.

Habiendo tomado conocimiento sobre la oportunidad para informar un Hecho de Importancia, es importante resaltar el estándar de diligencia que debe ser observado al momento de la divulgación. Tanto la Ley como el Reglamento coinciden en que toda la información que se comunique a la SMV debe ser veraz. Asimismo, el Reglamento añade que el contenido de un Hecho de Importancia debe ser (i) claro, (ii) suficiente, (iii) completo y (iv) neutral. En ese sentido, la información comunicada como un Hecho de Importancia debe ser información de la cual el Emisor tenga certeza, no siendo adecuado entonces difundir información obtenida a través de meros rumores. Además, la información debe ser presentada de manera comprensible, proporcionando todos los detalles necesarios para su adecuada interpretación, libre de omisiones relevantes y sin mostrar sesgos que puedan influir en las decisiones de los inversionistas de manera injusta o engañosa.

Cabe notar también que el medio para comunicarlo es a través de la ventanilla única electrónica del MVNet de la SMV, pues a través de esta ventanilla se difundirá en el Portal Web del Mercado de Valores de la SMV.

IV. ¿QUÉ PUEDO HACER SI REVELAR LA INFORMACIÓN PODRÍA CAUSAR UN PERJUICIO?

Puede suceder que nos encontramos ante un escenario donde la revelación de información de manera anticipada sea potencialmente susceptible de causar un perjuicio al Emisor. Tratándose de dicho tipo de situaciones, el Reglamento permite que se revele la información con el carácter de "información reservada", bajo la propia responsabilidad del mismo Emisor⁸. En simple, esto implica que el hecho en cuestión será comunicado a la SMV, mas no al mercado en general para evitar causar el perjuicio alegado.

En el caso de una operación de M&A, podría, por ejemplo, ser adecuado solicitar que se califique como información reservada a las negociaciones iniciales en curso de un proceso de venta de un paquete importante de acciones de un Emisor. Esto es porque la divulgación prematura de dicha información podría, dependiendo del contexto específico, generar altas expectativas a pesar de estar en una etapa preliminar de un proceso donde no hay certeza sobre la viabilidad ni la materialización del M&A, generando así un potencial perjuicio tanto para el Emisor, como para los accionistas y el mercado en general.

De acuerdo con el Reglamento, la solicitud de categorización de una situación como información reservada no puede ser efectuada libremente por cualquier ejecutivo o funcionario del Emisor, sino que debe ser aprobada por al menos 3/4 de los miembros del directorio del mismo. En esta línea, el representante bursátil del Emisor debe remitir a la SMV una comunicación, dentro del día hábil siguiente a la adopción del acuerdo del directorio mencionado anteriormente. Esta comunicación debe contener, entre otros, (i) una explicación detallada sobre el hecho que se solicita sea mantenido como información reservada y su estatus actual, (ii) una fundamentación que sustente por qué la divulgación prematura del hecho puede generar un perjuicio, (iii) el plazo determinado por el cual se solicita que se mantenga como hecho

6. Resolución SMV No. 005-2014-SMV-01, Reglamento de Hechos de Importancia, Artículo 9.2.

7. Lilian Rocca Carbajal, "El nuevo Reglamento de Hechos de Importancia en el Perú", Ius et Praxis 46 (2015): 106.
8. Resolución SMV No. 005-2014-SMV-01, Reglamento de Hechos de Importancia, Artículo 13.

reservado, y (iv) la lista completa de las personas que conocen la información materia de la reserva.

Una vez recibida la comunicación, la SMV tiene la prerrogativa de aceptar o denegar la calificación de hecho reservado efectuada por el Emisor. Si el hecho materia de la solicitud de reserva no cumple con los requisitos legales para ser protegido bajo el estándar de confidencialidad de información reservada, la SMV podrá disponer que el Emisor difunda al mercado la información de manera inmediata como Hecho de Importancia.

Siendo el presente caso una excepción al deber de informar al mercado, el Emisor es responsable de asegurar y garantizar la confidencialidad de la información materia del hecho reservado, así como de comunicar permanentemente a la SMV cualquier acto significativo relacionado con dicho hecho, incluyendo las nuevas personas que hayan tomado conocimiento de la información reservada.

Adicionalmente a lo anterior, la calificación de información reservada no es permanente y cesa cuando (i) desaparecen las razones que sustentan la reserva, (ii) vence el plazo determinado, o (iii) el Emisor mismo decide hacer pública la información. Una vez que la información deja de ser reservada, esta debe ser informada al mercado como un Hecho de Importancia. Es importante notar que, si estuviéramos en el caso del ejemplo mencionado en párrafos anteriores, donde el hecho materia de reserva fueron las negociaciones iniciales de un M&A y estas dejaron de existir sin concretarse en acuerdo alguno, no existiría requisito legal de comunicarlas al mercado.

V. ¿QUÉ PASA SI NO INFORMO?

El no cumplir con las disposiciones aplicables a los Hechos de Importancia constituye una infracción sancionable, cuya gravedad y mon-

to de sanción se determina de acuerdo con el reglamento de sanciones de la SMV aprobado mediante Resolución SMV N.º 035-2018 —el “Reglamento de Sanciones”—.

De acuerdo con el Reglamento de Sanciones, la mayoría de las infracciones vinculadas con la presentación de Hechos de Importancia califican como infracciones graves. Dentro de estas infracciones, se ha incluido en el Anexo I del Reglamento de Sanciones el no comunicar un Hecho de Importancia, divulgar información que constituya un Hecho de Importancia sin que previamente dicha información haya sido comunicada a la SMV, no aclarar o desmentir, después de haber tomado conocimiento, la información que ha sido comunicada como Hecho de Importancia y no comunicar como Hecho de Importancia dentro del plazo establecido la información cuyo carácter de reserva ha cesado.

Al ser infracciones graves, estas pueden acarrear cualquiera de las siguientes sanciones⁹:

- (a) Multa de entre veinticinco (25) UIT y hasta cincuenta (50) UIT;
- (b) Suspensión de la negociación de valores hasta por un (1) año o de la colocación de la oferta pública;
- (c) Suspensión de la autorización de funcionamiento o de los representantes de las sociedades agentes, hasta por veinte (20) días; y,
- (d) Suspensión de los miembros del Comité de Inversiones, Comité de Vigilancia, Comité de Clasificación, y de los directores, gerentes, representantes y auditores, hasta por treinta (30) días.

Del mismo modo, el Anexo I del Reglamento de Sanciones establece como infracción muy grave el presentar información inexacta o fal-

sa a la SMV, lo cual incluye la presentación de información inexacta o falsa como Hecho de Importancia. Al ser una infracción muy grave, esta puede acarrear una de las siguientes sanciones¹⁰:

- (a) Multa no menor de cincuenta (50) UIT y hasta setecientas (700) UIT;
- (b) Suspensión de la autorización de funcionamiento por un plazo no menor de diez (10) días y hasta cuarenta y cinco (45) días;
- (c) Exclusión de un valor del Registro Público del Mercado de Valores;
- (d) Cancelación de la inscripción en el Registro Público del Mercado de Valores;
- (e) Revocación de la autorización de funcionamiento;
- (f) Destitución; e,
- (g) Inhabilitación.

Las sanciones antes descritas e incluso el inicio de un procedimiento sancionador por incumplir las disposiciones de divulgación de Hechos de Importancia, dependiendo de su materialidad en el contexto de una operación de M&A, podrían representar contingencias significativas dentro de la propia operación. Estas contingencias podrían llevar a una disminución del precio preliminarmente acordado para la transacción, la inclusión de *specific indemnities* en el contrato de compraventa de acciones o incluso crear obstáculos importantes para perfeccionar la operación. Por otra parte, el incumplimiento de las obligaciones de divulgación puede afectar la reputación del Emisor, dificultando futuras transacciones de M&A.

VI. CONCLUSIÓN

Como conclusión, vale recalcar que los Emisores deben estar especialmente vigilantes y actuar con diligencia en la comunicación de eventos relevantes a la SMV dentro de un proceso de M&A, asegurando que toda información proporcionada sea veraz, suficiente y oportuna. A diferencia de las operaciones de M&A que involucran únicamente *targets* que son empresas privadas, donde la divulgación al mercado tiende a ser limitada y estar sujeta a acuerdos de confidencialidad entre las partes, los Emisores están sujetos a un marco regulatorio riguroso.

En dicha línea, los Emisores deben observar no solo los documentos y procesos de la transacción, sino también cumplir con la normativa aplicable del mercado de valores. Esto incluye la evaluación continua del momento adecuado para divulgar información que califica como un Hecho de Importancia basándose en los avances, propuestas, compromisos y formalidades del proceso de M&A. Igualmente, deben asegurarse de que cualquier información relevante que pueda influir en las decisiones de los inversionistas sea comunicada de manera oportuna y precisa.

Esta obligación de divulgación es crucial para proteger a los inversionistas y mantener la integridad del mercado de valores, garantizando que todos los participantes tengan acceso a información equitativa y evitando la asimetría informativa. La transparencia en la comunicación fortalece la confianza en el mercado y promueve un entorno de inversión más seguro para todos los involucrados. En resumen, el cumplimiento diligente de estas obligaciones no solo es un imperativo legal, sino también un componente esencial para el buen funcionamiento y la transparencia del mercado de valores.

9. Resolución SMV No. 035-2018, Reglamento de Sanciones, Artículo 34.

10. Resolución SMV No. 035-2018, Reglamento de Sanciones, Artículo 33.

A|R AGUADO & RUIZ ABOGADOS

**ESTUDIO
DE LA FLOR,
GARCÍA MONTUFAR,
ARATA & ASOCIADOS
ABOGADOS**

Más de 37 años en el mercado

-  ldgabogados.com
-  estudio@ldgabogados.com
-  (511) 512-3870
-  /Estudio de la Flor, García Montufar, Arata & Asociados Abogados
-  /Estudio de la Flor, García Montufar, Arata & Asociados Abogados

Recibido con fecha 14 de junio de 2024 y aceptado por el Comité Arbitral con fecha 22 de febrero de 2025



Funcionamiento de los “*Representations and Warranties*” en el Financiamiento de Proyectos Functioning of Representations and Warranties in Project Finance

NICOLÁS CORNEJO GERMER

Abogado por la Pontificia Universidad Católica del Perú.
Maestría en Derecho Corporativo por la University of New York, Estados Unidos.

SUMARIO:

- I. Aproximación general al *Project Finance* y relaciones jurídicas que se generan.
- II. Características principales del *Project Finance*.
- III. Estructura de los Contratos de Préstamo.
- IV. Declaraciones y Aseveraciones.
- V. Configuración y consecuencias de los *misreps*.
- VI. Exclusiones y mitigantes.

RESUMEN:

En el presente artículo se describen primero las características principales del *Project Finance*, las relaciones jurídicas que se construyen alrededor de una operación de financiamiento de este tipo y la estructura común de los contratos de préstamo. Luego se profundiza sobre una parte específica de la estructura de los contratos de préstamo, que es la cláusula en la que constan las declaraciones y aseveraciones (*representations and warranties*). Se explica la finalidad, el contenido, la negociación de las declaraciones y finalmente las consecuencias de su incumplimiento.

Palabras clave: Project Finance, Financiamiento, Contratos de préstamo, Declaraciones y aseveraciones, Incumplimiento

ABSTRACT:

This article first describes the main characteristics of Project Finance, the legal relationships that are built around a financing operation of this type and the common structure of loan agreements. Then, a specific part of the structure of loan agreements, namely the clause containing the representations and warranties, is discussed in more detail. The purpose, content, negotiation of representations and warranties and finally the consequences of their breach are explained.

Keywords: Project Finance, Financing, Loan Agreements, Representations and warranties, Breach

I. APROXIMACIÓN GENERAL AL PROJECT FINANCE Y RELACIONES JURÍDICAS QUE SE GENERAN

El *Project Finance* o Financiamiento de Proyectos es un método de financiación que permite obtener, de diversos prestamistas, los fondos necesarios para construir y desarrollar grandes proyectos de infraestructura.

Es así que los desarrolladores de grandes proyectos de infraestructura, como pueden ser —a modo de ejemplo— aeropuertos, puertos, carreteras, centrales eléctricas, líneas de transmisión, gasoductos, sistemas de saneamiento, minas, hospitales, etcétera—en adelante, “Proyectos”— generalmente no utilizan solamente sus recursos económicos o los de sus accionistas y grupo económico. Estos requieren que una parte importante del dinero sea prestado por entidades financieras. Se crea así una obligación de devolver el dinero recibido en préstamo —incluyendo el principal y los intereses devengados—, en un plazo que suele ser largo —no menor de 5 años—. Debido a que recién se comienza a pagar la deuda cuando el Proyecto comienza a operar y, por ende, a generar ingresos con los que se puede pagar la deuda contraída para ejecutarlo.

En los financiamientos de grandes Proyectos a ser desarrollados encontramos como prestamistas

principalmente a bancos comerciales internacionales, bancos comerciales peruanos, bancos de fomento o desarrollo —como la Corporación Financiera Internacional, por sus siglas IFC; el Banco Interamericano de Desarrollo, por sus siglas IDB; la Corporación Interamericana de Inversiones, por sus siglas IDB Invest; el Banco de Desarrollo de América Latina y el Caribe, por sus siglas CAF, el *Kreditanstalt für Wiederaufbau*, por sus siglas KFW, etcétera— y agencias de fomento a la exportación —como el EXIM Bank de los Estados Unidos de América, el Export Development Canada, la Agencia Española de Crédito a la Exportación, la Agencia Francesa de Desarrollo, el Nippon Export and Investment Insurance, el Export-Import Bank of Korea, etcétera—. En lo sucesivo, los denominaremos conjuntamente como “Prestamistas”.

Con el fin de proteger adecuadamente el derecho de los Prestamistas de recibir el pago del principal y los intereses de sus préstamos, se construye legalmente una estructura ordenada sobre la base de diversas relaciones jurídicas, que usualmente son las siguientes:

(a) Entre la empresa que desarrollará el Proyecto —que en adelante denominaremos, indistintamente, el “Prestatario” o la “SPV”, por su término inglés “special purpose vehicle”— y los Prestamistas. Los principales contratos que regulan esta relación son los siguientes:

- i. El contrato de crédito, el cual en Financiamientos de Proyectos grandes a desarrollarse en el Perú suele estar sujeto a ley y jurisdicción distinta a la peruana —usualmente las leyes del estado de Nueva York¹—, porque las entidades financieras internacionales que otorgan el financiamiento tienen mayor confianza en dichas leyes y cortes que en las peruanas.
- ii. Los contratos por los cuales la SPV constituye garantías hipotecarias, mobiliarias o fideicomisarias sobre sus bienes —inmuebles o muebles—, garantías y/o cesiones de derechos —por ejemplo, derechos de cobro, flujos futuros—, y cesiones de ciertos contratos materiales del Proyecto. Conforme a las normas de derecho internacional privado del Código Civil peruano, los contratos de garantía y cesión se regulan por las leyes del lugar en el que se ubican los bienes gravados y por las leyes que regulan los contratos cuyos derechos o cuya posición contractual se cede². En el caso de Financiamientos de Proyectos a desarrollarse en el Perú, la ley aplicable a los contratos de garantía y de cesión es la peruana —excepto para la cesión de contratos o derechos sujetos a ley extranjera—.
- (b) Entre los promotores, también llamados *sponsors*, del Proyecto —esto es, accionistas directos y/o indirectos de la SPV— y los Prestamistas. Los contratos que suelen celebrarse para regular esta relación son los siguientes:
 - i. Acuerdos que obligan a los promotores a realizar aportes de capital a la SPV o a otorgarle préstamos subordinados —es decir, subordinados a los préstamos del *Project Finance* otorgados por los Prestamistas—, que se denominan *equity support agreements* o *equity contribution agreements*. Estos contratos suelen estar sujetos a la misma ley, no peruana, que regulan los contratos de crédito. Normalmente van acompañados cuando los promotores otorgan préstamos subordinados a la SPV, de acuerdos de subordinación.
 - ii. Contratos de garantía sobre las acciones emitidas por la SPV, que están sujetos a ley peruana por tratarse de acciones emitidas por una sociedad peruana, como es la SPV.
- (c) Entre los diversos acreedores entre sí. Estos contratos entre acreedores —*intercreditor agreements*— se celebran entre los diversos acreedores que financian el Proyecto. Esto es, Prestamistas, bonistas —en caso se emitan bonos como parte de la financiación del Proyecto—, proveedores de derivados de cobertura —*hedge providers*—, y los prestamistas subordinados —promotores u otros—.
- (d) Entre la SPV y sus contrapartes en contratos materiales del Proyecto, para la construcción, el desarrollo y/o la operación del Proyecto. Por ejemplo, los contratos de construcción, los contratos de operación y mantenimiento, los contratos de compraventa de energía —*power purchase agreements*—, los contratos de compraventa de minerales —*offtake agreements*—, entre otros que pueden existir en función de las características y particularidades de cada Proyecto.
- (e) Entre la SPV, sus contrapartes en contratos materiales del Proyecto y los Prestamistas. Se expresan en los denominados “contratos directos”, que suponen un derecho de *step-in* o “sustitución” de los Prestamistas,

o de quien éstos designen, en la posición contractual de la SPV, en sustitución de ésta, en determinados contratos materiales del Proyecto. Esta asunción de posición contractual —sustitución— solamente tendrá eficacia si ocurriera un evento de incumplimiento del Financiamiento del Proyecto y los Prestamistas decidieran acelerar la deuda y ejecutar esta garantía.

La finalidad de estas relaciones contractuales consiste en asegurar que el contrato necesario para el Proyecto se mantenga vigente y en ejecución aun si el Prestatario saliera de la película, para que el Proyecto se pueda seguir desarrollando o ejecutando y genere los flujos necesarios para repagar la deuda del *Project Finance*.

II. CARACTERÍSTICAS PRINCIPALES DEL PROJECT FINANCE

Si bien cada Proyecto y su financiamiento tiene particularidades propias, existen algunos principios característicos de este tipo de financiamientos. Algunas de las características típicas son las siguientes:

- (a) El financiamiento es otorgado para un proyecto específico, claramente identificado y definido. Ello permite que los riesgos del Proyecto —desarrollo, construcción y operación— estén acotados a los de ese negocio concreto. Es decir; en un lugar específico, bajo las reglas aplicables a ese negocio e industria de que se trate y sin verse contaminados por otras actividades, negocios o emprendimientos.
- (b) Debido a lo descrito en el literal precedente, la empresa que desarrolla el Proyecto y que recibe el financiamiento es una sociedad de propósito exclusivo —SPV—. Esto significa que se trata de una sociedad que se constituye con el objetivo único de desarrollar el Proyecto y obtener el financiamiento para dicho fin. En ese sentido, tiene como objeto social exclusivo el relativo al desarrollo del Proyecto, no pudiendo dedicarse a otras actividades distintas
- (c) El repago de la deuda se estructura teniendo como fuente de repago los flujos futuros que genere el Proyecto una vez que comience su operación. Esto es, los fondos que genere la explotación de un derecho —como, por ejemplo, un derecho de concesión de una carretera, un puerto, un aeropuerto, un sistema de trenes, etcétera—, un activo —como una central de generación eléctrica, una línea de transmisión, etcétera—, o un recurso natural —como una mina—.
- (d) Los potenciales Prestamistas no se fijan en los estados financieros de la SPV ni en su historia de generación de ingresos, porque esa historia no existe. Lo que hacen es analizar la factibilidad de que se lleguen a generar los ingresos —flujos de caja o *cash flows*— anticipados, para que haya dinero suficiente para el pago de la deuda. Ello conlleva un nivel de incertidumbre mayor que en financiamientos de negocios en marcha, porque en estos últimos se puede revisar la historia de ingresos y en base a ello confiar que se mantenga o mejore el patrón previo. Mientras que en financiamientos de proyectos, el análisis se tiene que hacer exclusivamente en base a proyecciones futuras, que como tal están sujetas a diversas variables y riesgos.
- (e) El Financiamiento de Proyectos es sin recursos contra los promotores —*sponsors*—, o con recursos limitados. Ello significa que los promotores no asumen responsabilidad por el pago de la deuda del *Project Finance*. Su responsabilidad está limitada al capital que aporten a la SPV y a las garantías que otorguen a los Prestamistas —generalmente solo garantía mobiliaria sobre sus acciones en la SPV—, pero no abarca la totalidad de la deuda y no comprometen recursos o bienes propios —distintos a sus acciones en la SPV—.

En ese orden de ideas, los Prestamistas y sus asesores evalúan los riesgos —técnicos, legales, económicos, políticos, comerciales,

al Proyecto y no teniendo historia previa de actividades y resultados. Ello hace que la SPV esté en una suerte de aislamiento, lo cual impide que se vea contagiada con contingencias y riesgos de actividades y negocios distintos a los específicamente vinculados al Proyecto.

Más adelante en este artículo, veremos que una de las declaraciones y aseveraciones típicas en un contrato de crédito es que el Prestatario es una SPV. Por lo cual, se dedica y dedicará únicamente a las actividades vinculadas al desarrollo, construcción y explotación del Proyecto.

de mercado, climatológicos, etcétera— que podrían impedir la generación de flujos esperada. Este análisis requiere la realización de *due diligence* —legal, financiero, técnico, etcétera— para intentar identificar los riesgos asociados al Proyecto.

Luego de identificados los riesgos, se intentará cubrir, distribuir y mitigar dichos riesgos adecuadamente. Desde el punto de vista legal, ello se traduce en la redacción y contenido de los contratos del Financiamiento —en adelante, “Documentos del Financiamiento”—.

Más adelante veremos que un importante componente de esto último se refleja en el contenido de las declaraciones y aseveraciones —*representations and warranties*— de la SPV y, de ser el caso, de los promotores y terceros, en los Documentos del Financiamiento y las consecuencias que tendría si se determinara su falsedad o inexactitud.

- (f) El Financiamiento de Proyectos es sin recursos contra los promotores —*sponsors*—, o con recursos limitados. Ello significa que los promotores no asumen responsabilidad por el pago de la deuda del *Project Finance*. Su responsabilidad está limitada al capital que aporten a la SPV y a las garantías que otorguen a los Prestamistas —generalmente solo garantía mobiliaria sobre sus acciones en la SPV—, pero no abarca la totalidad de la deuda y no comprometen recursos o bienes propios —distintos a sus acciones en la SPV—.

III. ESTRUCTURA DE LOS CONTRATOS DE PRÉSTAMO

Los contratos de préstamo en las operaciones de *Project Finance* están sujetos, en la mayoría de casos cuando se financian Proyectos en el Perú, a las leyes del estado de Nueva York. Ello obedece a que dicha jurisdicción tiene leyes

comerciales bien desarrolladas y las entidades financieras internacionales que participan en este tipo de grandes financiamientos tienen mayor confianza en dichas normas y cortes que en las peruanas, para efectos de asegurar el cumplimiento de las obligaciones y proteger los derechos de las partes. Asimismo, las entidades financieras peruanas que suelen también participar prestando dinero junto con las entidades financieras internacionales están autorizadas y acostumbradas a someter este tipo de contratos de financiamiento a leyes distintas a las peruanas. Entonces, por razones de mayor seguridad jurídica y eventual ejecutabilidad, se prefiere recurrir a leyes y cortes extranjeras y no a las peruanas.

Adicionalmente, es importante mencionar que el régimen legal peruano permite que se sometan a leyes extranjeras contratos cuyo objeto se desarrollará, total o parcialmente, en el Perú y que los contratos sujetos a ley extranjera sean ejecutables en el Perú.³ Entendemos que lo mismo no se da necesariamente en todas las jurisdicciones, pero en el caso del Perú sí funciona así y ello representa una ventaja para desarrollar en nuestro país operaciones de *Project Finance* con la participación de importantes entidades financieras internacionales.

Al estar sujetos a ley extranjera, los contratos de préstamo presentan una estructura que viene dada por la práctica internacional y la exigencia de las entidades financieras internacionales que intervienen en los Financiamiento de Proyectos de gran envergadura.

La estructura recurrente es la siguiente:

- (a) Definiciones. Se definen los términos que se utilizan en el contrato, para darles los significados precisos y para permitir una lectura más dinámica del texto mismo.
- (b) Términos económicos del préstamo: Se regulan los desembolsos del préstamo, la tasa de interés, el cronograma de pagos de inte-

3. Artículos 2060, 2095, 2096, 2102, 2104, 2106 del Código Civil, así como tratados internacionales aplicables.

reses y de principal, los prepagos voluntarios y obligatorios, las comisiones, los impuestos aplicables y algunos aspectos adicionales.

- (c) **Condiciones Precedentes:** Son las condiciones a las que se sujeta la realización del primer desembolso del préstamo y, posteriormente, cada uno de los desembolsos.

Una de dichas condiciones es típicamente que las declaraciones y aseveraciones —*representations and warranties*— contenidas en el contrato de préstamo y en los demás Documentos del Financiamiento sigan siendo veraces y correctas al momento de cada desembolso. Esto constituye una ratificación de las declaraciones y aseveraciones en el momento de cada pedido de desembolso del préstamo. Entonces, si se determinara que alguna de las declaraciones y aseveraciones no fue veraz o correcta al momento en que se dio —esto es, cuando se firmó el contrato de préstamo— o deviniera en falsa, incorrecta o inexacta posteriormente, una de las consecuencias es que los Prestamistas no estarán obligados a desembolsar el préstamo si es que no dispensan el incumplimiento.

Declaraciones y aseveraciones —*representations and warranties*—: Son declaraciones que hace la SPV respecto de sí misma y con respecto al Proyecto. Como se ha explicado antes, la SPV es una sociedad nueva que no ha realizado operaciones en el pasado sino que recién desarrollará y luego operará el Proyecto, por lo cual las declaraciones no pueden limitarse a la SPV.

Las declaraciones y aseveraciones refuerzan la auditoría legal y financiera —*due diligence*— realizada por los Prestamistas, a través de sus asesores, antes de la firma del contrato de préstamo. En efecto, en las declaraciones del contrato de préstamo el receptor del financiamiento —la SPV— declara y asevera los temas que los Prestamistas necesitan que sean declarados para tener mayor certeza sobre los temas relevantes.

Si se determina que una o más declaraciones y aseveraciones era falsa o inexacta, se gatillan consecuencias bajo el contrato de préstamo. Una de ellas es que, si todavía no se han realizado todos los desembolsos del préstamo, los Prestamistas no estarán obligados a realizar mayores desembolsos. Otra consecuencia es que la falsedad o inexactitud de declaraciones y aseveraciones constituye un evento de incumplimiento, que puede dar lugar a la aceleración de la totalidad del préstamo pendiente de pago, para lo cual los acreedores pueden ejecutar una o más de las garantías del Financiamiento.

Constituyen así consecuencias que tienen el potencial de ser bastante graves, porque otorgan a los acreedores herramientas potentes. Por ello, la SPV y los promotores deben tener sumo cuidado con estar seguro de que todas las declaraciones y aseveraciones que otorguen en el contrato de préstamo y los demás Documentos del Financiamiento sean verdaderas, correctas y exactas al momento de darlas, y mantengan esa condición en todo momento —especialmente cada vez que se requiera un desembolso—.

En el capítulo IV, desarrollaremos las principales declaraciones y aseveraciones que se otorgan en operaciones de *Project Finance*. En el capítulo V, se explican las consecuencias de *misrepresentations*.

- (e) **Obligaciones de hacer —covenants—:** Son las obligaciones asumidas por el Prestatario, de realizar determinados actos mientras el crédito se encuentre pendiente de cancelación total.

Un componente importante lo constituyen las obligaciones de proporcionar información a los Prestamistas, tanto de manera periódica —como ocurre con la información financiera, información sobre avances del Proyecto en diversos ámbitos, proporcionar informes periódicos, presupuestos anuales, etcétera—, como de manera esporádica —por ejemplo, sobre la celebración o termina-

ción de contratos relevantes, sobre el inicio o conclusión de procesos judiciales, arbitrales o procedimientos administrativos significativos, sobre obtención o pérdida de autorizaciones, sobre circunstancias de caso fortuito o fuerza mayor, sobre notificación de autoridades gubernamentales, etcétera—. Vinculado a lo anterior está la obligación de permitir inspecciones periódicas u occasioales de aspectos del Proyecto o de información contable y financiera por los Prestamistas o expertos contratados por éstos.

Adicionalmente, se establecen obligaciones tales como constituir y mantener vigentes las garantías, contratar y mantener vigentes las coberturas de seguro necesarias, obtener y conservar las autorizaciones, licencias y permisos, cumplir con el pago de tributos, cumplir en general con las normas aplicables a la SPV y al Proyecto, celebrar y mantener vigentes los contratos materiales del Proyecto, mantener con rango privilegiado el crédito del *Project Finance*, y otras más específicas de cada Proyecto.

- (f) **Obligaciones de no hacer —negative covenants—:** La finalidad de estas obligaciones es evitar que el Prestatario incurra en situaciones que puedan afectar su patrimonio o solvencia, y con ello menoscabar potencialmente su capacidad de pago de la deuda.

Las obligaciones de no hacer que están presentes en prácticamente todas las operaciones de *Project Finance* son limitaciones de endeudamiento, prohibiciones de constituir garantías sobre sus bienes y derechos en respaldo de obligaciones distintas a la del *Project Finance*, prohibiciones de enajenar ciertos bienes y derechos⁴, limitaciones a realizar ciertas inversiones, limitaciones a otorgar préstamos —especialmente a partes vinculadas—, restricciones a la distribución de dividendos y

-
4. En contratos sujetos a ley peruana este podría considerarse un pacto nulo, pero no es el objeto de este texto analizar ese tema.
5. Sobre este tema volveremos en el capítulo V de este artículo.

al repago de préstamos de vinculadas —especialmente antes de que comience la operación comercial del Proyecto—, limitaciones a la realización de gastos, necesidad de autorización de los Prestamistas para que se modifiquen los contratos materiales del Proyecto, prohibición de adoptar ciertos acuerdos societarios relevantes tales como reorganizaciones societarias y, por supuesto, disolución y liquidación.

- (g) **Obligaciones financieras:** Son las regulaciones que obligan al Prestatario a conservar determinados ratios necesarios para mantener una situación financiera que le permita pagar los intereses y el principal de la deuda del *Project Finance* en el momento y los importes que corresponda.

- (h) **Eventos de incumplimiento y consecuencias:** Son los hechos establecidos expresamente en el contrato de préstamo que, si se materializan y no son subsanados por el Prestatario en el plazo previsto —en los supuestos de incumplimiento que sean pasibles de subsanación—, acarrean que los Prestamistas consideren que se produjo un incumplimiento de las obligaciones, lo cual podría gatillar consecuencias.

El incumplimiento más común es la falta de pago de alguna cuota de principal y/o intereses del préstamo. Otros incumplimientos comunes son:

- Que se determine que una o más de las declaraciones y aseveraciones —*representations and warranties*— del Prestatario fueron falsas o inexactas cuando se hicieron o cuando se ratificaron⁵.
- Que el Prestatario devenga en insolvente, inicie un procedimiento concursal o similar o un procedimiento de esa naturaleza sea iniciado contra el Prestatario.

- iii. Que se emitan resoluciones judiciales, arbitrales o administrativas finales que obliguen al Prestatario a pagar cierta cantidad de dinero significativa.
 - iv. Que el Prestatario incurra en incumplimiento de determinados contratos relevantes —*cross default*—.
 - v. Que alguna contraparte del Prestatario en un contrato acelere las obligaciones de pago del Prestatario bajo dicho contrato —*cross acceleration*—.
 - vi. Que se resuelvan determinados contratos relevantes —a modo de ejemplos, el contrato de concesión, un contrato de compraventa de energía en el caso de proyectos de generación eléctrica, un contrato de compraventa de minerales, *offtake agreement*, en el caso de proyectos mineros, etcétera—.
 - vii. Afectación de las garantías.
 - viii. Actos expropiatorios contra el Prestatario, los promotores y/o bienes del Proyecto.
 - ix. Ocurrencia de hechos que constituyan caso fortuito o fuerza mayor.
 - x. No obtención o pérdida de autorizaciones, licencias o permisos relevantes para el Proyecto.
 - xi. Que se prohíba legalmente el pago de obligaciones en moneda extranjera.
 - xii. Que ocurran determinados hechos vinculados a delitos de corrupción, lavado de activos o financiamiento del terrorismo.
 - xiii. En general, el incumplimiento de las obligaciones de hacer, no hacer o financieras establecidas en el contrato de préstamo.
- La consecuencia de la ocurrencia de uno o más eventos de incumplimiento es que

6. E.R. Yescombe, "Principles of Project Finance", Yescombe Consulting Ltd., London, U.K., Academic Press, 2002, página 314: "In effect, the representations and warranties are a check list of the key elements that lenders need to review in their due diligence to confirm that they are satisfied with the risks of the financing."

7. Scott L. Hoffman, "The Law and Business of International Project Finance", Kluwer Law International, 1998, página 192: "Facts are traditionally materialized in a section of the contract called representations and warranties section. It is here that the contracting parties in a project financing can determine whether the elements necessary to support a project financing exist. Thus, the representations and warranty section of project contracts, including project loan agreements, serves as important role in the project due diligence process (...)".

los Prestamistas pueden decidir resolver el contrato de préstamo y acelerar las obligaciones pendientes de pago. Podrán decidir ejecutar una o más de las garantías si no reciben el pago de las obligaciones aceleradas. Naturalmente, también pueden buscar soluciones menos radicales ante la ocurrencia de un evento de incumplimiento. Como podría ser dispensar al Prestatario el incumplimiento, exigir el pago parcial de las obligaciones, sustituir al Prestatario por otro que siga desarrollando el Proyecto u otras.

IV. DECLARACIONES Y ASEVERACIONES

Como explicamos en el capítulo III, uno de los componentes de la estructura de los Documentos del Financiamiento en *Project Finance* son las declaraciones y aseveraciones del Prestatario —*representations and warranties*—.

Como explica E.R. Yescombe, las declaraciones y aseveraciones son un *check list* de los elementos principales que los Prestamistas deben revisar en su *due diligence* para confirmar que están satisfechos con los riesgos del financiamiento.⁶ Scott L. Hoffman señala que los hechos "*facts*" quedan plasmados en la cláusula contractual denominada "*representations and warranties*", que es donde las partes —Prestatario y Prestamistas— pueden determinar si los elementos necesarios para el Financiamiento del Proyecto están presentes. Sirve así un importante rol en el proceso de *due diligence*, ya que permite a los Prestamistas determinar si el Prestatario puede o no declarar ciertos hechos que son cruciales —por ejemplo, que cuenta con todos o parte importante de los derechos sobre inmuebles; o con todas o algunas de las autorizaciones gubernamentales para construir el Proyecto—.⁷ Esto,

a su vez, permite fortalecer la percepción de los Prestamistas sobre la bancabilidad del Proyecto y, en consecuencia, su decisión de financiarlo.

Al respecto, es importante destacar que los *representations and warranties* sirven como complemento al *due diligence* realizado por los Prestamistas antes de suscribir los Documentos del Financiamiento. En efecto, las declaraciones y aseveraciones en los Documentos del Financiamiento sirven para confirmar las conclusiones del *due diligence*; tener declaraciones respecto de los temas que hayan quedado sin verificación o plena confirmación en el *due diligence*; y tener declaraciones de los obligados respecto de los asuntos revisados y analizados en el *due diligence*.

A continuación, se describen las declaraciones y aseveraciones —*representations and warranties*— de los Prestatarios que se incluyen en los contratos de crédito de Financiamientos de Proyectos⁸:

(a) Status legal: Que el Prestatario es una sociedad debidamente constituida y en funcionamiento conforme a las normas legales de su jurisdicción. Este se encuentra legalmente autorizado para realizar las actividades de su objeto social, y al día en el cumplimiento de las obligaciones necesarias para mantener su existencia corporativa —es decir, pago de impuestos, inexistencia de situación de insolvencia e irregularidad, presentación de declaraciones tributarias, etcétera—. Asimismo, que no se dedica a actividades distintas a las vinculadas al Proyecto —esto es, que se trata de una SPV—.

En esta declaración, también se suele incluir que las acciones representativas del capital social del Prestatario han sido válidamente emitidas, son de titularidad de quienes indica la matrícula de acciones —es decir, los promotores de manera mayoritaria o úni-

ca—, y se encuentran libres de cargas, gravámenes y/o restricciones a su afectación en garantía a favor de los Prestamistas.

En adición a exigir siempre esta declaración del Prestatario, los Prestamistas exigen que sus abogados y los abogados del Prestatario cubran este tema en sus respectivas opiniones legales.

(b) Autorizaciones para el Financiamiento: Que el Prestatario cuenta con las autorizaciones corporativas y legales; encontrándose habilitado para suscribir los Documentos del Financiamiento de los que es parte, asumir las obligaciones derivadas de dichos contratos, contraer la deuda del Financiamiento del Proyecto y constituir garantías en respaldo de dicha deuda.

El hecho de que esto se tenga que declarar, no enerva que los Prestamistas y sus abogados tengan que revisar cuidadosamente los acuerdos corporativos que aprueban la suscripción de los Documentos del Financiamiento y otorguen los poderes para hacerlo. Además de ello, se emiten opiniones legales sobre esto por parte de los abogados de los Prestamistas y del Prestatario.

(c) Validez de los Contratos del Financiamiento: Que el contrato de crédito y los demás Documentos del Financiamiento son legalmente válidos y vinculantes, generando obligaciones ejecutables contra el Prestatario y/o los demás obligados —por ejemplo, los promotores— de acuerdo con sus términos.

En adición a esta declaración del Prestatario, los abogados de los Prestamistas y del Prestatario emiten opiniones legales que cubren este tema.

(d) Consentimientos y no contravención: Que se han obtenido todas las autorizaciones,

8. Este listado no pretende ser taxativo, ya que existirán declaraciones específicas dependiendo del tipo de Proyecto que sea objeto del financiamiento.

consentimientos y aprobaciones de autoridades gubernamentales y/o de otros terceros para la válida celebración de los Documentos del Financiamiento y la asunción de las obligaciones contempladas en ellos. O, en su defecto, que no se requieren.

Asimismo, se declara que la suscripción de los Documentos del Financiamiento no contraviene obligaciones legales, contractuales ni órdenes judiciales, administrativas o arbitrales vinculantes para el Prestatario.

(e) Bienes y Gravámenes: Que el Prestatario tiene derechos válidos sobre los bienes necesarios para el desarrollo, construcción y operación del Proyecto, así como sobre los bienes respecto de los cuales constituye garantías a favor de los Prestamistas. Asimismo, que dichos bienes y derechos están libres de cargas, gravámenes o cualesquiera afectaciones que pudieran suponer que se pierdan para el Prestatario y el Proyecto y/o que impidan que los Prestamistas tengan garantías perfectas —primeras, preferentes y ejecutables—.

(f) Litigios: Que no existen procesos judiciales, arbitrales o administrativos contenciosos en contra del Prestatario y/o que pudieran afectar sus bienes, derechos y/o al Proyecto. También, que el Prestatario no tiene conocimiento sobre riesgos de que se inicien procesos de ese tipo. Asimismo, se declara que no existen órdenes judiciales, administrativas o arbitrales contra el Prestatario —o que pudieran afectar sus bienes, derechos y/o el Proyecto— que se encuentren pendientes de cumplimiento.

Debido a la naturaleza de SPV del Prestatario, es frecuente que no existan procesos en curso u órdenes pendientes de cumplimiento. En caso si existieran, se tienen que revelar como excepción a esta declaración —indicando que, salvo por los procesos u órdenes que se listan, no existen otros—.

Esta declaración es especialmente relevan-

te en Financiamientos de Proyectos, porque la existencia de procesos materiales puede impactar en el desarrollo del Proyecto, la generación de flujos futuros, los bienes objeto de garantías, etcétera.

Si bien los aspectos procesales son parte fundamental del *due diligence* legal que los abogados de los Prestamistas realizan antes de que se firmen los Documentos de la Transacción, los hallazgos o conclusiones de dicha auditoría se ven reforzados con esta declaración que está presente en todos los contratos de crédito en Financiamientos de Proyectos. Ello es importante, porque el *due diligence* se realiza sobre la base de la información procesal que proporcione el Prestatario y los promotores, pero no es posible para los Prestamistas y sus asesores verificar con certeza absoluta que se haya revelado toda la información procesal importante.

(g) Contratos materiales: Que los contratos materiales del Proyecto, de los que es parte el Prestatario, han sido debidamente firmados por el Prestatario y sus contrapartes. En ese sentido, constituyen contratos válidos, vinculantes y ejecutables conforme a sus términos, que se encuentran vigentes y que el Prestatario y sus contrapartes están al día en el cumplimiento de sus términos y condiciones.

Esta declaración es particularmente importante en Financiamientos de Proyectos, ya que la viabilidad del Proyecto —y por ende, la generación de los flujos futuros necesarios para el repago de la deuda— depende de que ciertos contratos materiales existan, sean válidos, vinculantes y ejecutables.

Esta declaración complementa y refuerza el análisis de los contratos materiales del Proyecto que hacen antes de la firma de los Documentos del Financiamiento los Prestamistas y sus abogados en el marco del *due diligence* legal, así como la opinión legal que deben emitir los abogados de los

Prestamistas y del Prestatario cubriendo los contratos materiales del Proyecto.

(h) Cumplimiento de obligaciones laborales: El Prestatario declara que cumple con las obligaciones que le imponen las normas laborales aplicables, que no existen procesos o procedimientos contenciosos en materia laboral —salvo las excepciones que se revelen, lo cual es inusual cuando el Prestatario es una SPV como comúnmente ocurre—, que no hay ni hubo huelgas o paralizaciones de labores, etcétera.

Esta declaración está normalmente sujeta al concepto de materialidad, porque en el Perú existe un sinnúmero de obligaciones laborales menores que de no cumplirse al pie de la letra generarían contingencias menores. Esto es, poco relevantes en términos de impacto negativo para el Proyecto y de riesgo de incobrabilidad de los créditos del Financiamiento del Proyecto.

Esta declaración también complementa y refuerza el *due diligence* previo de los Prestamistas en materia laboral, el cual se realiza sobre la base de la información laboral que proporcionen el Prestatario y los promotores, pero no se puede verificar de manera independiente.

(i) Cumplimiento de obligaciones tributarias: El Prestatario declara que cumple con las obligaciones que le imponen las normas tributarias aplicables, que no existen procesos o procedimientos contenciosos en materia tributaria —salvo las excepciones que se revelen, lo cual es inusual cuando el Prestatario es una SPV como comúnmente ocurre—.

Esta declaración también está normalmente sujeta al concepto de materialidad; por la enorme normativa que existe en materia tributaria que, en la práctica, puede producir incumplimientos que no conllevarían consecuencias relevantes para el Proyecto y su financiamiento. Asimismo, se suelen exceptuar las obligaciones tributarias cuya

exigencia esté siendo disputada de buena fe por el Prestatario en el correspondiente procedimiento administrativo o judicial.

Esta declaración también es complementaria y refuerza el *due diligence* previo de los Prestamistas en materia tributaria, el cual se realiza sobre la base de la información que proporcionen el Prestatario y los promotores, pero no se puede verificar de manera independiente.

(j) Cumplimiento de normas legales en general: A veces se incluye esta declaración como “cajón de sastre”, pero generalmente los abogados del Prestatario buscan evitar que se incluya dada su amplitud. Por ello, cuando en los contratos de crédito se incluye esta declaración amplia, se encuentra matizada por el concepto de materialidad a fin de limitarla al cumplimiento de las normas legales que sean más relevantes y cuyo incumplimiento no tenga razonablemente la posibilidad de generar efectos materiales adversos para el Prestatario, el Proyecto y los derechos de los Prestamistas.

(k) Anti-corrupción y anti-lavado de activos: Esta declaración que se exige en todos los Financiamientos de Proyectos —y en todos los financiamientos en general— parte generalmente de una propuesta muy amplia de los Prestamistas, cuyos alcances son luego negociados porque los Prestatarios difícilmente acepten brindar declaraciones tan amplias que abarquen asuntos fuera de su esfera de conocimiento y control.

Por ejemplo, los planteamientos de los Prestamistas abarcan no solo al Prestatario —que, cuando es una SPV, no tiene un historial en el que puedan haber ocurrido mayores actos de este tipo— sino a sus promotores y a todo el grupo económico al que pertenecen los promotores y el Prestatario. Y buscan, también, comprender cualquier acto en cualquier jurisdicción donde operen los promotores o su grupo económico.

Como seguramente imagina el lector, esta es una de las declaraciones que más se negocia, por la razón que se parte de posiciones bastante antagónicas en cuanto a sus alcances. Los puntos de encuentro varían en cada operación, en función de la capacidad negociadora de cada parte.

(l) Estados financieros: Se declara que los estados financieros del Prestatario entregados a los Prestamistas fueron preparados siguiendo las normas internacionales de información financiera —por sus siglas en inglés, IFRS—, presentan fielmente la situación financiera del Prestatario a la fecha de corte de dichos estados financieros y no existen pasivos que no estén reflejados en la información financiera.

(m) Inexistencia de otras deudas preferentes: Se declara que las obligaciones del Prestatario frente a los Prestamistas son preferentes —*senior*—, incondicionales y no se encuentran subordinadas en rango a otras obligaciones del Prestatario.

En el caso de Prestatarios peruanos, en esta declaración se exceptúan las obligaciones que constitucionalmente tienen primer rango —como son las obligaciones laborales y pensionarias— y las obligaciones en las que eventualmente incurra el Prestatario bajo el contrato de concesión que, de ser el caso, haya celebrado respecto del Proyecto.

(n) Autorizaciones, licencias y permisos: Esta declaración tiene como finalidad identificar las autorizaciones, licencias y permisos —conjuntamente, los “Permisos”— que se necesitan para cada etapa del Proyecto. Esto es, para su desarrollo, construcción y operación.

En ese sentido, la declaración se divide generalmente de la siguiente forma. Primero, se declara que los Permisos con los que ya se cuenta han sido válidamente obtenidos, se encuentran vigentes y son eficaces, no estando sujetos a condiciones, modificaciones, mayores procedimientos o cues-

tionamientos de cualquier clase. Posteriormente, que con respecto a los Permisos que se requieren para etapas posteriores del Proyecto —esto es, luego de la firma de los Documentos del Financiamiento, que ocurre generalmente en la fase de desarrollo inicial—, el Prestatario no tiene razones para dudar que dichos Permisos se obtendrán cuando corresponda, los cuales en su momento serán también válidos, eficaces y vinculantes.

Usualmente, esta declaración viene acompañada de listados de los Permisos que ya se hayan obtenido a la fecha de firma del contrato de crédito y de los Permisos que se deberán obtener para cada fase del Proyecto.

Esta declaración refuerza el análisis de bancabilidad, el *due diligence* y las opiniones legales.

(o) Seguros: el Prestatario declara que ha contratado los seguros necesarios para proteger los bienes del Proyecto, a satisfacción de los Prestamistas. Esta declaración refuerza el *due diligence* específico en materia de seguros que se realiza en Financiamientos de Proyectos, donde se ve involucrada una firma de asesoría especializada en esta materia.

(p) Documentos de Garantía: El Prestatario declara que tiene derechos válidos sobre los bienes y derechos que ha otorgado en garantía a favor de los Prestamistas; que no ha constituido sobre dichos bienes y derechos otras garantías y que no existen otras afectaciones sobre ellos; que los documentos de garantía han sido debidamente suscritos, son válidos, eficaces, vinculantes y ejecutables conforme a sus términos; y que se han presentado las solicitudes de inscripción registral de las garantías inscribibles —o que se han tomado las acciones para presentar las solicitudes de inscripción en los plazos establecidos—.

Esta declaración también refuerza el *due diligence* de los abogados de los Prestamistas

y las opiniones legales que emiten los abogados de los Prestamistas y del Prestatario, que deben cubrir los contratos de garantía.

(q) Subsidiarias y otros negocios: Se declara que el Prestatario no es titular de acciones o participaciones en otras sociedades, que no tiene subsidiarias y que no es parte de acuerdos de colaboración empresarial —*joint ventures*, consorcios, asociaciones en participación, etcétera—.

Esta declaración refuerza que el Prestatario sea una sociedad de propósito exclusivo, que no tenga actividades, negocios o activos que no estén estrictamente vinculados al Proyecto. Así, sus riesgos se encuentren debidamente aislados de los riesgos de otras empresas, emprendimientos y actividades.

(r) No inmunidad: Suele incluirse una declaración en el sentido que el Prestatario está sujeto a la legislación civil y comercial con respecto a sus obligaciones derivadas del *Project Finance*. No estando el Prestatario, los promotores y otros obligados, ni sus respectivos bienes y derechos, sujetos a cualquier tipo de inmunidad que pudiera comprometer o complicar las acciones de cobranza de la deuda y/o ejecución de garantías por parte de los Prestamistas.

(s) Entrada en operación del Proyecto: A veces se incluye como declaración del Prestatario que el Proyecto entrará en operación en la fecha máxima establecida para ello, salvo que ocurran circunstancias que constituyan caso fortuito o fuerza mayor. Otras veces esto constituye una obligación de hacer —*covenant*— y no una declaración.

9. Al respecto, al estar el contrato de crédito sujeto a ley extranjera y a cortes extranjeras, las consecuencias de incumplimientos de declaraciones y aseveraciones se regulan por lo establecido en dicho contrato, en la ley extranjera y en función a lo que resuelvan las cortes competentes.

10. Hoffman, Op.Cit., página 193: “To be actionable, a misrepresentation must be an intentional false representation of a material fact, the contracting party must have had knowledge that the fact was false or the representation must have been made with reckless disregard for accuracy, the contracting party must have been induced into the contract by that fact, and damages must be proximately related to the fact misrepresented.”

V. CONFIGURACIÓN Y CONSECUENCIAS DE LOS MISREPS

Dada la enorme relevancia que tienen las declaraciones y aseveraciones que otorgan el Prestatario y los promotores; si se comprueba que una declaración no fue veraz y correcta en los términos que fue dada por el Prestatario y/o los promotores, se habrá producido un, así denominado, “*misrepresentation*” —puede traducirse al castellano como tergiversación o mala declaración—, el cual gatilla consecuencias graves previstas en el contrato de crédito.

Entendemos, en base a lo que comentan autores anglosajones y a nuestra experiencia trabajando en esta clase de operaciones con estudios de abogados de Nueva York⁹, que para ser accionable como *misrepresentation* debe comprobarse que el declarante tuvo conocimiento de que el hecho declarado era falso o incorrecto o que la declaración haya sido hecha sin importarle si era veraz y correcta, habiendo inducido a la otra parte a firmar el contrato en base a la confianza en el hecho declarado.¹⁰

Una de las consecuencias de los *misrepresentations* es que, si todavía quedan desembolsos del préstamo por hacerse, los Prestamistas suspenden dichos desembolsos. Es así, que una de las condiciones precedentes típicas para la realización de desembolsos de dinero en Financiamientos de Proyectos es que el Prestatario y/o los promotores ratifiquen que las declaraciones y aseveraciones que otorgaron al momento de firmarse los Documentos del Financiamiento —es decir, contrato de crédito, contratos de soporte de capital, contratos de garantía, etcétera— continúan siendo veraces, correctas y completas —excepto las declaraciones específicamente circunscritas al momento en que

fueron dadas originalmente—. En tal sentido, si el Prestatario y/o los promotores tienen conocimiento de que una o más declaraciones ya no puede ser dada de la misma manera —esto es, ya no es cierto algún hecho que se declaró—, deben informarlo a los Prestamistas. Estos últimos pueden, en base a ello, decidir si suspenden los siguientes desembolsos o si aceptan desembolsar pese a que la declaración no se ha podido ratificar en los mismos términos.

Si el Prestatario y/o los promotores no informan sobre la situación antes descrita a los Prestamistas y, más bien, ratifican la declaración pese a que saben que no es cierta —o, por lo menos, no están seguros de su veracidad— habrán incurrido en una declaración falsa o inexacta. Lo mismo ocurrirá, por supuesto, si al momento de la firma de los Documentos del Financiamiento el Prestatario y/o los promotores brindan una declaración que saben o deberían saber, actuando razonablemente y de buena fe, que no es verdadera, correcta y/o completa. En estos supuestos, se habrá incurrido en un *misrepresentation*, y ello constituye en los contratos de crédito eventos de incumplimiento y aceleración del crédito.

Cuando se determina que ocurrieron *misrepresentations*, los Prestamistas tienen una serie de herramientas a la mano. Pueden exigir al Prestatario el pago inmediato de todo el dinero adeudado —principal más intereses devengados y por devengarse— más las penalidades que correspondan, utilizando las protecciones que les proporciona la estructura del *Project Finance*. En este orden de ideas, pueden proceder con la ejecución de los pagarés, con la ejecución de una o más de las garantías constituidas sobre los bienes y derechos del Prestatario, y sobre las acciones de la SPV de titularidad de los promotores.

Lo anterior puede configurar la terminación —muerte— del Proyecto. Aunque en la práctica los Prestamistas preferirán, por lo general,

encontrar una solución que pase por sustituir al Prestatario y los promotores como desarrolladores y ejecutores del Proyecto, para que el Proyecto continúe. Al respecto, Yescombe comenta que los Prestamistas suelen alegar en las negociaciones que no usarán automáticamente eventos de incumplimientos para destruir el Proyecto sino que intentarán llegar a un acuerdo consensuado. Pero, que en la práctica, luego de la ocurrencia de un evento de incumplimiento —por ejemplo por un *misrepresentation*— los Prestamistas tienen mayor fuerza negociadora que el Prestatario y los promotores, pues aquellos serán los que decidan el destino del Proyecto y su financiamiento.¹¹

VI. EXCLUSIONES Y MITIGANTES

Debido a las graves consecuencias que puede tener un *misrepresentation*, los Prestatarios y promotores tienen que tener sumo cuidado con el contenido de sus declaraciones, para estar seguros de que todo lo declarado sea verdadero, exacto y completo.

Adicionalmente, los abogados de los Prestatarios y promotores tienen que intentar que las declaraciones que otorgan tengan ciertas exclusiones o mitigantes de responsabilidad.

En el caso de algunos *misrepresentations*, el evento de incumplimiento y aceleración se produce de manera automática, como ocurre cuando se trata de declaraciones que, para los Prestamistas, califican como fundamentales o cuando la mala declaración solo cabe medianamente dolo o culpa inexcusable del declarante. En otros casos, se puede dar una discusión sobre si la falta de veracidad o corrección de una declaración es menor o es material. El Prestatario y los promotores intentarán argumentar que no existe materialidad que amerite declarar un evento de incumplimiento. En ese supuesto, se producirá una discusión entre la parte presta-

taria y los Prestamistas, en la que estos últimos suelen tener cierta ventaja, porque son los que determinarán si se ha producido un evento de incumplimiento o no.

También, puede ocurrir que una declaración falsa se “corrija” posteriormente, pese a que comúnmente se sostiene que no cabe remediar *misrepresentations*, lo cual a nuestro entender no es del todo correcto. Puede que el hecho declarado no haya sido correcto cuando se declaró, pero se haya vuelto cierto en el camino sin haber causado daños en el ínterin a los Prestamistas y al Proyecto. Por ejemplo, si se declaró que se contaba con ciertos permisos o derechos que no se tenían al momento de la declaración original, pero se obtuvieron algún tiempo después.

Los mitigantes más comunes son:

- (a) Las calificaciones de “materialidad”, para que las declaraciones se circunscriban a aspectos materiales. De modo que si una declaración no fue totalmente correcta, pero ello no conllevara impactos negativos importantes, no se configure un *misrepresentation*.
- (b) Las calificaciones basadas en “conocimiento”, en virtud de las cuales algunas declaraciones están sujetas al conocimiento que tenga o razonablemente deba tener el declarante al momento de otorgar las declaraciones y en cada momento que estas deban ser ratificadas.

En relación a esta calificación basada en “conocimiento”, los Prestatarios se muestran generalmente reacios a aceptar que se configure un evento de incumplimiento si existen *misrepresentations* respecto de declaraciones que no sean del Prestatario sino de otras partes, como por ejemplo de contrapartes en contratos materiales del Proyecto. Porque los Prestatarios alegan que no tienen la capacidad de verificar si las declaraciones dadas por terceros son

en toda su extensión verdaderas, correctas, exactas, completas, y no pueden controlar que efectivamente lo sean. Desde la perspectiva de los Prestamistas, sin embargo, las declaraciones que otorguen ciertos actores distintos al Prestatario y los promotores —nuevamente como ejemplo, contrapartes de contratos materiales— son también importantes para el análisis crediticio —viabilidad de que el Proyecto se concluya, opere y genere los flujos necesarios para el repago de la deuda—. Entonces, cuando para los Prestamistas es necesario que los *misrepresentations* de terceros —es decir, distintos al Prestatario y los promotores— constituyan eventos de incumplimiento y la parte prestataria no pueda oponerse a dicha pretensión, se negocia que ello esté debidamente calificado en función de conceptos como conocimiento, control y materialidad o efecto material adverso.

Estas calificaciones son siempre fuertemente negociadas en la sección de *representations and warranties* y de eventos de incumplimiento de los contratos de crédito, porque para los Prestatarios pueden constituir salvavidas y para los Prestamistas pueden constituir camisas de fuerza que les restrinja tomar acciones ante *misrepresentations*. Depende de la fuerza negociadora de cada parte —y de la capacidad argumentativa de sus respectivos abogados— de qué manera se soluciona esta pugna de intereses. Traduciéndose ello en cada una de las declaraciones y aseveraciones que suelen estar presentes en los contratos de financiamientos de Proyectos y en la regulación de los eventos de incumplimiento vinculados a ellas.

Los precedentes de operaciones de *Project Finance* ayudan en las posiciones de las partes, pero no son reglas escritas en piedra porque cada operación tiene sus particularidades. Redundan en la voluntad de las partes contractuales de aceptar o no ciertos temas, con independencia de si han sido aceptados o no en otras operaciones de Financiamiento de Proyectos.

11. E.R. Yescombe, Op. Cit., página 321: “*Lenders always make the point that they will not automatically use events of default to destroy the project (which is seldom in their interests), and that they are just there to get everybody around the table, but obviously once an event of default occurs, the Sponsors and Project Company are at a disadvantage in any discussions that take place with the lenders.*”

El riesgo legal en la compensación bancaria: Una mirada a la Ley de Banca y a las posiciones del Indecopi y el Poder Judicial

**Legal risk in bank compensation: A look at the Banking Law and
the positions of Indecopi and the Judiciary**



RAFAEL PRADO
LITIGIO JUDICIAL Y ARBITRAL

Rafael Prado
Rocío Gómez
Glomira Escudero

Américo Hidalgo
Mercedes Cabrera
Marlán González

Nicolle Rutzke
Michelle López
Carolina Fonseca

Av. Del Pinar 108, Oficina 706
Edificio Vistacorp Chacarilla | Surco

Teléfono: +511 715 1080
Correo electrónico: contacto@rpb.pe

JOHN PINEDA GALARZA

Abogado por la Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas
Máster en Derecho Bancario y Financiero por la Pontificia Universidad Católica del Perú.
Profesor de pregrado y en la maestría de Derecho de Empresa y Derecho Bancario en la
Pontificia Universidad Católica del Perú.

MAYRA CAMPOS ARAGÓN

Abogada por la Universidad de Lima.
Máster en Derecho Bancario y Financiero por la Pontificia Universidad Católica del Perú.



Líderes en Derecho de la Construcción



www.estudiomallma.pe
(+51) 993 478 075
(01) 255 4226

Recibido con fecha 16 de julio de 2024 y aceptado por el Comité Arbitral con fecha 19 de agosto de 2024



SUMARIO:

- I. Introducción.
- II. La regulación del sistema financiero.
 1. El fomento del ahorro.
 2. La garantía del Estado para dicho ahorro.
 3. El contrato de depósito irregular.
- III. Definición y diferencias entre la “remuneración” y la “cuenta de haberes o cuenta sueldo”.
- IV. La autonomía privada en los contratos: compensación legal VS compensación contractual.
 1. Concepto de compensación.
 2. La compensación legal.
 3. La compensación contractual.
 - 3.1. Aprobación de las cláusulas generales.
- V. Una revisión a los pronunciamientos del INDECOPI, el Poder Judicial y el Tribunal Constitucional.
 1. INDECOPI.
 2. Poder Judicial.
 3. Tribunal Constitucional.
- VI. El riesgo legal en la compensación bancaria.
 1. El riesgo y el derecho.
 2. Pilares del riesgo legal.
- VII. Conclusiones.

RESUMEN:

Las normas que regulan el sistema financiero establecen mecanismos para proteger el ahorro del público, amparado por la Constitución Política del Perú. Uno de los referidos mecanismos es la Compensación bancaria, no obstante, en los últimos 15 años se han emitido resoluciones por parte del Indecopi que impide la aplicación práctica de esta figura; y desde hace algunos años también se cuenta con pronunciamientos del poder judicial, en el que se incluye en el análisis la protección constitucional de la remuneración. En el presente artículo se revisarán diversos casos resueltos por dichas instancias.

Palabras clave: Compensación bancaria, compensación contractual, riesgo legal, contrato de depósito irregular, cuenta sueldo, extinción recíproca del crédito.

ABSTRACT:

The financial system regulation establishes mechanisms to protect the public savings, required by the Peruvian Political Constitution. One of those mechanisms is the "Netting". However, in the last 15 years, Indecopi has issued resolutions preventing the application of this provision; and among some years, there have been pronouncements from the Judiciary Entity, that include in their analysis the constitutional protection of salary.

Keywords: Banking netting, contractual netting, legal risk, irregular deposit contract, salary account, reciprocal credit extinction.

I. INTRODUCCIÓN

Imagine usted que se llama Alicia y vive en un país llamado "Maravilla". Es una joven abogada con un hijo de 3 años y después de algún tiempo buscando trabajo es contratada en el prestigioso estudio de abogados "Los amigos de Kelsen". Usted está buscando impresionar a su nuevo jefe, por lo que quiere comprarse un sastre y zapatos de marcas reconocidas; y recuerda que hace un año solicitó al Banco Monopoly una tarjeta de crédito, para lo cual evaluaron sus ingresos, patrimonio y luego de firmar su contrato le entregaron su tarjeta, la cual ahora va a usar para dichas compras y, como es responsable, va a cancelarla en 12 cuotas.

Dos meses después de haber ingresado al estudio, el Presidente de la República del país Maravilla sale en televisión nacional señalando que debido a una pandemia mundial se declara una emergencia sanitaria y con ello se procede a cerrar todos los comercios, a excepción de aquellos que brindan servicios esenciales. Debido a ello, su estudio le comunica que, si bien no reducirán el personal, sí se realizarán ajustes en la remuneración, por lo que ahora le pagarán 50% menos.

Usted se encuentra tranquila, pues con dicho dinero puede mantener a su hijo; aunque no podrá pagar al banco por el consumo realizado con su tarjeta de crédito, por lo que ha decidido dejar de pagarla.

Así, ya van tres meses en el que no ha pagado su deuda por la tarjeta de crédito, por lo que, al ir al banco para retirar su dinero, se llevó con la sorpresa de que no tenía saldo en su cuenta. Al preguntar a su sectorista, le informaron que el Banco Monopoly había procedido a realizar una "extinción recíproca del crédito" a través de la compensación; es decir, el banco, al asumir la posición simultánea de ser acreedor del crédito impago y ser deudor del dinero depositado en su cuenta de haberes, fue compensada de manera recíproca, ello pues la Ley de Banca de dicho país le permite hacerlo, con la finalidad que se pueda recuperar el crédito otorgado; y, con ello, preservar la estabilidad del sistema financiero el cual está conformado por todos los ahorristas del citado país.

Alicia, indignada sobre como el Banco Monopoly pudo compensar la deuda que ella tenía —por sus consumos de tarjeta de crédito— y cobrarse de su cuenta de haberes, demandó al Banco ante el Poder Judicial por falta de idoneidad en el servicio, solicitando que dicho dinero sea reintegrado, pues este corresponde a la remuneración que tiene como abogada y ese dinero lo usa para su manutención y la de su pequeño hijo.

Después de un tiempo, el Poder Judicial resolvió que el Banco Monopoly debe devolver el dinero compensado a Alicia, pues este fue tomado de su cuenta de haberes, es decir, dinero

que proviene de su remuneración —producto de su trabajo—, lo cual es protegido por la Constitución Política de dicho país y, por ello, el banco no podrá compensar su acreencia en tanto el dinero esté en dicha cuenta.

Dos años después, se superó la pandemia y Alicia no solo recuperó el 100% de su remuneración, sino que además fue ascendida con un mayor sueldo. No obstante, se dio cuenta que ahora necesitaba un carro para trasladar a su hijo al colegio, por lo que empezó a ahorrar todo su dinero para dicha compra. Además, sabe que el Banco no podrá compensar su deuda en tanto la remuneración se encuentre en su cuenta de haberes; y, así, Alicia vivió en el país de las Maravillas en el que se permite tomar una deuda y no pagarla.

Sin perjuicio de la historia comentada, se aprecia que el Banco Monopoly forma parte del sistema financiero por lo que está facultado para realizar intermediación financiera —captación y colocación—; ello quiere decir, que el banco recibe dinero de los ahorristas —a través de un contrato de depósito irregular— y lo coloca a través de créditos. En esa línea, queda claro que mucho del dinero que prestan los bancos proviene de los superavitarios —personas de todo nivel socioeconómico—. A su vez, la legislación bancaria permite la compensación con la finalidad de lograr una rápida recuperación del crédito y devolverles a los ahorristas su dinero con la tasa de interés que corresponda. Entonces, si dicha facultad está en la norma y el banco lo aplica buscando la recuperación del dinero de los ahorristas para mantener su solidez; y con ello la solidez del sistema financiero ¿qué pasa cuando el Poder Judicial le dice que no puede compensar el crédito pendiente de pago? ¿habrá algún impacto en el sistema financiero y en la seguridad de los ahorros del público?

Considerando el contexto antes señalado, se presentan los siguientes escenarios al Banco Monopoly: i) tiene acreencias impagadas; ii) la regulación le permite compensar el crédito; iii) tiene un pronunciamiento del Poder Judicial que le dice que no puede hacerlo; iv) en caso que no aplique la compensación podría deteriorar su carte-

ra de créditos —al no recuperar el dinero de los ahorristas— y ser sancionado por el regulador bancario por no activar la citada compensación contemplada en la Ley de Bancos; y, v) podría ser sometido a alguno de los regímenes especiales, como por ejemplo al régimen de vigilancia o intervención por parte del citado regulador.

La historia antes señalada, si bien parece irreal y contradictoria con las obligaciones que asume cada cliente financiero, sí está sucediendo actualmente en el Perú, lo cual expone a las empresas del sistema financiero a riesgos legales vinculados a la normativa de la compensación bancaria, los cuales serán desarrollados a continuación. Al respecto, para entender estos riesgos, primero se revisarán ciertos conceptos jurídicos y lo desarrollado por Basilea, y se terminará aplicando el concepto de riesgo legal del sistema financiero.

II. LA REGULACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO

La finalidad de la regulación bancaria está en función a lo dispuesto por el artículo 87 de la Constitución Política del Perú, el cual señala que el Estado: i) fomenta el ahorro y ii) lo garantiza. En esa línea, a fin de entender a qué se refieren dichos términos, se desarrollará el motivo de su importancia desde un enfoque económico.

1. El fomento del ahorro.

A través del ahorro se busca que las personas puedan acceder a oportunidades de crecimiento personal y profesional. Por ejemplo, obtener un crédito hipotecario para comprar un primer departamento, lo que implica dar una cuota inicial entre el 10% y 20% y el monto restante lo financia el banco; o, ahorrar para comprar un carro a través de un crédito vehicular, para lo cual se debe de pagar la prima y el saldo del precio lo desembolsa el banco.

También a través del ahorro, las personas pueden realizar estudios de especialización —maestrías, diplomados—, logrando con ello un crecimiento personal que podría tener un impacto positivo en el aspecto profesional y a nivel de ingresos.

2. La garantía del Estado para dicho ahorro.

Se busca otorgar mecanismos de protección al ahorro, considerando la importancia personal, familiar o profesional que puede tener en las personas y en la sociedad. Es por ello que, toda la regulación busca garantizar la protección del dinero que administran los bancos, pues es dinero sensible y de gran importancia para los ahorristas, para lo cual se han diseñado redes de protección, siendo una de ellas la existencia del Fondo de Seguros de Depósitos, que permite recuperar el dinero del público ante un supuesto de liquidación de una entidad bancaria.

A su vez, los fondos de los ahorristas sirven como insumo a los bancos para que sean relocalizados a través de préstamos; es decir, asignar el dinero de los que tienen —ahorristas —superavitarios—, a los que no tienen —Prestatarios —deficitarios—. Dicho de forma simple, a través del sistema financiero se logra distribuir los recursos de los superavitarios creando oportunidades en todo el país: por ejemplo, a través de un crédito estudiantil, un padre podrá tener la oportunidad de dar educación a su hijo; o a través de un crédito, una familia podría poner su negocio de emprendimiento. Ello se logra a través de la circulación del dinero llamado intermediación financiera indirecta, y es el rol del Estado —a través de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP —SBS—garantizarlo.

En ese orden de ideas, considerando lo establecido en el artículo 87 de la Constitución Política del Perú, la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP - Ley 26702, en el numeral 11 de su artículo 132, desarrolló las medidas de protección al ahorro, siendo una de ellas la posibilidad de las empresas del sistema financiero —en adelante, “ESF”— de poder compensar entre las acreencias y los activos del deudor.

3. El contrato de depósito irregular.

La captación se da a través del contrato que

celebran las ESF con sus clientes, por el cual los ahorristas entregan su dinero —bien mueble¹— a la empresa, quien los recibe en calidad de depositario.

3.1. Captación: Al respecto, el Código Civil, en el artículo 1829, referido al contrato de depósito irregular, no hace referencia expresa a que el bien, materia del depósito irregular debe ser fungible y consumible —por ejemplo el dinero—, sino que lo importante es determinar si se requiere el consentimiento o no de parte del titular del depósito. De ahí que diversos autores identifiquen el contrato de depósito irregular como un contrato de mutuo.

Por otra parte, en el caso de que el bien, no sea consumible y solo sea fungible se podría hablar de un contrato de comodato.

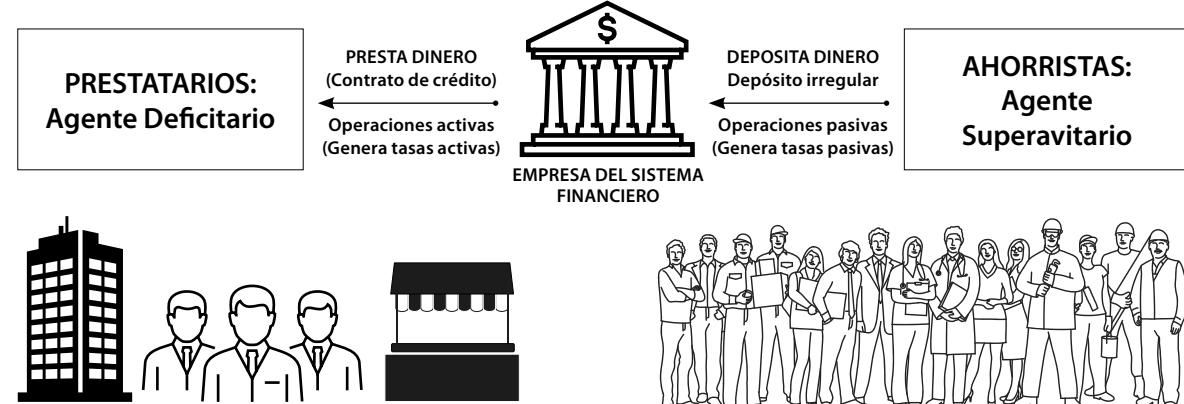
En el caso del dinero, queda claro que es un bien mueble —art. 886 del Código civil—; fungible —que pueden ser sustituidos— y consumible —concepto que se puede aplicar al aspecto físico al tomar una botella de gaseosa; o en el sentido jurídico al usar el dinero—.

Sin perjuicio del debate académico que puede generar el traspaso del dinero y el desplazamiento del dominio en un contrato de depósito regular, para efectos de los ahorros, se toma la posición de que el traslado del dinero a una cuenta bancaria implica el desplazamiento del dominio del dinero, en propiedad, por lo que el banco podrá usarlo para realizar colocaciones

En ese sentido, se entiende que la recepción de dicho dinero se hace en propiedad, por lo que la ESF podrá disponerlo dentro de los alcances de su objeto social relacionado a la intermediación .

3.2. Colocación: la colocación —préstamo— realizado por el banco, se realiza a través del contrato de mutuo, contemplado en el artículo 1648 del Código Civil, en el cual el mutuante —el banco / prestamista— se obliga a entregar al mutuatario —el cliente / prestatario— una determinada can-

Gráfico 1 de Intermediación financiera indirecta.



tidad de dinero —o de bienes consumibles, cuya naturaleza es compatible con el dinero—, con la obligación de que se le devuelvan otros de la misma especie, cantidad o calidad.

En esa línea, se puede apreciar el contrato de mutuo —aplicado al sistema financiero—, donde el objeto es el dinero —un bien que es consumible—, el cual se traslada al cliente con la entrega del dinero —calificado como bien mueble, según el Código Civil—, y con la obligación de realizar un pago de intereses previamente pactado. Con dicha operación el banco adquiere un derecho de crédito.

Es importante, tener en cuenta, que, para efectos del presente artículo, cobra más importancia la parte indicado en el literal 3.1, pues es la que demuestra la propiedad del dinero por parte del banco. Respecto de la parte lo previsto en el presente literal 3.2, se ha desarrollado, solo manera ilustrativa, sobre qué figuras civiles se realiza la operación de captación y colocación.

En base a lo indicado, se parte de la premisa que las ESF mantienen frente a sus ahorristas un contrato de depósito irregular, por el cual la entidad del sistema financiero puede disponer del dinero depositado —dentro del marco de

su objeto social— y debe devolverlo de acuerdo con lo pactado con su cliente. Para mayor detalle, se procede a graficar qué es la intermediación financiera indirecta² (Ver gráfico 1).

Como se puede apreciar, el público ahorrista —los cuales pueden ser de alto, mediano o escasos recursos— deja su dinero en el banco —a través de un contrato de depósito irregular— en calidad de ahorro, lo cual les genera una tasa de interés pasiva; es decir, el banco le paga por dejar su dinero. Por otra parte, el banco, con la finalidad de obtener los recursos para pagar ese interés pasivo, realiza la colocación de dicho dinero mediante el otorgamiento de préstamos, lo cual le genera una tasa de interés activa, siendo esa su principal actividad económica.

III. DEFINICIÓN Y DIFERENCIAS ENTRE LA “REMUNERACIÓN” Y LA “CUENTA DE HABERES O CUENTA SUELDO”

La remuneración es un derecho constitucional, recogido en el artículo 24 de la Constitución Política del Perú, el cual señala que: “*El trabajador tiene derecho a una remuneración equitativa y suficiente, que procure, para él y su familia, el bienestar material y espiritual*”. En esa línea, los trabajadores deben percibir una retribución

2. Según el Glosario de términos de la Ley 26702 se entiende como Intermediación Financiera a la: “Actividad que realizan las empresas del sistema financiero consistente en la captación de fondos bajo cualquier modalidad, y su colocación mediante la realización de cualquiera de las operaciones permitidas en la Ley”.

por parte del empleador por el trabajo o servicio realizado, de naturaleza alimentaria. Así, conforme al Decreto Supremo N° 003-97-TR: “Constituye remuneración para todo efecto legal el íntegro de lo que el trabajador recibe por sus servicios, en dinero o en especie, cualquiera sea la forma o denominación que tenga, siempre que sean de su libre disposición (...).”.

De esta forma, se puede interpretar que la remuneración forma parte de la esfera de propiedad de la persona —el ahorrista—, que es de libre disponibilidad al tener como finalidad el sostenimiento de su esfera personal o familiar, pudiendo ser utilizado por el trabajador a su libre albedrío.

Por otro lado, regulatoriamente no hay una definición o tratamiento especial para la cuenta de haberes o cuenta sueldo que gestionan los bancos, siendo más bien un producto financiero ofrecido por las ESF que brindan —en muchos casos— mejores beneficios a sus clientes ahorristas —por ejemplo, mejores tasas activas y pasivas, puntos, entre otros—, a fin de poder canalizar dichos fondos a través de sus instituciones.

A continuación, se muestra de manera gráfica que el depósito irregular, aunque provenga del ahorro del público o producto de la remuneración por un trabajo realizado —salario—, el banco tomará el dinero de la cuenta, en propiedad, y lo usará, para colocarlo a través de un contrato de crédito —una operación activa, que genera una tasa activa para el banco—. (Ver gráfico 2).

Como se puede apreciar, en cualquier contexto, ya sea un depósito en ahorro o un depósito remunerativo, ambos provienen de un contrato de depósito irregular, lo cual implica que el banco asumirá la responsabilidad de devolver la totalidad de lo depositado —la ESF internaliza el riesgo—.

En ese orden de ideas, se puede apreciar que si bien se reconoce que el trabajador tiene frente a su empleador el derecho a recibir una remuneración producto de la relación laboral que

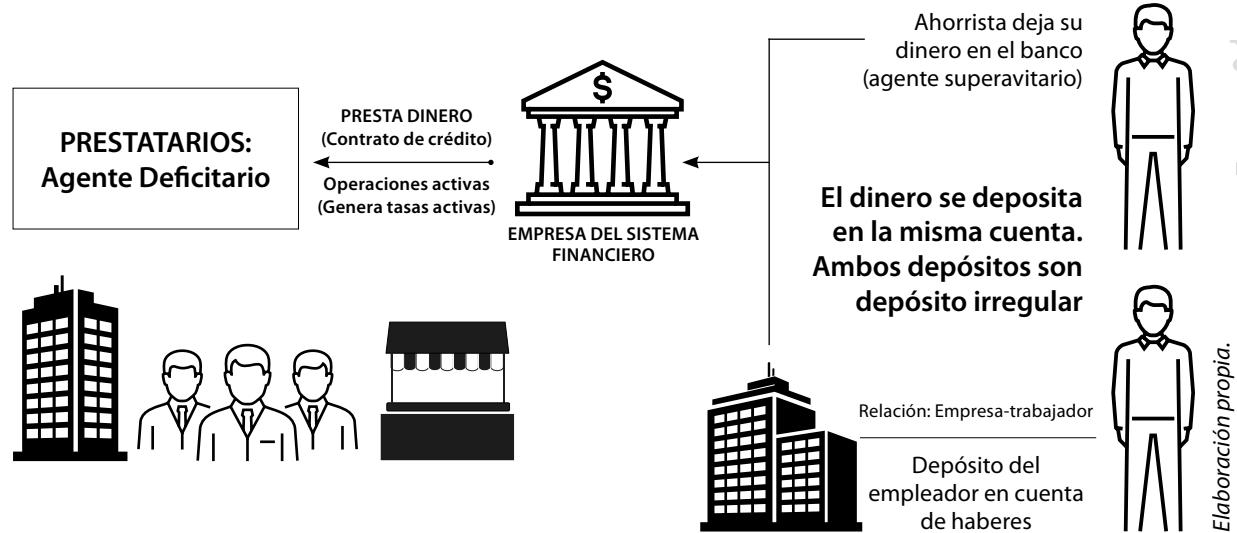
mantienen, la misma que es inembargable, en este escenario existe una relación de trabajador – empleador. No obstante, la cuenta de haberes no tiene “per se” la naturaleza de remuneración, sino que es un producto bancario que se cuelga del contrato de depósito irregular, como estructura jurídica que viabiliza el citado depósito independientemente de su origen: i) que provenga del ahorro del cliente o ii) que provenga del pago de una remuneración.

Si bien en la cuenta bancaria se canalizan los fondos del trabajador, la misma puede recibir dinero de distinta naturaleza o fuentes de ingreso, no habiendo un tratamiento regulatorio especial, resultando peligroso otorgar la calidad de inembargable a fondos de una cuenta bancaria.

Lo antes señalado es importante, pues la cuenta de haberes se crea mediante la contratación que realiza el cliente con la ESF, mediante la firma de un contrato de apertura de cuentas, —contando con los elementos de validez establecidos en el código civil—, el mismo que como se indicó anteriormente tiene naturaleza de un contrato de depósito irregular. En este escenario existe una relación cliente – entidad financiera; y a su vez, es una práctica normal que el cliente financiero use su misma cuenta de haberes para mantener sus ahorros; es decir, sus excedentes, siendo estos los que la Ley de Banca, a través del numeral 11, del artículo 132 busca afectar, con la finalidad de recuperar el dinero del público ahorrista —ver Gráfico 1 en el cual se aprecia que el dinero que el banco presta es de los ahorristas/superavitarios—.

No obstante, en dicho razonamiento hay un elemento adicional que se debería de tener en cuenta, y es que en la citada relación del cliente —ahorrista— que se puede visualizar en el Gráfico 2, se da en el marco de una relación contractual con la ESF, lo cual cobra particular importancia por un aspecto básico de toda relación contractual y es la autonomía que gozan los privados —el banco y el cliente— para pactar lo que desean, lo cual será desarrollado y analizado a continuación.

Gráfico 2: Se muestra que tanto el ahorro como la remuneración son depósitos irregulares.



IV. LA AUTONOMÍA PRIVADA EN LOS CONTRATOS: COMPENSACIÓN LEGAL VS COMPENSACIÓN CONTRACTUAL.

Respecto de la compensación bancaria para entender cómo funciona, primero se debe desarrollar qué es la compensación y posteriormente entender que la compensación bancaria del numeral 11 artículo 132 de la LGSF, llamada compensación legal, se da en el marco de la compensación contractual para lo cual se desarrollará el concepto de: i) la compensación, ii) la compensación legal y iii) la compensación contractual.

1. Concepto de compensación.

La compensación es una forma de extinción de obligaciones recíprocas, líquidas, exigibles, fungibles y homogéneas recogida en el artículo 1288 del Código Civil. Para aplicar la compensación no se pide que el bien sea consumible, pero si fungible y homogéneo. Sin embargo, se encuentra prohibida la compensación, entre otros supuestos, del crédito inembargable —artículo 1290 del Código Civil—. En esa línea, se establece como inembargable la remuneración hasta un monto determinado, ello de conformidad con el numeral 6) del artículo 648 del Código Procesal Civil, que establece que es

inembargable la remuneración cuando no excedan de 5 URP, siendo el exceso embargable hasta una tercera parte.

2. La compensación legal.

Está regulada por la SBS para las entidades del sistema financiero, como uno de los mecanismos de protección del ahorro del público, desarrollado en línea a lo establecido en el artículo 87 de la Constitución —desarrollado en el punto 2 del presente artículo—, la cual se encuentra establecida en el numeral 11) del artículo 132º de la LGSF, que otorga a dichas entidades el derecho de compensar las acreencias y los activos de su cliente hasta por el monto de sus deudas, debiendo devolver el exceso. Sin embargo, se encuentran excluidos del derecho de compensación los activos legal o contractualmente declarados intangibles o excluidos de este derecho. De esta forma, los bancos poseen el derecho de compensación como un mecanismo de protección del ahorro del público, encontrando únicamente como límite los activos intangibles.

3. La compensación contractual.

Es aquella que tiene su base en la autonomía privada en la que se puede pactar la compen-

sación, recogida en el numeral 14³ del artículo 2 de la Constitución Política del Perú y el artículo 1351 del Código Civil⁴ como parte de la libertad contractual que tienen las personas de regular derechos y obligaciones a cargo de cada una de ellas.

En aplicación a la autonomía privada contractual, los consumidores celebran con las ESF contratos de apertura de cuentas, entre ellas las cuentas sueldo -en la que se contempla la posibilidad de que la ESF aplique la compensación contractual— por las cuales los clientes financieros canalizan sus fondos a través de un determinado banco ya sea producto de sus ahorros o producto de una remuneración, y sobre esa cuenta en el banco realizan diversas transacciones.

3.1. Aprobación de las cláusulas generales.

Es importante tener en consideración que los referidos contratos son aprobados administrativamente y de forma previa por la SBS, de conformidad con el artículo 50 del Reglamento de Gestión de Conducta de Mercado del Sistema Financiero —Resolución SBS N° 3274-2017—; el cual establece que las cláusulas generales de contratación deben ser previamente aprobadas por la SBS. Dicho en simple, las ESF no pueden usar cláusulas generales de contratación que no cuentan con la aprobación de la citada Superintendencia, las mismas que comprenden y regulan derechos y obligaciones tanto de las ESF como de los consumidores. Una vez que se cuenta con la referida aprobación, las ESF pueden utilizarlos y contratar con sus clientes.

Si bien la compensación es una facultad otorgada por la SBS a las ESF en aplicación de la LGSF —compensación legal—, dichas entidades en la práctica suelen pactar la compensación dentro de las referidas cláusulas generales de contratación a fin de que los

consumidores estén informados y consientan —contra la firma del contrato— la compensación de sus activos con los pasivos que tengan en dicha entidad, habiendo una “compensación convencional” o contractualmente acordada por ambas partes.

En ese orden de ideas, aunque sí se evidencia que la citada compensación opera en el marco de la libertad contractual desarrollado en la Constitución y en el Código Civil, y que además pasa por revisión del regulador competente; ello no ha bastado para el Indecopi y tampoco para el Poder Judicial, como se explicará posteriormente, en tanto han desconocido los acuerdos contractuales entre los consumidores y las ESF, atentando contra la autonomía de la voluntad de las partes, quienes a pesar de haber pactado que ante el incumplimiento de pago de los créditos concedidos al deudor, la entidad puede compensarlos contra cualquiera de sus cuentas, ello no es posible.

V. UNA REVISIÓN A LOS PRONUNCIAMIENTOS DEL INDECOPÍ, EL PODER JUDICIAL Y EL TRIBUNAL CONSTITUCIONAL.

Con la finalidad de evidenciar el riesgo legal que se presenta en las operaciones de compensación bancaria en aplicación del numeral 11) del artículo 132º de la LGSF, se desarrollará la posición del INDECOPÍ, del Poder Judicial y del Tribunal Constitucional —en particular, analizando hasta dónde llega la voluntad de las partes en algunas operaciones bancarias en las que el cliente autorizó una instrucción— que posteriormente permitirá mostrar el referido riesgo que se presenta.

1. INDECOPÍ.

Para el presente desarrollo se han tomado en consideración una serie de resoluciones del IN-

DECOPÍ de primera y segunda instancia desde el año 2010 hasta el año 2024, mencionándose a continuación las más importantes:

(a) Resolución N.º 0199-2010/SC2-INDECOPÍ,⁵ mediante la cual el INDECOPÍ sancionó a un banco local por haber compensado deudas vencidas —impagadas— de su cliente contra los fondos acreditados en su cuenta de haberes, al considerar que dichos depósitos provienen de la remuneración, bien protegido por tener carácter alimentario.

(b) Resolución N.º 971-2023/SPC-INDECOPÍ,⁶ por la cual el Tribunal del INDECOPÍ concluyó que el Banco de la Nación retuvo indebidamente la remuneración del señor Tito Calla bajo los siguientes argumentos: se confirma que el artículo 648 del Código Procesal Civil prohíbe la compensación sobre las remuneraciones cuando no excedan las 5 URP y el exceso es embargable sólo en una tercera parte; y, se adopta la posición del Tribunal Constitucional —Sentencia N.º 670/2021 EXP. 01796-2020-PA/TC— la que establece que los fondos depositados en una cuenta sueldo no pierden su calidad “remunerativa”, razón por la cual adopta la posición que las entidades no pueden compensar con la totalidad de dicho dinero, incluso en los casos en que la compensación haya sido previamente consensuada —acuerdo contractual—, primando los límites establecidos en el inciso 6) del artículo 648 del Código Procesal Civil sobre cualquier acuerdo contractual previamente pactado entre la ESF y sus clientes, por lo que la entidad solo puede compensar de la cuenta de haberes por monto mayor a 5 URP y solo por la tercera parte del exceso.

2. PODER JUDICIAL.

Para el presente desarrollo se han tomado una

serie de resoluciones del Poder Judicial desde el año 2015, mencionando a continuación las más importantes:

(a) Casación N.º 11823-2015-Lima, mediante la cual la Corte Suprema declaró procedente el recurso de casación interpuesto por el Indecopi contra la Resolución N.º 8 de fecha 25 de junio de 2015 que declaró fundada la demanda de Scotiabank Perú S.A. contra el INDECOPÍ, concluyendo que las remuneraciones depositadas en una cuenta sueldo no pierden su calidad remunerativa, por lo que resultan inembargables conforme al inciso 6) del artículo 648 del Código Procesal Civil hasta por el monto de 5 URP, estando prohibida la compensación en aplicación del artículo 1290 del Código Civil.

Si bien el referido banco alegó que pactó con su cliente el cargo de la deuda en cualquiera de sus cuentas, y que el artículo 1290 del Código Civil y el artículo 648 del Código Procesal Civil no excluyen la posibilidad de que las ESF compensen deudas de sus clientes contra sus cuentas de haberes. Sostuvo que el dinero depositado en la referida cuenta no es de naturaleza remunerativa, sino que constituye un “depósito irregular”, es decir, se configura un crédito por parte de la ESF frente a su cliente. Sin embargo, la posición de la Corte Suprema fue que los artículos 132 de la LGSF, 1290 del Código Civil y 648 del Código Procesal Civil, al ser normas imperativas, imposibilitan a las ESF a compensar acreencias con las cuentas de remuneraciones consideradas como “intangibles” e inembargables. Esto es así incluso si fue expresamente aprobado por el consumidor, sin importar la forma en que es percibida, tal como el depósito bancario.

(b) Casación N.º 18161-2015-Lima, por la cual el Poder Judicial señaló que las remuneraciones depositadas en una cuenta sueldo

3. Artículo 2.- Derechos fundamentales de la persona. Toda persona tiene derecho: (...)

14. A contratar con fines lícitos, siempre que no se contravengan leyes de orden público.

4. Artículo 1351.- El contrato es el acuerdo de dos o más partes para crear, regular, modificar o extinguir una relación jurídica patrimonial.

5. Emitida con fecha 29.01.2010.

6. Emitida con fecha 08.04.2024.

Tabla 1: Controversias de las ESF por la aplicación de la compensación bancaria

No	Parte denunciada	Entidad	# Resolución	Fecha	Determina (fundado/infundado)	En la apelación
1	Scotiabank	1º Indecopi	Res. 02321-2011/SC2-IN-DECOP	01.09.2011	Fundado	Le da la razón a la Denunciante
2	BCP	1º Indecopi	Resolución N.º 0199-2010/SC2-INDECOPI Expediente 270-2008/CPC	29.01.2010	Le da la razón al Banco	Le da la razón a la Denunciante
3	BCP	Tribunal Constitucional	Expediente N.º 0691-2004AA/TC	28.01.2004	Aprueba una acción de amparo contra el Banco	-
4	Scotiabank	Casación	Resolución N.º 11823-2015	04.07.2017	Fundado	-
5	BANBIF	Corte Superior de Justicia de La Libertad Resolución N.º 7	Expediente N.º 02669-2022-0-1601-JR-CI-08	11.09.2023	Improcedente	Le da la razón a la Denunciada
6	BANBIF	Corte Superior de Justicia de La Libertad Resolución N.º 12	Expediente N.º 02669-2022-0-1601-JR-CI-08	19.12.2023	Improcedente	-
7	Consejo Nacional de Descentralización	Tribunal Constitucional	Expediente N.º 3453-2009-AA/TC	18.02.2005	Fundada	-
8	BCP	Tribunal Constitucional	Expediente N.º 04738-2022-PA/TC	15.05.2024	Infundada	-

Elaboración propia.

no pierden su calidad remunerativa y son inembargables. Por lo que cualquier cláusula o acuerdo pactado entre la ESF y el cliente respectivo no surtirán efectos, siendo que el Banco sólo podrá compensar sobre el excedente a 5 URP y hasta la tercera parte de dicho monto.

En ese sentido, se aprecia que la posición adoptada por ambas instituciones ha generado una serie de riesgos legales posteriormente detallados, entre ellos, la vulneración a la facultad que tiene la SBS de tomar medidas en aras de protección del

ahorro frente a las empresas del sistema financiero, en virtud del derecho constitucional contemplado en el artículo 87 de la Constitución, al prohibirse la aplicación del inciso 11 del artículo 132 de la LGSF y no poder compensar las ESF las deudas de sus clientes contra sus cuentas con fondos de naturaleza remunerativa, aun se haya pactado en los documentos contractuales suscritos con los mismos.

3. TRIBUNAL CONSTITUCIONAL.

A pesar de las resoluciones del Indecopi y del

Poder Judicial, mediante un reciente pronunciamiento el Tribunal Constitucional —mediante la Sentencia TC N.º 04738-2022-AA— reconoció la facultad de un banco local a poder debitar —retirar dinero— o reprocesar sumas dinerarias producto de una transacción indebida, siendo que el cliente autorizó al Banco a poder realizarlo en virtud de la suscripción de las condiciones generales pactadas entre ambas partes. Es decir, el Tribunal resolvió la controversia en aplicación de los acuerdos contractuales entre el banco y el consumidor, reconociendo que prima la voluntad de las partes, en línea a la posición que desarrolla el presente artículo.

Es importante mencionar que la limitación establecida en el Código Procesal Civil está relacionada a los embargos mas no a la compensación, siendo que esta última tiene como sustento legal la LGSF. Asimismo, puntualizar que la limitación de compensar es contra activos intangibles, los mismos que tienen que ser expresamente declarados por un dispositivo legal, siendo que la remuneración no es un activo intangible sino inembargable hasta por cierto monto.

A continuación, se ha desarrollado una lista de resoluciones / sentencias, que recogen la problemática aquí desarrollada, en la que se evidencia, cierto nivel de incertidumbre en el pronunciamiento de las citadas autoridades. (Ver tabla 1).

En base a lo antes señalado, a continuación, se desarrollará cómo dichos pronunciamientos pueden generar riesgos legales en las ESF, ello en el marco de las disposiciones de Basilea.

VI. EL RIESGO LEGAL EN LA COMPENSACIÓN BANCARIA.

Para entender la presente problemática desde el punto de vista de riesgo legal, primero se definirá qué es el riesgo legal desde su origen, a través del cual se desprenden los pilares que lo

sostienen y con ello analizar de forma práctica la compensación a la luz de este riesgo.

En esa línea, el riesgo legal empezó a desarrollarse en el año 2001, cuando el Comité de Basilea emitió el documento consultivo denominado “nuevo acuerdo de capital de Basilea 2001”, el cual se denominó Basilea II, en el cual se puede apreciar que se incluyó al riesgo legal dentro del riesgo operacional:

“El riesgo de sufrir pérdidas debido a la inadecuación o a fallos de los procesos, el personal y los sistemas internos o bien a causa de acontecimientos externos. Esta definición incluye el riesgo legal, pero excluye el riesgo estratégico y el de reputación” (Comité de Basilea, 2001 p. 95).

No obstante, se puede apreciar que esta definición si bien incluye al riesgo legal, no la define como tal; lo cual podría complicar la operativa y su desarrollo en el ámbito profesional y académico para los operadores del derecho, ello al momento de buscar gestionar este riesgo. En esa línea, unos meses después, en ese mismo año (2001), se emitió un segundo documento referido a la “Debida diligencia con la clientela de los bancos⁷”, el cual acercó un poco más la definición de riesgo legal al desarrollar lo siguiente:

“El riesgo legal es la posibilidad de que procesos, sentencias adversas o contratos que resulten ser inaplicables puedan perturbar o perjudicar las operaciones o la situación de un banco. Los bancos pueden ser objeto de acciones procesales por no respetar las normas KYC obligatorias o por no practicar la debida diligencia. Por lo tanto, los bancos pueden ser, por ejemplo, pasibles de multas, responsabilidad penal y sanciones especiales impuestas por los supervisores. En efecto, para un banco, el coste de un juicio puede ser mucho mayor que las costas judiciales. Los bancos no podrán protegerse contra

7. Recogido en el numeral 13) del documento consultivo emitido en octubre del año 2001.

Tabla 2: Planteamiento de la estructura básica de la norma

ESCENARIO 1: Estructura básica de la norma (sin incluir la variable "riesgo")



Adaptado de la Tabla presentada por Pineda (2022. pp.46)

tales riesgos legales sin la debida diligencia en el momento de identificar a sus clientes y entender sus negocios". (Énfasis agregado). (Comité de Basilea, 2001, p. 10).

Posteriormente, en el año 2006, en un nuevo documento consultivo llamado "Convergencia Internacional de Medidas y Normas de Capital" se desarrolló un poco más sobre lo que se puede entender como riesgo legal: "(...) incluye la posibilidad de ser sancionado, multado u obligado a pagar daños punitivos como resultado de acciones supervisoras o de acuerdos privados entre las partes". (Comité de Basilea, 2006, p. 159).

En ese orden de ideas, se puede apreciar que con los referidos pronunciamientos en estricto Basilea no ha entregado ninguna definición, pero sí ha permitido a través de estos esbozar la teoría de los 3 pilares del riesgo, que de acuerdo con Pineda —2019, pp. 125-126 y

2022, pp. 45-48— componen el riesgo legal: el incumplimiento de la norma; los contratos inejecutables; y, las controversias —administrativas, arbitrales y judiciales—. Al respecto, se puede apreciar que los pilares del riesgo legal son 3, los cuales se desarrollarán de forma práctica, aplicándolos a la normativa desarrollada en los párrafos precedentes.

1. El riesgo y el derecho.

Para entender la aplicación del riesgo en el derecho, se desarrollará el riesgo aplicado a la estructura básica de la norma: Antecedente, nexo⁸ y consecuente.

Respecto del nexo jurídico lógico, que para el presente caso se ha tomado del tipo de norma de obligación el cual "consiste en mandar que alguien dé, haga o no haga algo a favor de otra persona". Tal es el caso del numeral 11) del artículo 132 de la LGSF, explicado en la tabla 2.

8. Existen 4 tipos de nexo jurídico lógico, según el tipo de la norma, las cuales son: i) mandar, ii) prohibir, iii) permitir y iv) castigar" (Marcial Rubio p. 96).

Tabla 3: La aplicación del riesgo en la estructura básica de la norma

Incluyendo la variable "riesgo legal"

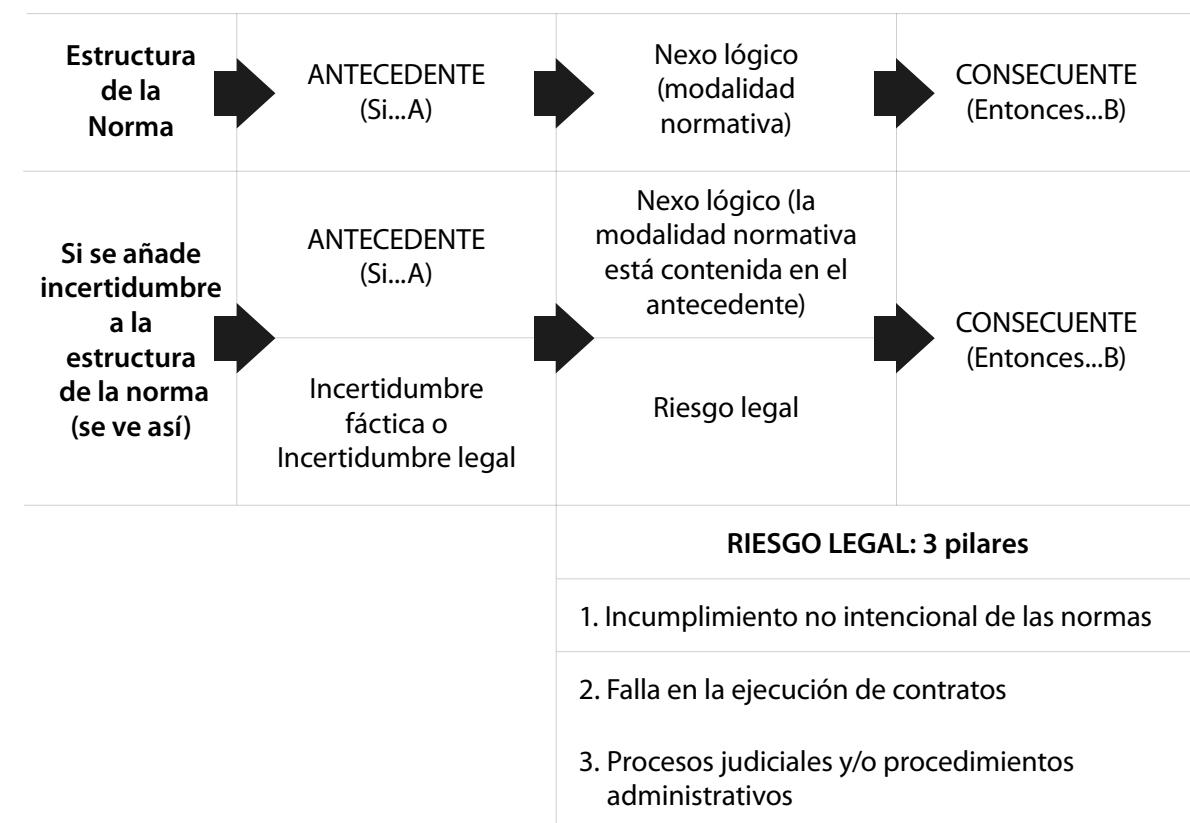


Tabla presentada por Pineda (2022. pp. 46 y 47).

Dicho gráfico recoge la aplicación ideal de la norma, en línea a lo previsto en el citado numeral 11) del artículo 132 de la LGSF. No obstante, a dicha estructura, si le añadimos la variable riesgo —entendido como aquel evento de connotación negativa que puede impactar a la empresa— considerando los precedentes en los que el Poder Judicial e Indecopi tienen otra visión jurídica de la compensación, ello termina convirtiéndose en un riesgo legal, pues el consecuente resulta ser impredecible, con un impacto negativo y que será analizado a continuación a la luz de los 3 pilares del riesgo legal.

2. Pilares del riesgo legal.

Considerando los argumentos de las empresas del sistema financiero recogido en los diversos casos —citados y comentados en el presente artículo— tanto desde el punto de vista de las

ESF, el INDECOP y el Poder Judicial, se puede esbozar cuáles serían los riesgos legales, ello aplicando las bases de los pilares del riesgo legal desarrollado por Pineda —2019 y 2022— desarrollado en el esquema de la tabla 3.

- a) **Pilar 1 - Incumplimiento de la norma:** La regulación financiera establece como una de las formas de atenuar los riesgos para el ahorrista, el derecho de compensación de las empresas integrantes del sistema financiero, es decir compensar las acreencias que tenga con los activos del deudor que la entidad financiera mantenga en su poder; ello de conformidad con lo señalado en el numeral 11) del artículo 132 de la LGSF. Esta compensación se puede realizar hasta por el monto total de la deuda vencida, y en caso hubiera un exceso resultan-

Tabla 4: La aplicación del riesgo legal en las operaciones de compensación bancaria

ESCENARIO 2: Incluyendo la variable "riesgo y ejemplo"			
Estructura de las normas	ANTECEDENTES (Si...A)	Nexo lógico (modalidad normativa: mandar)	CONSECUENTE (Entonces...B)
Riesgo (conocido como riesgo legal)	Se refiere a la probabilidad de que se den situaciones (A) previstas en el derecho; y realizada la acción por la persona, gatxxx el consecuente (B): Genera riesgo fáctico o riesgo legal.	Verificada la acción se pueden conocer la consecuencia (B) resultados y que pueden llevar a circunstancias reales de un posible daño: Genera riesgo legal.	Verificado la realización de la acción A, se conoce los parámetros (información) –previamente tipificado– de las consecuencias (possible impacto)
Ejemplo con la aplicación de la compensación bancaria	El cliente financiero no ha cumplido con pagar el crédito otorgado por el Banco y a su vez tiene una cuenta de depósito en este Banco.	Si se verifica que el cliente no pagó el crédito, y tiene dinero depositado en dicho banco; el banco debe proceder con la compensación a fin de recuperar.	Consecuente 1: El banco compensa el crédito hasta donde alcance. Consecuente 2: El banco compensa el crédito hasta donde alcance con posible multa de Indecopi o sanción del Poder Judicial. Consecuente 3: El banco no compensa y el regulador, en una supervisión podría inicial un procedimiento sancionador por incumplimiento a lo dispuesto en la Ley que permite compensar para recuperar los ahorros del público.

*Elaboración propia.***Tabla 5: Comparación entre la posición del Poder Judicial y las ESF**

POSICIÓN 1: De las Empresas del Sistema Financiero	POSICIÓN 2: Del Poder Judicial e Indecopi
COMPENSACIÓN CONTRACTUAL/ COMPENSACIÓN CONVENCIONAL: Acuerdo voluntario celebrado entre la empresa del sistema financiero y el cliente al amparo del numeral 14 del artículo 2 de la Constitución.	COMPENSACIÓN LEGAL: Aplica sin la manifestación de voluntad de las partes.
Se refiere al pacto de la empresa con su cliente sobre el cargo de la deuda en cualquiera de las cuentas de titularidad del cliente, pues el dinero depositado en dicha cuenta no es de naturaleza remunerativa, sino que constituye un “depósito irregular”.	La jurisprudencia concluye que las remuneraciones depositadas en una cuenta sueldo no pierden su calidad remunerativa. RESULTADO / IMPACTO: Estas cuentas son embargables conforme al numeral 6) del artículo 648 del CPC hasta por el monto de 5 URP, por lo que está prohibida la compensación según lo dispuesto por el artículo 1290 del CC.

según se aprecia a continuación —ver los 3 posibles consecuentes— (Ver tabla 4).

En resumen, según lo desarrollado en el presente artículo, se evidencian dos posiciones las cuales son las que genera el riesgo legal y que se resumen a continuación. (Ver tabla 5).

te de dicha compensación se deberá de devolver al deudor. En esa línea, de conformidad al artículo 1288 del Código Civil, por la compensación se extinguen las obligaciones recíprocas, líquidas, exigibles y de prestaciones fungibles y homogéneas, hasta donde respectivamente alcancen. Asimismo, la norma agrega que no pueden ser objeto de compensación los activos legales o contractualmente declarados intangibles o excluidos de este derecho; es decir, la compensación no opera cuando el acreedor y el deudor la excluyen de común acuerdo.

El riesgo legal se presenta cuando al aplicar la norma —artículo 132, numeral 11 de la LGSF— el impacto —consecuente— no resulta claro; presentándose varios escenarios —consecuentes— según se aprecia a continuación, por lo que, si la empresa del sistema financiero aplica la norma, se expone a un riesgo y si no la aplica también,

- puesto por el artículo 87 de la Constitución Política del Perú—.
- b) **Pilar 2 - Contratos inejecutables:** Según lo desarrollado en el presente artículo, los depósitos bancarios se materializan a través de contratos de apertura de cuentas pasivas —contratos de créditos irregulares—, en los cuales se establece la posibilidad de compensación —también llamada compensación contractual o convencional—; por lo que la ejecución de la compensación, en los términos del numeral 11) del artículo 132 no debería de generar ningún riesgo. No obstante, producto de las interpretaciones del Indecopi y del Poder Judicial se aprecia que las empresas del sistema financiero se exponen a riesgos de incumplimiento contractual.
- Supuesto: Ante el incumplimiento de pago de la deuda por parte de un cliente, la ESF podrá ejecutar la compensación —este es un hecho fáctico⁹—. Hasta este punto se evidencia el "Antecedente A" de la Tabla 4.
- Verificado ese hecho —Nexo lógico de la Tabla 4—, se evidencia la exposición al riesgo legal en la modalidad de Pilar 2: inejecución de contrato. En estricto, se aprecia el cumplimiento de la autorización de compensación que cliente voluntariamente firmó en su contrato de apertura de cuenta. Ello se materializaría reclamando la devolución del monto compensado en Indecopi o el Poder Judicial para viabilizar dicho reclamo, lo cual lo convierte en un contrato inejecutable —Pilar 2 del riesgo legal—. Sin perder de vista que lo antes señalado lleva a la ESF al Pilar 3 del riesgo legal, pues no se conoce cuál será el consecuente, que será desarrollado a continuación.
- c) **Pilar 3 – Controversias judiciales y administrativas:** Se aprecia que en caso la ESF

aplique la posición 1) de la Tabla 5, es decir, aplicar la compensación dentro de lo previsto en el numeral 11) del artículo 132 de la LGSF o al amparo de la libertad contractual; le genera una eventual controversia con el Poder Judicial y/o INDECOP, por lo que se evidencia la existencia de un riesgo legal latente para las ESF que puede incluir una orden de devolver lo compensado e incluso una multa.

Por otra parte, la posición 2) de la Tabla 5, de no aplicar la compensación, le podría generar a la entidad una amonestación o sanción —dependiendo la magnitud— al no aplicar los mecanismos que la ley ha diseñado para proteger los ahorros del público.

En los mencionados casos, se configuran los siguientes riesgos legales al interpretar tanto el Indecopi como el Poder Judicial que:

Posición N° 1 de la Tabla 5: La prohibición contenida en el inciso 11) del artículo 132 de la LGSF relacionada a los bienes "intangibles" resulta aplicable a las remuneraciones, no siendo la remuneración una de naturaleza intangible ya que: (i) no hay norma expresa que le brinde tal calidad, a diferencia de por ejemplo la CTS que si es considerada como intangible de forma expresa —Decreto Supremo N° 001-97-TR— y regulada por la SBS de acuerdo al Oficio Circular N° 7724-97 "no pudiéndose disponer" de la misma; y, (ii) atenta contra su propia finalidad que es la de "carácter alimentario" y por ende de "libre disponibilidad".

Posición N° 2 de la Tabla 5: La prohibición contemplada en el artículo 1290 del Código Civil resulta aplicable a la "compensación convencional" pactada entre la ESF y el cliente respectivo, pues dicha

prohibición esta referida a la "compensación legal" del crédito inembargable; mas no a la compensación contractualmente convenida por las partes en cuyo caso incluso podrían convencionalmente acordar la compensación de créditos inembargables.

VII. CONCLUSIONES.

Como se ha podido evidenciar, el problema que se ha generado a raíz de la aplicación de la compensación, realizada por las ESF, ha conllevado a que existan varios casos que han sido presentados ante el INDECOP y el Poder Judicial, quienes han interpretado que la prohibición contenida en el inciso 3) del artículo 1290 del Código Civil y el inciso 6) del artículo 648 del Código Procesal Civil no resultan aplicables a la compensación pactada de manera contractual entre la ESF y su cliente —compensación consensuada a través del cual aplican la compensación del numeral 11 del artículo 132 de la LGSF—.

Dicho esto, las ESF no podrían tomar en consideración la totalidad de la remuneración de los ciudadanos, siendo que ambas instituciones solo permiten la compensación sobre el excedente a cinco URP y hasta la tercera parte de dicho monto, reduciendo la capacidad de pago de estos, lo que conlleva a reducir el crédito o que sea más caro, pues a mayor riesgo, mayor tasa de interés.

Lo antes señalado, genera potenciales consecuencias económicas negativas en el mercado crediticio, pues dicha decisión puede limitar el acceso al crédito de una parte importante de los consumidores al impedirse que las ESF puedan compensar sus acreencias con los montos que hayan sido depositados en las cuentas de los deudores a título de remuneración, ello pues, las ESF tendrían un mecanismo menos de recuperación del crédito, haciéndolos más cautos al prestar y llevándolos a tomar menos riesgos.

Si bien los argumentos del Indecopi y del Poder Judicial se sustentan en la premisa de "proteger" el derecho de los consumidores a poder solventarse, no se puede perder de vista que del otro lado está la protección de los ahorristas, quienes son los que a través de sus depósitos brindan el insumo para que las ESF puedan colocar esos recursos a través de un crédito; y, en esa línea, proteger un sistema financiero¹⁰ sólido e íntegro.

De esta forma, no resulta oportuno que una autoridad pueda cuestionar la autonomía de la voluntad de las partes, afectando el derecho constitucional a la libertad y la propiedad, al limitar la disposición de la remuneración de titularidad de las personas, siendo un ejemplo del excesivo protecciónismo de parte del Estado. Cabe señalar que, en el sistema financiero una recuperación rápida de las deudas mediante la compensación bancaria favorece a todos, pues:

- a) Implica la utilización de menos recursos —tiempo de abogados, especialistas, tasas administrativas, judiciales, tiempos procesales, entre otros—.
- b) Menor tiempo de recuperación de la deuda por las vías pertinentes.
- c) Menor riesgo de impago —menor riesgo de crédito—.
- d) Menores tasas de interés, pues al evitar los costos —señalados en el punto 1, 2 y 3— se trasladará a un abaratamiento de los créditos.
- e) Mayor solidez a la empresa del sistema financiero, lo cual favorece a la estabilidad de todo el sistema financiero.
- f) Se mejora la posibilidad de recupero del ahorro del público, aspecto protegido por el artículo 87 de la Constitución.

9. En términos de riesgo operacional se entiende fáctico como un hecho como una ocurrencia en la realidad, comprobable y que, en este caso, dependerá de una persona que ejecute (ordene) proceder con la compensación.

10. Definido en el glosario de términos de la LGSF: El conjunto de empresas, que debidamente autorizadas operan en la intermediación financiera. Incluye las subsidiarias que requieran de autorización de la Superintendencia para constituirse.

Fundamentos Constitucionales del Derecho Financiero

Constitutional Foundations of Financial Law

FABIOLA GARCÍA MERINO

Abogada por la Universidad Femenina del Sagrado Corazón, Lima.
Master of Laws (LL.M.) con especialidad en servicios financieros por la University of London, Reino Unido.

Doctora en Derecho por la Universidad San Ignacio de Loyola, Lima.
Profesora en la Universidad Femenina del Sagrado Corazón, Universidad de Lima y Universidad San Ignacio de Loyola.

FERNANDO MERINO NÚÑEZ

Abogado por la Pontificia Universidad Católica de Perú.
Maestría en Docencia para la Educación Superior en la Universidad Andrés Bello, Chile.
Profesor en la Pontificia Universidad Católica del Perú y Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas.

SUMARIO:

- I. Introducción.
- II. Protección del ahorro y la supervisión bancaria.
 1. Protección del ahorro.
 2. La supervisión del sistema financiero.
- III. El rol subsidiario del Estado.
- IV. El fomento de la libre competencia.
 1. Facilita y vigila la libre competencia.
 2. Combate toda práctica que limite la libre competencia.
 3. Combate el abuso de posiciones dominantes o monopólicas.
- V. La libertad de contratar.
 1. Libertad de contratar.
 2. Libertad contractual.
- VI. La protección al consumidor.
- VII. Conclusión.



Recibido con fecha 28 de mayo de 2024 y aceptado por el Comité Arbitral con fecha 21 de octubre de 2024

RESUMEN:

Los fundamentos constitucionales del derecho financiero desarrollan los pilares sobre los cuales se estructura el sistema financiero. Los autores opinan que resulta relevante revisarlos con la finalidad de considerarlos e incorporarlos en las soluciones que se gestionen frente a los desafíos que actualmente enfrenta el sistema financiero y sus agentes, como son el uso de la tecnología, la educación e inclusión financiera.

En el caso peruano, el presente artículo destaca que la Constitución Política de 1993 dispone que el Estado garantice el ahorro del público a través del correcto funcionamiento del sistema financiero, principalmente estableciendo mecanismos de protección al ahorrista con la única finalidad de crear confianza en el uso del sistema y fundar la participación de este y los privados en el pluralismo económico, la libre contratación y competencia.

Palabras clave: sistema financiero, protección al ahorrista, supervisión bancaria, libertad de contratación, libre competencia, protección al consumidor.

ABSTRACT:

The constitutional foundations of financial law develop the pillars on which the financial system is structured. The authors believe that it is relevant to review such in order to consider and incorporate them into the solutions to be managed in the face of the challenges currently affecting the financial system and its agents, such as the use of technology, education and financial inclusion.

In the Peruvian case, this article highlights that the 1993 Political Constitution stipulates that the State must guarantee the public's savings through the correct functioning of the financial system, mainly by establishing mechanisms to protect savers with the sole purpose of creating confidence in the use of the system and basing the participation of the system and the private sector on economic pluralism, free contracting and competition.

Keywords: financial system, protection of savers, banking supervision, freedom of contract, free competition, consumer protection.

I. INTRODUCCIÓN

Al decidir escribir sobre los Fundamentos Constitucionales del Derecho Financiero, diversas ideas fueron surgiendo de cómo podría ser la forma más adecuada de plantear el tema de análisis y propiciar en el lector el interés de cuestionar el contenido de los pilares sobre los que descansa la prestación de los servicios financieros. En esa línea, abordar el sustento constitucional del derecho financiero, en un contexto donde los servicios financieros experimentan transformaciones relevantes con el uso de los canales digitales y el ingreso de nuevos participantes, nos obliga regresar a su esencia misma; para sobre ella, comenzar a avanzar a construir una mejor aproximación a esa estructura que permite que los servicios financieros se desarrolle. Por ello, queremos abordar nuestro análisis centrándonos en el orden constitucional del sistema financiero, así como en su rol como intermediario financiero que le permite relacionarse con el público a través de los diversos productos y servicios financieros que pone a su disposición.

El rol del sistema financiero en toda sociedad moderna representa un vehículo dinámico muy activo y de gran importancia para el desarrollo de las actividades económicas. Desde el momento que, a través de dicho sistema, se van canalizando recursos económicos desde los agentes superavitarios hacia los agentes deficitarios. Ello con la finalidad de ir posibilitando que las distintas actividades, principalmente las productivas, se puedan ir desarrollando en forma eficiente y segura. Es importante indicar que el creciente desarrollo de las actividades económicas, conjuntamente con el avance tecnológico que se viene experimentando, han ido introduciendo nuevos matices a los servicios financieros que se ofrecen al mercado, alejando una mayor competencia, así como propiciando una mayor inclusión financiera.

La experiencia peruana en torno al desarrollo de su sistema financiero presenta interesantes características que nos permiten observar una secuencia de marchas y contramarchas, de retos y oportunidades que se presentan y delimitan el

curso de la historia. Sin embargo, es importante advertir que existen importantes tareas aún pendientes. Probablemente, la tarea más relevante en cuanto a los servicios financieros se encuentra relacionada con la necesidad de incrementar los niveles de inclusión financiera; de tal manera que dichos servicios puedan alcanzar a un mayor porcentaje de la población. Dicha tarea no es nada sencilla, pero sí necesaria. Pues como se ha señalado, son los servicios financieros los que pueden ayudar a dinamizar la economía y propiciar mejores condiciones de vida.

En efecto, es pertinente recordar que una mayor inclusión financiera viene asociada a mayores oportunidades para el desarrollo de las actividades financieras, llevando a la población a acceder a productos financieros. Los cuales contribuirán, por un lado, alejando a una cultura de ahorro a través de distintas formas de fomento, pero también a través de la posibilidad de lograr financiamientos que les permitan mejorar sus condiciones de vida y donde será importante fortalecer una adecuada cultura de pagos. Evidentemente, una condición previa para lograr lo señalado, parte del fortalecimiento de una educación financiera relevante en la población. Es decir, que se reconozcan las ventajas de los servicios financieros, de qué manera estos puedan contribuir a mejorar sus condiciones de vida e incluso cómo pueden ser eficientemente aprovechados para lograr los resultados esperados, al mismo tiempo que le permitirá conocer sus derechos en este mundo tan complejo e innovador. En este contexto, resulta apropiado resaltar la función de la intermediación financiera que cumple el sistema, acercando a superavitarios y deficitarios de los recursos económicos. Pues ello permite construir un flujo dinámico de estos recursos cuyo elemento central e indispensable es la confianza del público hacia todo este mecanismo.

La confianza es un elemento altamente subjetivo, pero esencial, para el desarrollo de las re-

laciones humanas. Este hace posible construir grandes relaciones objetivas necesarias para la vida diaria, por lo cual, su existencia y protección resultan vitales para consolidar el sistema financiero. Debido a que, para que este pueda hacer posible su rol de intermediario financiero, y con ello ofrecer servicios financieros, requiere contar con la confianza del público. Por cuanto, solo con dicha será capaz de atraer los recursos de los agentes superavitarios —que en este momento debemos llamarles ahorristas—, a fin de ser empleados para financiar a los deficitarios; y el mantenimiento de esa confianza dará soporte al sistema para que ese rol de intermediario se prolongue en el tiempo.

En este contexto, siendo el Estado uno de los más interesados en lograr el desarrollo de su población; la existencia y fortalecimiento de su sistema financiero se convierte en un tema relevante y respecto del cual, reconociendo la importancia de la confianza del público para dicho objetivo, resulta lógico que sea el Estado el principal interesado en cautelar e incluso contribuir a fortalecer la confianza del público. Surge entonces, como pregunta natural, ¿cuál es la manera más eficiente para lograr cautelar la confianza del público?, sobre todo si tenemos en cuenta que no es un público que comparte similares características, sino que es muy diverso y que, en algunos sectores, el conocimiento de los temas técnicos asociados a los servicios financieros es muy básico, incluso casi inexistente.

De La Haza responde esa pregunta indicando que las empresas bancarias a nivel mundial constituyen seguramente uno de los sectores más regulados. Su justificación, en muchos casos, es de orden legal y económico. Dicha regulación está fundada en que los bancos administran el ahorro del público y son vías que llevan adelante la política monetaria, por lo que para operar deben contar con una licencia de la autoridad pública¹.

1. Antonio De La Haza. "Los bancos y la responsabilidad social como medio de éxito". Revista Derecho PUCP (64), 2010: 325-332

Teniendo en cuenta lo anterior, es que ya desde la Carta Magna —pilar fundamental sobre el cual se estructura el ordenamiento jurídico de un Estado—, se perfila el rol del Estado frente al sistema financiero. En especial, respecto del ahorro del público, pues es un insumo esencial para todo el proceso de intermediación financiera, y sin el cual, el mismo no podría mantenerse. La Constitución Política del Perú de 1993 no es una excepción a lo que acabamos de señalar, muy por el contrario, a lo largo de este documento jurídico fundamental se van a establecer varias disposiciones que, desde la óptica del sistema financiero, resultan relevantes de destacar y que explican de gran manera cómo nuestro sistema financiero se ha estructurado; así como da algunas explicaciones adicionales sobre la forma en que las instituciones financieras que lo conforman se han ido desarrollando.

La Constitución Política del año 1993 es, por lo tanto, un instrumento legal sustancial al cual debemos acudir para entender apropiadamente cómo han ido desarrollándose los servicios financieros en los últimos 30 años. Pero también sirve de guía para poder comprender hacia dónde se dirigen; en especial, para identificar los retos y oportunidades que van apareciendo dado el desarrollo de la vida moderna y los cambios que se van presentando producto de los avances tecnológicos, las nuevas corrientes ideológicas y demás aspectos de la modernidad. En ese sentido, para abordar debidamente lo que es nuestro tema de análisis, es imperativo revisar la Carta Magna con el fin de identificar aquellos artículos con incidencia directa sobre los servicios financieros y el contexto en que se desarrollan. Ello, nos permitirá identificar y extraer para nuestro análisis cuáles son los pilares centrales sobre los que se sustenta el sistema financiero.

Teniendo claro este objetivo, consideramos que para entender efectivamente estos fundamentos constitucionales, es imprescindible hacer referencia a varios aspectos desarrollados en la Constitución Política del año 1993 que, en nuestra opinión, permiten comprender debidamente cómo se encuentra estructurado nuestro sistema financiero.

II. PROTECCIÓN DEL AHORRO Y LA SUPERVISIÓN BANCARIA.

Con esta finalidad, consideramos que es imposible iniciar nuestro trabajo sin hacer referencia a lo señalado en el artículo 87 de la Constitución Política del año 1993, que es, sin lugar a dudas, la piedra angular de nuestro sistema financiero y sobre el cual se estructura y consolida la defensa de los ahorristas por parte del Estado. Dicho artículo expresamente señala lo siguiente:

Artículo 87.- Superintendencia de Banca y Seguros

El Estado fomenta y garantiza el ahorro. La ley establece las obligaciones y los límites de las empresas que reciben ahorros del público, así como el modo y los alcances de dicha garantía.

La Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones ejerce el control de las empresas bancarias, de seguros, de administración de fondos de pensiones, de las demás que reciben depósitos del público y de aquellas otras que, por realizar operaciones conexas o similares, determine la ley.

La ley establece la organización y la autonomía funcional de la Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones.

El Poder Ejecutivo designa al Superintendente de Banca, Seguros y Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones por el plazo correspondiente a su período constitucional. El Senado lo ratifica.

Es pertinente indicar que el mencionado artículo 87 de la Constitución peruana contiene dos elementos fundamentales para comprender la estructura y relevancia de nuestro sistema financiero, fijando dos postulados que no pueden dejarse de lado si se pretende entender su funcionamiento, así como el marco dentro del cual deben desarrollarse los servicios financieros que se ofrecen a través de él. Cabe agregar que ambos elementos desarrollados en el mencionado artículo 87 tienen en común la protección de la confianza del público como eje central del sistema financiero, y sobre la cual se fija

el rol del Estado para su preservación, así como la manera como lo realizaría. Estos dos elementos contenidos en el artículo 87, son:

1. Protección del ahorro.

Un primer aspecto que llama la atención al leer el artículo 87 de la Constitución es la declaración formal que se realiza en favor del ahorro. Por lo cual, siguiendo una tendencia mundial, se declara que, en el Perú, el Estado fomenta y garantiza el ahorro. La utilización de dos verbos activos asociados a la labor del Estado frente al ahorro no es, en nuestra opinión, una casualidad, sino que contiene una decisión manifiesta y evidente del constituyente del 1993. Ello para señalar, por un lado, la existencia de una firme voluntad del Estado por fomentar el ahorro del público, alejando una cultura de ahorro que solo es posible en un marco de confianza por parte de los ahorristas; pero, por otro lado, se detiene en establecer la responsabilidad de quién tendrá la tarea de custodiar ese ahorro —el sistema financiero—, que en el caso peruano es atribuido en exclusiva a la Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones —en adelante SBS—. Asimismo, este fomento explica la vigente necesidad del Estado, que hemos visto con mayor nitidez en los últimos años, de propiciar una mayor inclusión financiera, pero también de una mayor educación financiera para la población.

Es importante agregar que este rol del Estado, contenido en el artículo 87 de la Constitución, no se agota en la promoción del ahorro, sino que con el fin de generar un mejor ambiente para que ello sea posible, acompaña a esta labor en favor del fomento del ahorro, una declaración adicional en el sentido de garantizarlo. Este es, quizás, el complemento indispensable y útil a la decisión estatal en favor del sistema financiero, entendido como depositario de ese ahorro. Por cuanto, al mismo tiempo que lo fomenta, declara expresamente al público que el

2. Es importante advertir que en el Perú el secreto bancario tiene reconocimiento constitucional, el mismo que está recogido en el artículo numeral 5 del artículo 2 de la Constitución Política del Perú.

Estado está respaldando la decisión de confiar el ahorro a las entidades que son autorizadas por el Estado —SBS— a poder captarlo. Sin embargo, se aclara en el mismo artículo que la garantía estatal no es absoluta, sino que su alcance está definido en la ley, a la cual hay que acudir con el fin de comprender de qué manera el Estado da cumplimiento a esta garantía del ahorro que expresa a nivel constitucional.

En efecto, al establecerse en el citado artículo 87 una garantía relativa del Estado al ahorro del público, se va delimitando el rol de este para velar por el ahorro del público; pero, al mismo tiempo, requiriendo también cierto nivel mínimo de diligencia de parte del público. Cabe agregar que la protección por parte del Estado no es una expresión genérica sin mucho contenido. Muy por el contrario, la Ley que regula el funcionamiento del sistema financiero, actualmente la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros, aprobada por la Ley 26702, contiene fundamentalmente en su artículo 132 un listado de las diversas formas a través de las cuales se da contenido a dicha protección. Se pueden citar, a modo de ejemplos, la existencia de un Fondo de Seguro de Depósitos, la figura del secreto bancario² o la Central de Riesgos, las normas prudenciales que las entidades financieras deben observar, entre otros mecanismos detallados en dicho artículo.

Es importante destacar que la declaración del Estado en favor de fomentar y garantizar el ahorro del público, aun cuando en este último caso se trate de una garantía relativa y no absoluta, es de enorme trascendencia desde el momento que da a conocer al público que tiene una posición en favor, que lo alienta y que insta a la población a desarrollar una cultura de ahorro. Ello, como se señaló anteriormente, resulta absolutamente consistente con la serie de acciones estatales en favor de propiciarlo, y donde el desarrollar la educación financiera, así como la

inclusión financiera, se convierten en políticas públicas de sumo interés. Ahora bien, es oportuno indicar también, que este mismo artículo plantea un reto y una interrogante permanente, que está referida a cuánto hace y ha hecho el Estado y sus instituciones en promover las condiciones mínimas necesarias para fomentar el ahorro. Los periodos de dificultades económicas, de inestabilidad política o de emergencias son probablemente los momentos donde esta interrogante adquiere mayor vigencia.

2. La supervisión del sistema financiero.

Un segundo aspecto igual de relevante que el anterior es que, conjuntamente con la declaración estatal en favor del ahorro del público, se plasma el reconocimiento del Estado al carácter técnico que debe rodear al manejo de este. Para lo cual, se establece una entidad especializada que tendrá la responsabilidad de velar por los intereses de los ahorristas, que como tales entregan su dinero a entidades existentes en el mercado, cuyo objeto es operar con dichos fondos del público con todos los riesgos que ello supone. En efecto, este carácter técnico queda claramente resaltado cuando se instituye un ente estatal especializado y autónomo funcionalmente con el claro objetivo de reforzar la confianza del público que se quiere preservar, y que en salvaguarda se encuentra investido de las facultades necesarias para conocer la situación financiera de cada entidad depositaria de los mismos.

Es así que, en ese sentido, Ayiber y Gutiérrez señalan que la justificación para la supervisión del sistema financiero se ha basado en fallas del mercado y en la información asimétrica existente entre los demandantes y oferentes del mercado³.

Cabe agregar que la autonomía funcional con la que queda investida la SBS, que será posteriormente desarrollada en la referida Ley 26702, implica a su vez una posición clara del Estado

por mantener una conducción profesionalizada y no politizada, que se manifiesta a través de su interés por implementar proporcional y razonablemente estándares internacionales en materia de supervisión bancaria como es el caso de las recomendaciones del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea. En ese mismo sentido, cabe señalar que el establecimiento de un supervisor bancario único, responsable de velar por un sistema financiero sólido y confiable; supone también el otorgamiento de todas aquellas facultades que resultan indispensables para que el citado supervisor pueda cumplir las tareas encomendadas eficientemente. Dichas facultades están desarrolladas en la mencionada Ley 26702, y se justifican plenamente en el importante rol en favor de la protección del ahorro del público.

Adicionalmente a lo anterior, es necesario mencionar que con el fin de hacer lo más robusta y clara dicha supervisión, el texto constitucional establece a continuación los aspectos centrales del supervisor. Como por ejemplo, el hecho que está a cargo de una sola persona —no de un directorio como ocurre con el Banco Central de Reserva del Perú—, posiblemente con el fin de dar dinamismo a la toma de decisiones relevantes en un sistema en continuo funcionamiento e innovación. Con el mismo objetivo, el texto constitucional igualmente hace referencia al periodo de duración en el cargo del titular de dicha entidad, delegando a la Ley establecer los demás aspectos que fueran necesarios para el cumplimiento de tan importante encargo.

Finalmente, aunque no es un tema estrictamente desarrollado en la Constitución sino más bien que es abordado en una norma de menor jerarquía, las atribuciones con las cuales se haya investido el supervisor bancario tienen su génesis en este artículo 87. Dichas deben comprender todas aquellas que resulten necesarias para permitirle poder realizar una debida supervisión que brinde las condiciones suficientes para cautelar la confianza del público. En efecto,

debemos tener presente que la existencia de un técnico competente, especializado y con atribuciones claras y suficientes para cumplir con el encargo recibido, constituye un eficiente instrumento en favor de reforzar la confianza del público. Este debe sentir que el sistema es permanentemente vigilado y que se conoce la real situación financiera de las empresas que trabajan con el ahorro del público. De esta manera, en situaciones donde se presenten dificultades, se podrá actuar oportunamente y con facultades suficientes para disponer las acciones y medidas que fueren necesarias para revertir tal situación.

III. EL ROL SUBSIDIARIO DEL ESTADO

Artículo 60.- Pluralismo económico

El Estado reconoce el pluralismo económico. La economía nacional se sustenta en la coexistencia de diversas formas de propiedad y de empresa.

Sólo autorizado por ley expresa, el Estado puede realizar subsidiariamente actividad empresarial, directa o indirecta, por razón de alto interés público o de manifiesta conveniencia nacional.

La actividad empresarial, pública o no pública, recibe el mismo tratamiento legal.

Un segundo fundamento constitucional al que debemos hacer referencia en este análisis se encuentra en lo establecido en el artículo 60 de la Constitución, el cual alude al rol subsidiario del Estado en la actividad empresarial. Dicho pilar se encuentra referido al hecho de que la Constitución establece, de manera determinante, que el Estado no es convocado a participar en los sectores económicos prestando actividad empresarial, salvo en rol subsidiario. Cabe agregar que la razonabilidad de esta disposición se sustenta en el modelo económico que desarrolla la Constitución Política del Perú de 1993, que es el de una economía social de mercado, donde el Estado solo busca espacios de participación específica cuando la

oferta privada es mínima o inexistente, pues prioriza la aplicación del principio de la libre iniciativa privada.

Como lo indican Diez Canseco y Buleje⁴, cuando el Estado realiza actividad empresarial, no lo hace en las mismas condiciones que cualquier otro agente privado. En primer lugar, porque no invierte dinero propio, sino el de los contribuyentes. En segundo lugar, porque si el negocio fracasa, serán los propios recursos públicos los que puedan cubrir dichas pérdidas, aplicándose la conocida expresión: “el Estado nunca quiebra”.

Así, para entender este pilar, es útil ubicarnos en el contexto que se dio previo a la aprobación de la Constitución del año 1993. El mismo se caracterizó por un periodo de inestabilidad y serias dificultades financieras para el país, y en el cual las ineficiencias de un Estado empresario fueron notorias y causantes de servicios de mala calidad y poco eficientes. Todo lo cual propició una corriente marcada y acelerada de privatizaciones de diversas empresas públicas, que marcaron la vida económica del país a inicios de la década de los 90 y acompañó los primeros años de esta Constitución.

Es oportuno indicar que el Tribunal Constitucional peruano mediante sentencia N.º 008-2003-AL/TC se ha pronunciado sobre el rol subsidiario del Estado, señalando que las actividades empresariales que este realice deben ser de carácter auxiliar, complementaria y temporal; y por lo cual, la participación del Estado en el sistema financiero es calificada como subsidiaria y excepcional. En principio, la actividad del sistema financiero será esencialmente privada, salvo en aquellos espacios donde la oferta privada no existe. En este punto, es importante referirnos a lo establecido en el artículo 7 de la Ley 26702, donde desarrollando este pilar se establece que el Estado no participa en el sistema financiero salvo los casos del Banco de la Nación, la Corporación Financiera de Desarrollo —COFIDE—,

3. Dairo Ayiber Estrada y Javier Gutiérrez. “Supervisión y regulación del sistema financiero: modelos, implicaciones y alcances”. *Perfil de Coyuntura Económica* 13 (2009): 53-75

4. Luis José Diez Canseco Nuñez y Crossby Buleje Díaz. “Analizando el papel subsidiario del Estado a propósito de la Resolución N.º 3134-201/SC1-INDECOPI”. *Revista del Círculo de Derecho Administrativo PUCP* (2011): 221-235

el Banco Agropecuario y el Fondo Mivivienda; disposición que debemos complementar con el reconocimiento de la participación real de las Cajas Municipales de Ahorro y Crédito en el sistema financiero, como una empresa integrante del mismo y que compite con las entidades privadas igualmente autorizadas a operar en este mercado.

Cabe indicar que al referirse al rol que le corresponde al Estado en la actividad empresarial, y en específico en el sistema financiero, la Constitución emplea como término central lo subsidiaria de su participación. Al respecto, debemos advertir que se la califica como subsidiaria porque se entiende que el Estado —como empresario— podrá reemplazar al privado cuando este no constituya una oferta o la oferta que ofrece resulta es insuficiente⁵ para atender la demanda de servicios financieros que el mercado requiere. Asimismo, es excepcional. Es decir, cuando se considera que el Estado específicamente requiere mantener una oferta en el sistema financiero que pueda cubrir otras necesidades que la población demanda, como inversión pública, vivienda, entre otros.

Se debe advertir además, que respecto de este pilar existen algunos aspectos propios del Derecho de Competencia que pueden surgir producto de la participación del Estado en el sistema financiero. Donde, como principal regla, se tiene que el Estado no puede competir con el privado, pues surge el riesgo que pueda generarse una brecha de competencia. Ello debido a que el Estado, al cumplir un objetivo específico, se le permite una operatividad *ad hoc* a su naturaleza pública, lo que podría constituir una ventaja competitiva frente a un privado que no tiene dicha operatividad. En el caso de las operaciones del sistema financiero, ello es más fácil de advertir. Por ejemplo, en los menores costos de fondeo —obtención de fondos— que tiene el Estado frente a las entidades privadas, en la medida que el primero

tiene a la mano los fondos públicos con los que opera el Tesoro Público.

Finalmente, también resulta relevante tener en cuenta que siendo el sistema financiero una materia sumamente especializada, ello va a exigir de parte del Estado una inversión en la prestación del servicio, así como conocimientos técnicos. Especialmente en la actual coyuntura, donde las empresas del sistema financiero afrontan desafíos en el uso de la tecnología y planificación en la mitigación de riesgos vinculados a ciberseguridad y seguridad de la información. Debemos recordar que, por su naturaleza especializada, el sistema financiero actúa en permanente competencia, la cual le exige innovación continua e inversión.

V. EL FOMENTO A LA LIBRE COMPETENCIA

Artículo 61.- Libre competencia

El Estado facilita y vigila la libre competencia. Combate toda práctica que la limite y el abuso de posiciones dominantes o monopólicas. Ninguna ley ni concertación puede autorizar ni establecer monopolios.

La prensa, la radio, la televisión y los demás medios de expresión y comunicación social; y, en general, las empresas, los bienes y servicios relacionados con la libertad de expresión y de comunicación, no pueden ser objeto de exclusividad, monopolio ni acaparamiento, directa ni indirectamente, por parte del Estado ni de particulares.

Un tercer fundamento constitucional sobre el cual se ha construido nuestro sistema financiero se encuentra en el artículo 61 Constitución, el cual básicamente sirve para brindar la protección jurídica necesaria para avalar que en el marco del modelo económico peruano no existe restricción alguna para que los agentes de los mercados puedan desempeñarse en condiciones de igualdad, ganancia, eficiencia y bienestar. En efecto, este tercer fundamento está directamente

relacionado con proteger la libre competencia en el mercado, de modo tal que brinda la posibilidad que los proveedores puedan actuar en el mercado de una manera libre y ofrecer sus productos en tales condiciones que dejen al consumidor en la posición de decidir por sí mismos cuál de todas las ofertas existentes prefieren. Con ello, este fundamento le permite a las entidades financieras establecer marginalmente sus ganancias, generando eficiencia empresarial y crecimiento económico. Al mismo tiempo, crea bienestar al consumidor que toma la decisión más conveniente para satisfacer sus necesidades en base a una elección informada y libre. Esto, sin una intervención estatal imperativa que limite el desarrollo de los mercados y afecte la satisfacción de la oferta y demanda.

Es relevante mencionar que, en el caso del sistema financiero, la competitividad se suele relacionar con estabilidad financiera, donde se considera existen las condiciones para que el mercado compita entre sí para dar mejores servicios a la población en condiciones tales que el mercado pueda escoger. Sin embargo, ello no es óbice para que, de considerarse pertinente, el Estado pueda establecer en condiciones justificadas, controles con finalidades prudenciales. Como por ejemplo, ha ocurrido en el tema de fusiones con la finalidad de evitar concentraciones o posiciones de dominio. En el caso peruano, se emitió la Ley 3111, que establece un régimen de control previo de operaciones de concentración empresarial “con la finalidad de promover la competencia efectiva y la eficiencia económica en los mercados para el bienestar de los consumidores.”

El régimen económico constitucional peruano descansa en el principio de la libre competencia, que conforme lo ha indicado el Tribunal Constitucional peruano en reiterada jurisprudencia, el Estado: “a) facilita y vigila la libre competencia; b) combate toda práctica que limite la libre competencia; y c) combate el abuso de posiciones dominantes o monopólicas”⁶.

Bajo estas tres premisas desarrollaremos nuestro breve análisis, aplicando este fundamento constitucional al sistema financiero peruano.

1. Facilita y vigila la libre competencia.

Conforme a esta característica, se entiende que el Estado debe proveer un espacio neutral en que la sociedad acceda a una apertura de libertad de oferta y demanda, así como de precios, que permita la posibilidad de elegir, entre proveedores y consumidores, en igualdad de condiciones en el mercado.

De esta manera, en el sistema financiero debe permitirse una competitividad, conforme señala como desarrollo constitucional la Ley 26702. Ello, para que el consumidor financiero tenga la capacidad de elección en la prestación de los servicios financieros. En el caso específico del sistema financiero, lo vamos a encontrar en la fijación de las tasas de interés, comisiones y gastos donde la libertad de fijarlos⁷ se complementa con la transparencia en la difusión y sustento de los mismos, sin que ello pueda implicar un control de precios.

Un aspecto relevante para considerar es que el incremento de actores ofertantes en el sistema financiero permite también mitigar el riesgo sistémico de tener una estructura demasiado concentrada. Ello permitiría una eficiencia comercial y un abanico de oportunidades a favor del consumidor. No debemos olvidar que, en el caso peruano, en el sistema peruano conviven diversos tipos de empresas que, si bien todas operan en la intermediación financiera, se diferencian entre sí por nichos de mercados atendidos y la especialidad desarrollada sobre dicha base.

2. Combate toda práctica que limite la libre competencia.

El Estado no debe permitir acciones anticompetitivas como la concertación de precios, en-

5. La definición y alcance de lo que debe entenderse por oferta insuficiente es probablemente un parámetro que debe ser revisado a la luz de evolución de los servicios financieros, después de los 30 años de vigencia de la Constitución del año 1993.

6. STC 01963-2006-AA/TC, 01405-2010-PA/TC

7. Con las particularidades introducidas por la Ley 31143.

tre otras prácticas que establecen restricciones a la oferta libre de bienes y servicios. Por el contrario, este debe garantizar la libre competencia en la economía nacional, es por ello que se asignan atribuciones a otro ente especializado, como es el Instituto Nacional de Defensa de la Competencia y de la Protección de la Propiedad Intelectual —en adelante INDECOPI—, con la finalidad de cumplir este mandato constitucional. Sin embargo, es oportuno indicar que existiendo un ente supervisor del sistema financiero, la labor del INDECOPI como autoridad reguladora queda supeditada a la necesaria coordinación con la SBS, a fin de no generar inconsistencias que pudieran afectar al debido funcionamiento del mercado.

Cabe agregar que en el caso del sistema financiero, es pertinente reconocer que la libre competencia no solo permite difundir prácticas positivas en el mercado, sino que también atrae confiabilidad a los consumidores; todo lo cual tiene un impacto sobre el elemento reputacional del sistema que influye en la confianza que se busca proteger.

2. Combate el abuso de posiciones dominantes o monopólicas.

El abuso de una posición de dominio de parte de un participante de la economía se evidencia cuando causa perjuicios a los demás competidores, el cual no hubiese sido capaz de causar de no encontrarse en tal posición de dominio. Cabe recordar que mediante dicha posición, el agente dominante tiene la capacidad de definir, directa o indirectamente, las condiciones en las que los demás participen en el mercado.

V. LA LIBERTAD DE CONTRATACIÓN

Artículo 62.- Libertad de contratar

La libertad de contratar garantiza que las partes pueden pactar válidamente según las normas vigentes al tiempo del contrato. Los términos contractuales no pueden ser modificados por leyes u otras disposiciones de cualquier clase. Los conflictos derivados de la

relación contractual sólo se solucionan en la vía arbitral o en la judicial, según los mecanismos de protección previstos en el contrato o contemplados en la ley.

Mediante contratos-ley, el Estado puede establecer garantías y otorgar seguridades. No pueden ser modificados legislativamente, sin perjuicio de la protección a que se refiere el párrafo precedente.

Un cuarto fundamento constitucional que consideramos pertinente abordar es el referido a la libertad de contratación y respecto del cual la jurisprudencia del Tribunal Constitucional⁸ ha hecho especial referencia para decir que la libertad de contratación se respalda en el principio de autonomía privada, el cual indica que tiene un doble contenido.

1. Libertad de contratar.

El contenido de la libertad de contratar está vinculado a la libertad de decidir cómo, cuándo y con quién se contrata. Al respecto, es pertinente indicar que esta característica particular implica algunas derivadas no menos relevantes, a decir:

- (a) De cara a la entidad financiera; debemos indicar que en la medida que los servicios financieros no son considerados servicios públicos sino actividades de interés público, las entidades que los prestan no están obligadas a proporcionar tales a toda persona que acuda a ellos en procura de alguna de las operaciones que ofrecen. Por el contrario, la prestación de algún servicio financiero supone la previa evaluación de la persona que requiere el servicio con el fin de determinar si las condiciones de riesgo de la misma son acordes a la políticas de la entidad.
- (b) De cara al cliente; en la medida que se requiere de una autorización de parte del Estado para brindar dichos servicios, los consumidores solo pueden acudir a empresas que cuentan con la autorización de la SBS

para prestarla, sobre todo tratándose de operaciones de captación de depósitos. No obstante, es pertinente reconocer que algunos servicios pueden ser prestados por empresas registradas y no necesariamente licenciadas, como es el caso del *factoring*.

2. Libertad contractual.

Es la facultad de decidir el contenido del contrato por pacto entre las partes, la cual se encuentra limitado por la aplicación de normas imperativas, orden público y buenas costumbres. Cabe agregar que, respecto a este punto, la doctrina es enfática en señalar que el Estado carece de facultad para intervenir en los alcances del contenido contractual. Es responsabilidad exclusiva de los contratantes el fijar las condiciones de los contratos que celebren dentro del marco legal y sin trasgredir el orden público y las buenas costumbres. Aunque la doctrina admite que, por excepción y en circunstancias excepcionales plenamente sustentadas, sea posible que mediante una Ley se puedan modificar el contenido de los contratos, esta es una práctica muy excepcional.

Adicionalmente, es importante señalar que el Código Civil ha establecido la posibilidad de que sobre determinados servicios, por la naturaleza de la prestación que ofrecen, pueda ser posible el empleo de cláusulas generales de contratación o desarrollar contratos de adhesión. Ello, porque las partes también requieren y exigen una aceleración en el uso de los servicios que se ofrecen, muchos de ellos estandarizados y de gran escala, con poca posibilidad de diferenciar el contenido. Como son algunos de los que se prestan en el sistema financiero dirigidos a ser realizados en formatos masivos; tal es el caso de los contratos de depósitos de ahorros, cuentas corrientes, tarjetas de crédito, entre otros.

En estos casos de contratación masiva, lo que se deja para negociar no es el contenido contractual sino las condiciones particulares de la contratación, como puede ser la tasa de interés

o los plazos del crédito. Cabe resaltar que en los contratos de adhesión el consumidor no tiene capacidad de incluir o desistirse del clausulado.

Por lo que, se hace necesaria la intervención del Estado a fin de validar el contenido de dicho contrato y cubrir la brecha que el consumidor se ve impedido de atender por tratarse de este tipo de contenido contractual. Como lo señala Avendaño, la libertad de empresa y la libertad contractual tienen limitaciones para la defensa de otros bienes constitucionales y sociales: la seguridad, la salud, los derechos de los trabajadores y de los consumidores, entre otros.⁹ Es así como, en el caso del sistema financiero, el supervisor ha desarrollado normativa relacionada a gestión de conducta de mercado para cubrir materialmente los espacios diferenciados o de asimetría entre el consumidor financiero y la empresa del sistema financiero. En este ejercicio, se han identificado cláusulas abusivas que se encuentran prohibidas de incluirse en los contratos, así como prácticas abusivas que no deben ser empleadas por las empresas.

VI. LA PROTECCIÓN DEL CONSUMIDOR

*Artículo 65.- Protección al consumidor
El Estado defiende el interés de los consumidores y usuarios. Para tal efecto garantiza el derecho a la información sobre los bienes y servicios que se encuentran a su disposición en el mercado. Asimismo vela, en particular, por la salud y la seguridad de la población.*

Un último fundamento constitucional es el relativo a la protección del consumidor. La regla base en el caso del sistema financiero es la presencia de los mecanismos de protección al ahorro, es decir, la protección al ahorrista. Es una prioridad que responde a una razonabilidad garantista del ahorro por parte del Estado, conforme se explicó en la primera parte del artículo. Sin embargo, para el Estado no deja de cobrar importancia en el marco del sistema financiero la participación del consumidor, que

8. STC 00026-2008-PI/TC y STC 00028-2008-PI/TC (acumulados), y STC 2185-2002-AA/TC.

9. Jorge Avendaño Váldez."La libertad de empresa y la libertad contractual en la Constitución Peruana" Advocatus 016, (2007: 177-180)

no siempre es ahorrista, sino que se involucra propiamente en el negocio bancario.

Cabe agregar que el Estado reconoce que el negocio bancario es uno que le puede significar demasiada complejidad a las personas, por un lado, por la tecnicidad que reviste. Pero, por otro, también por la imposibilidad de ser una parte activa en el contrato. En concordancia con lo que señalan Santiago Roca y Eva Céspedes sobre la protección del consumidor, en el Perú nace con la apertura del mercado como una manera de corregir las imperfecciones originadas por la asimetría informativa entre proveedores y consumidores.¹⁰ Es, en este contexto, donde la participación del Estado resulta relevante por cuanto, si bien la protección del consumidor es una competencia entregada al INDECOP, en el caso de la protección del consumidor financiero, la SBS supervisa y emite la regulación relacionada a la gestión de conducta de mercado de las empresas del sistema financiero. Mediante esta, se establecen principios y prácticas que deben considerar a favor de sus clientes y, tomando en cuenta los alcances de la protección al consumidor financiero, deben destacar los conceptos de transparencia y trato justo.

En materia de transparencia, las empresas deben revelar información a los clientes con la finalidad que conozcan el producto que contratan, y es por ello necesario que las empresas resalten específicamente las condiciones contractuales que pueden tener mayor efecto en la toma de decisiones de los consumidores. Asimismo, las empresas deben evitar redactar cláusulas abusivas, así como adoptar prácticas abusivas.

Por su parte, las cláusulas abusivas atentan contra la buena fe contractual y extienden la brecha entre la empresa del sistema financiero y el consumidor. Pues se establece un desbalance en la imputación mutua de derechos y obligaciones contractuales, en especial cuando los contratos utilizados en el sistema financiero son redactados previamente por las empresas del sistema financiero y sin mayor espacio a negociación.

10. Santiago Roca y Eva Céspedes. "La ley y las prácticas de protección al consumidor en Perú". Gestión de Política Pública (2), 2011: 485-522

Asimismo, las prácticas abusivas toman ventaja de la posición de dominio contractual, afectando la toma de decisiones del consumidor, imponiendo algunos aspectos innecesarios o imprevisibles para mantener la relación de consumo.

Finalmente, es importante indicar que si bien la Constitución reconoce la importancia de la protección al consumidor, ello no está al mismo nivel de la protección al ahorrista. En este existe la garantía del Estado por el ahorro y el encargo directo a una entidad autónoma y especializada de velar por los intereses del público ahorrista, velando por un sistema financiero sólido y confiable. Esto es sumamente relevante en la medida que este fundamento nos servirá para establecer la prioridad en la cautela de las acciones, privilegiando al ahorrista y la salud de un sistema financiero que debe estar siempre a la altura de responder a las obligaciones para con el público.

VII. CONCLUSIÓN

A lo largo del artículo se ha querido resaltar la importancia del fundamento constitucional del derecho financiero. El desarrollo del sistema financiero peruano no puede dejarlos de lado, debe mantener presente la existencia de su contenido e importancia en los nuevos retos que asuman.

El sistema financiero, más allá de estos nuevos retos que enfrenta, no deja de ser el vehículo de la economía que acorta brechas en el mercado financiero entre superavitarios y deficitarios. Es una máxima que existe, independientemente de la operatividad o la tecnología que aplique.

Siendo ello así, resulta por demás conveniente y vigente revisar el respaldo garantista del sistema financiero en el Estado, y la gran tarea que tanto este como los privados asumen en el mantenimiento de su sostenibilidad y solidez; con el nuevo reto de apostar por una mayor inclusión financiera en un contexto digital y de nuevas tecnologías.

Recibido con fecha 30 de junio de 2025 y aceptado por el Comité Arbitral con fecha 31 de agosto de 2025.

Taxonomías para las Finanzas Sostenibles

Taxonomies for Sustainable Finance

MERCEDES FERNÁNDEZ MOSCOL

Abogada por la Pontificia Universidad Católica del Perú.
Maestría en Derecho por la Escuela de Leyes de la Universidad de Columbia.

SUMARIO:

- I. Introducción.
- II. Definición de Taxonomías.
- III. Beneficios de las Taxonomías.
- IV. Taxonomías en América Latina.
- V. Situación en el Perú.
- VI. Conclusiones.

RESUMEN:

El objetivo del presente artículo es efectuar una introducción del estado de las taxonomías para las finanzas sostenibles, efectuando un resumen de su origen, de su contenido en Europa y en algunos países de América Latina y, en particular, de su estado en el Perú. De igual manera, se presentan algunos de los beneficios que puede alcanzarse de contar con una taxonomía.

Palabras clave: Agenda 2030, ODS, Finanzas Sostenibles, Taxonomías, Finanzas Verdes.

ABSTRACT:

The purpose of this article is to provide an introduction to the status of taxonomies for sustainable finance, summarizing their origin, their content in Europe and some Latin American countries, and, in particular, their status in Peru. Similarly, some of the benefits that can be achieved by having a taxonomy are presented.

Keywords: 2030 Agenda, SDGs, Sustainable Finance, Taxonomies, Green Finance.

I. INTRODUCCIÓN

En la Asamblea General de las Naciones Unidas de 2015 y como parte de la Agenda 2030 para el Desarrollo Sostenible se adoptaron los Objetivos de Desarrollo Sostenible –ODS¹– que son un conjunto de 17 metas globales vinculados con:

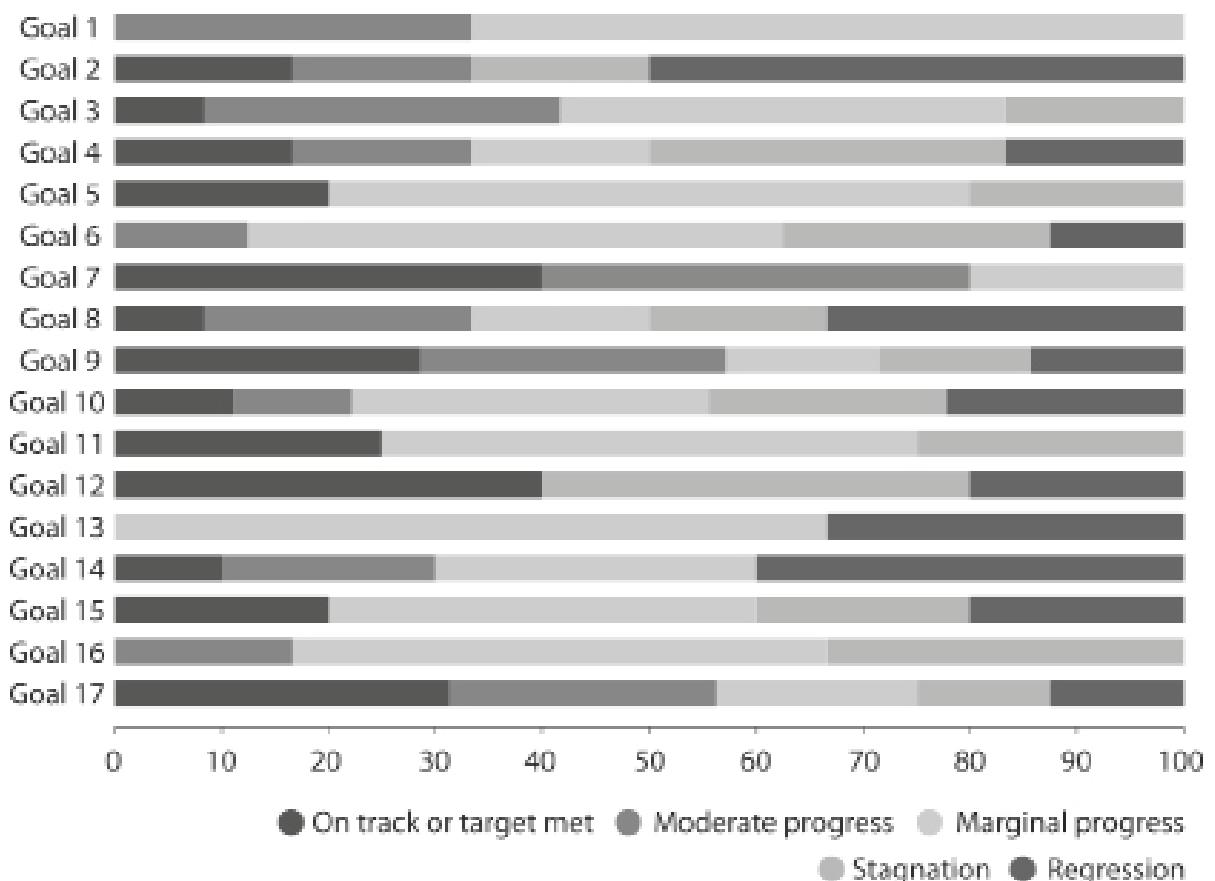
1 Fin de la pobreza	2 Hambre cero	3 Salud y bienestar
4 Educación de calidad	5 Igualdad de género	6 Agua limpia y saneamiento
7 Energía asequible y no contaminante	8 Trabajo decente y crecimiento económico	9 Industria, innovación e infraestructuras
10 Reducción de las desigualdades	11 Ciudades y comunidades sostenibles	12 Producción y consumo responsables
13 Acción por el clima	14 Vida submarina	15 Vida de ecosistemas terrestres
16 Paz, justicias e instituciones sólidas	17 Alianzas para lograr objetivos	

1. La Asamblea General adopta la Agenda 2030 para el Desarrollo Sostenible, acceso el 15 de mayo de 2025, <https://www.un.org/sustainabledevelopment/es/2015/09/la-asamblea-general-adopta-la-agenda-2030-para-el-desarrollo-sostenible/>

Según Pacto Mundial², de acuerdo con el Informe de ODS 2024 de las Naciones Unidas³, solo el 17% de las 169 metas de los 17 Objetivos de Desarrollo Sostenible están en camino

de lograrse. A continuación, puede apreciarse el avance de los objetivos de acuerdo con el referido informe:

Gráfico No. 1
Avance de los Objetivos ODS



Como puede notarse, existen varios objetivos que todavía requieren de trabajo para alcanzar las metas que se había propuesto en su oportunidad. De acuerdo con el Informe de ODS 2024, hay un 18% de los objetivos que muestra un estancamiento y un 17% que muestra un retroceso respecto de los niveles de base y solo un 17% muestra un avance suficiente como para alcanzar los objetivos.

De acuerdo con la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico –OCDE⁴–, el financiamiento dirigido a alcanzar los ODS se encontraba encaminado; sin embargo, luego de la pandemia ocasionada por el COVID-19, la brecha financiera anual para alcanzar los ODS ha alcanzado niveles alarmantes con últimos estimados que van desde USD 3 billones a USD 4 billones.

2. ¿En qué situación se encuentran los ODS de la Agenda 2030?, acceso 2 de junio de 2025, <https://www.pactomundial.org/noticia/en-que-situacion-se-encuentran-los-ods-de-la-agenda-2030/>
3. Organización de las Naciones Unidas (ONU). (2024). The Sustainable Development Goals Report 2024. Nueva York: Departamento de Asuntos Económicos y Sociales de las Naciones Unidas.
4. OECD (2025), Global Outlook on Financing for Sustainable Development 2025: Towards a More Resilient and Inclusive Architecture, OECD Publishing, Paris, acceso 27 de junio de 2025, <https://doi.org/10.1787/753d5368-en>.

Por ende, no cabe duda de que para alcanzar los ODS se requiere incrementar los flujos de capital hacia inversiones que contribuyan al desarrollo económico sostenible y bajo en carbono.

En tal sentido, como vamos a desarrollar en las siguientes secciones, una taxonomía de finanzas sostenibles representa una herramienta necesaria para que tales recursos lleguen a aquellas actividades o proyectos que realmente se encuentren alineados con los objetivos de desarrollo sostenible y evitar el *greenwashing* o lavado verde.

II. DEFINICIÓN DE TAXONOMÍAS

A manera de antecedente, es importante tener en consideración cómo nacen las taxonomías en la Unión Europea. En efecto, sobre ello, en diciembre de 2016, la Comisión Europea recomendó a un grupo de expertos definir una estrategia general completa de la Unión Europea en relación con las finanzas sostenibles.

El 31 de enero de 2018 se publicó el informe del grupo de expertos y concluye que se requiere un sistema de clasificación técnicamente sólido a escala de la Unión Europea a fin de aclarar qué actividades se consideran “ecológicas” o “sostenibles”, comenzando por la mitigación del cambio climático.

De igual manera, el 8 de marzo de 2018, la Comisión publicó su “Plan de Acción: Financiar el crecimiento sostenible”⁵. De acuerdo con el referido Plan de Acción se requiere lo siguiente:

- a. Elaborar un sistema de clasificación de la Unión Europea para las actividades sostenibles -o taxonomía- de las actividades sostenibles para orientar los flujos hacia

actividades más sostenibles, pero ello debe sustentarse en una interpretación común de la sostenibilidad medioambiental de las actividades y las inversiones.

- b. Crear normas y etiquetas aplicables a los productos financieros verdes.
- c. Fomentar la inversión en proyectos sostenibles.
- d. Incorporar la sostenibilidad al ofrecer asesoramiento financiero.
- e. Elaborar parámetros de referencia de sostenibilidad.
- f. Integrar mejor la sostenibilidad en las calificaciones crediticias y los estudios de mercado.
- g. Clarificar las obligaciones de los inversores institucionales y los gestores de activos.
- h. Incorporar la sostenibilidad a los requisitos prudenciales.
- i. Reforzar la divulgación de información sobre sostenibilidad y la elaboración de normas contables.
- j. Fomentar un gobierno corporativo sostenible y reducir el cortoplacismo en los mercados de capitales.

Como puede notarse, de las conclusiones del referido Plan de Acción, las taxonomías son un sistema de clasificación que tienen por propósito definir qué inversiones y actividades son consideradas sostenibles. De acuerdo con Pacto Mundial⁶, ello tiene seis objetivos:

- a. Mitigación del cambio climático
- b. Adaptación al cambio climático
- c. El uso sostenible y la protección de los recursos.
- d. La transición a una economía circular
- e. Prevención y control de la contaminación
- f. La protección y la restauración de la biodiversidad y los ecosistemas

En la siguiente infografía de Pacto Mundial⁷ se puede encontrar la relación de estos objetivos con los ODS:



A partir del Plan de Acción antes mencionado, se publica el Reglamento UE N° 2020/852 del Parlamento Europeo y del Consejo de la Unión Europea con fecha 18 de junio de 2020. De acuerdo con el referido Reglamento, una actividad económica tendrá la consideración de medioambientalmente sostenible cuando dicha actividad:

- a. Contribuya sustancialmente a uno o varios de los siguientes objetivos medioambientales, de conformidad con los criterios que se indican en el Reglamento y no cause ningún perjuicio significativo conforme se indica a continuación:

5. Document 52018DC0097. Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo Europeo, al Consejo, al Banco Central Europeo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones. Plan de Acción: Financiar el desarrollo sostenible. COM/2018/097 final, acceso 19 de junio de 2025, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/ALL/?uri=CELEX:52018DC0097>

6. Finanzas Sostenibles y Agenda 2030: Invertir en la Transformación del Mundo. White Paper N° 1. Actualización 2022, acceso 20 de junio de 2025, <https://www.pactomundial.org/biblioteca/white-paper-no-1-finanzas-sostenibles-y-agenda-2030-invertir-en-la-transformacion-del-mundo/>

Objetivo Medioambiental	Perjuicio Significativo: Si la actividad:
Mitigación del cambio climático	Da lugar a considerables emisiones de gases de efecto invernadero.
Adaptación al cambio climático	Provoca un aumento de los efectos adversos de las condiciones climáticas actuales y de las previstas en el futuro, sobre sí misma o en las personas, la naturaleza o los activos.
Uso sostenible y protección de los recursos hídricos y marinos	Va en detrimento del buen estado o del buen potencial ecológico de las masas de agua, incluidas las superficiales y subterráneas, o del buen estado ecológico de las aguas marinas.
Transición hacia una economía circular	Genera importantes ineficiencias en el uso de materiales o en el uso directo o indirecto de recursos naturales, en particular en términos de durabilidad y de posibilidades de reparación, actualización, reutilización o reciclado de los productos; da lugar a un aumento significativo de la generación, incineración o eliminación de residuos, excepto la incineración de residuos peligrosos no reciclables; o, la eliminación de residuos a largo plazo pueda causar un perjuicio significativo y a largo plazo para el medio ambiente.
Prevención y control de la contaminación	Da lugar a un aumento significativo de las emisiones de contaminantes a la atmósfera, el agua o el suelo, en comparación con la situación existente antes del comienzo de la actividad.
Protección y recuperación de la biodiversidad y los ecosistemas	Va en gran medida en detrimento de las buenas condiciones y la resiliencia de los ecosistemas, o del estado de conservación de los hábitats y las especies.

b. Se debe cumplir con ciertas garantías sociales mínimas; por ejemplo, la actividad debe efectuarse de conformidad con las Líneas Directrices de la OCDE para Empresas Multinacionales⁸ y de los Principios Rectores de las Naciones Unidas sobre las empresas y los derechos humanos⁹, incluidos los principios y derechos establecidos en los ocho convenios fundamentales a que se refiere la Declaración de la Organización Internacional del Trabajo relativa a los principios y derechos fundamentales en el trabajo¹⁰ y la Carta Internacional de Derechos Humanos¹¹.

c. Se debe ajustar a los criterios técnicos de selección adoptados por la Comisión Europea y aprobados por el Reglamento Delegado UE Nº 2021/2139 de la Comisión de la Unión Europea de 4 de junio de 2021.

Los elementos claves de las taxonomías para las finanzas verdes o sostenibles son:

- a. Los objetivos ambientales o sociales.
- b. Los sectores económicos priorizados y las actividades económicas elegibles.
- c. Los requisitos mínimos. Aquí hablamos por ejemplo de la contribución sustancial a uno o varios de los objetivos; el no hacer daño significativo a ninguno de los objetivos ambientales; y, cumplir con las salvaguardias mínimas sociales.
- d. Los criterios técnicos de selección que permiten determinar las condiciones que debe cumplir una actividad económica elegible para contribuir sustancialmente a

uno o varios de los objetivos. Estos criterios pueden ser cuantitativos –i.e. métricas o umbrales– o cualitativos –i.e. basados en prácticas o certificaciones–.

III. BENEFICIOS DE LAS TAXONOMÍAS

Como hemos señalado en la sección anterior, uno de los objetivos que tuvo la Comisión Europea para establecer una taxonomía fue identificar sectores y actividades sostenibles, lo que –bajo su consideración– permitiría una identificación simple de tales actividades y tener un lenguaje común.

Es indudable que contar con una clasificación otorga claridad para las empresas de conocer de manera anticipada si sus proyectos serán considerados sostenibles o no y, por ende, si serán elegibles para recibir recursos de inversionistas que desean facilitar capital a actividades sostenibles e incluso incentivos de parte de los propios Estados. Como otro lado de la misma moneda, esta clasificación permite a los inversionistas y al Estado saber si un proyecto es considerado verde o sostenible, las características de los proyectos que se consideran elegibles en un determinado país o región.

De igual manera, las taxonomías coadyuvan a definir indicadores de impacto y a que se efectúen mediciones que permiten conocer los avances que en materia medioambiental o de sostenibilidad se producen en determinados proyectos.

Tal estandarización permite la comparabilidad entre las inversiones y saber cuáles de ellas

8. OECD (2023), Líneas Directrices de la OCDE para Empresas Multinacionales sobre Conducta Empresarial Responsable, OECD Publishing, Paris, acceso 25 de junio de 2025 <https://doi.org/10.1787/7abea681-es>.

9. Guiding Principles on Business and Human Rights: Implementing the United Nations "Protect, Respect and Re-medy" Framework (2011), acceso 20 de junio de 2025 <https://digitallibrary.un.org/record/720245?ln=es&v=pdf>

10. Se refiere a los siguientes convenios: Convenio Relativo a la Libertad Sindical y a la Protección del Derecho de Sindicación, 1948; Convenio Relativo a la aplicación de los principios del Derecho de Sindicación y de Negociación Colectiva, 1949; Convenio Relativo al Trabajo Forzoso u Obligatorio, 1930; Convenio Relativo a la Abolición del Trabajo Forzoso, 1957; Convenio sobre la Edad Mínima de Admisión al Empleo, 1973; Convenio Sobre la Prohibición de las Peores Formas de Trabajo Infantil y la Acción Inmediata para su Eliminación, 1999; Convenio Relativo a la Igualdad de Remuneración entre la Mano de Obra Masculina y la Mano de Obra Femenina por un Trabajo de Igual Valor, 1951; y el Convenio Relativo a la Discriminación en Materia de Empleo y Ocupación, 1958.

11. Que se refiere a la Declaración Universal de Derechos Humanos, el Pacto Internacional de Derechos Económicos, Sociales y Culturales y el Pacto Internacional de Derechos Civiles y Políticos.

tienen mayor alcance, la etapa en la que se ingresa a un proyecto, lo que se espera de este y los avances que aún se requieren para alcanzar determinados objetivos.

Por último, las taxonomías permiten la preventión de lo que se conoce como greenwashing o lavado verde que podría ser definido como “*La ampliación selectiva de información ambientalmente positiva a través de la publicidad, que causa una imagen distorsionada de la realidad en la mente del consumidor, en la que estos aspectos ecológicos se encuentran sobre-representados*”¹². Un artículo de Greenpeace¹³ resume bien por qué el greenwashing es malo: porque permite a las empresas mantener los negocios como siempre han operado mientras pretenden que lo están mejor, retrasa o paraliza las acciones que deben adoptarse hacia mejores sistemas, nos distrae pensando que los problemas ambientales vienen siendo solucionados cuando en la realidad ello no viene ocurriendo.

Para evitar ello, la Unión Europea ha publicado el 28 de febrero de 2024 la Directiva contra el Greenwashing, Directiva –UE– 2024/825 del Parlamento Europeo y del Consejo de la Unión Europea a fin de lograr una mejor protección contra las prácticas desleales y mediante una mejor información. Esta Directiva establece algunos mecanismos para evitar el lavado verde como, por ejemplo, la verificación por terceros, es decir, las empresas pueden ser requeridas a someter sus compromisos y metas medioambientales a la verificación de terceros expertos independientes.

En Estados Unidos de Norteamérica si bien no se ha desarrollado una taxonomía ni ha anunciado planes para su elaboración; sin embargo, el 6 de marzo de 2024 la Securities and Exchange Commission –SEC– adoptó las reglas para estandarizar la información en el mercado relacionada con clima¹⁴ que serán aplicables a las empresas

públicas y a aquellas que hayan efectuado ofertas públicas. El objetivo de acuerdo con el comunicado publicado por la SEC es contar con información consistente, comparable y confiable acerca de los efectos financieros de riesgos asociados al clima en las operaciones de las empresas bajo alcance y del manejo de esos riesgos.

Las reglas requerirán la difusión de:

- a. Riesgos relacionados con el clima que tengan o razonablemente tendrán un impacto sustancial en los negocios de la empresa, sus resultados o su condición financiera.
- b. Los impactos sustanciales, reales o potenciales, en la estrategia, modelo de negocio y resultados.
- c. Si como parte de su estrategia la entidad adoptado actividades para mitigar o adaptarse a un riesgo relacionado con el clima, una descripción cuantitativa y cualitativa de los gastos sustanciales incurridos y el impacto en sus estimados financieros y asunciones que directamente resulten de tales actividades.
- d. Información específica acerca de las actividades de mitigación o adaptación incluyendo el uso de planes de transición, análisis de escenarios o precios de carbono internos.
- e. Cualquier proceso que la empresa haya identificado, analizado y administrado sobre los riesgos y si dichos procesos se han integrado en su sistema de riesgos o procesos.
- f. Información sobre sus objetivos relacionados con clima que sustancialmente afecten sus negocios, resultados o condición financiera. Incluyendo gastos e impactos sustanciales en estimados financieros y asunciones derivadas directamente de tales objetivos.
- g. Para LAFs –siglas de *large accelerated filers*– y AFS –siglas de *accelerated filers*– informa-

ción sobre emisiones sustanciales de gases de efecto invernadero de tipo Alcance 1 y de Alcance 2. Cabe indicar que se entiende por Alcance 1 y por Alcance 2.

- h. Se deberá presentar reportes de aseguramiento respecto de las emisiones de gases de efecto invernadero a que se refiere el punto anterior. En un inicio serán reportes de alcance limitado y luego de alcance razonable.
- i. Los estados financieros deberán incluir notas sobre:

- Costos, gastos y pérdidas como resultado de eventos climáticos severos.
- Los costos, gastos y pérdidas relacionados con compensaciones de carbono y créditos o certificados de energía renovable si se han usado como un componente sustancial para alcanzar sus objetivos vinculados con el clima.
- Si los estimados y asunciones que se han usado para la elaboración de los estados financieros se ven impactados de manera sustancial por riesgos asociados a eventos climáticos severos y otras condiciones u objetivos o planes de transición.

- Se deberá evitar el uso de imágenes, colores y afirmaciones de carácter general, que no precisen los beneficios específicos de los productos y/o servicios, a fin de evitar el denominado greenwashing.
- Las alegaciones falsas sobre atributos medioambientales se tipifican como actos de engaño.
- Las sanciones consistirían en la aplicación de multas.

De otro lado, de acuerdo con el documento denominado “Cambio Climático y Finanzas Sostenibles Visión de la SBS”, en el ámbito financiero, las taxonomías son fuentes de información usadas por los inversionistas, así como por las empresas del sector financiero para determinar si sus actividades de financiación e inversión se encuentran alineadas con los objetivos verdes. Asimismo, el desarrollo de la taxonomía es fundamental en el proceso de divulgación, pues proporciona un lenguaje y una comprensión común para determinar la sostenibilidad de las operaciones de las empresas supervisadas, y estandariza la información para todos los participantes del mercado¹⁶.

IV. ALGUNAS TAXONOMÍAS DE AMÉRICA LATINA

Actualmente, varias taxonomías de América Latina y el Caribe están en implementación o en desarrollo. Dado el riesgo de que haya falta de comparabilidad entre estas, el Grupo de Trabajo sobre Taxonomías de Finanzas Sostenibles para América Latina y el Caribe¹⁷ ha actuado como Comité Directivo del desarrollo técnico de un Marco Común de Taxonomías de Finanzas Sostenibles para América Latina y el Caribe.

-
- 15. Indecopi. “Guía de Publicidad Ambiental”. <https://cdn.www.gob.pe/uploads/document/file/5288796/4749865-guia-de-publicidad-ambiental-vf.pdf?v=1697551827>
 - 16. Cambio Climático y Finanzas Sostenibles Visión de la SBS, acceso el 10 de mayo de 2025, <https://www.sbs.gob.pe/Portals/0/jer/PUBLICACIONES/2024/Documento-Cambio-climatico-SBS.pdf>
 - 17. Este grupo de trabajo se encuentra constituido por el Programa de Naciones Unidas para el Medio Ambiente (PNUMA) y su Iniciativa Financiera (UNEP FI), Programa de Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD), la Corporación Financiera Internacional (IFC), el Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional (FMI), el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), la Cooperación Andina de Fomento (CAF), la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), la Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO) y la Comisión Europea como asesor externo.

12. Moritz Hallama; Marc Montlló; Sergio Rofas; y, Genís Ciutat, “El Fenómeno del Greenwashing y su Impacto sobre los Consumidores Propuesta Metodológica para su Evaluación, *Aposta 50*, (2011): p 1-38

13. Greenwash: what it is and how not to fall for it, acceso el 22 de junio de 2025, <https://www.greenpeace.org.uk/news/what-is-greenwashing/>

14. Press Release of U.S. Securities and Exchange Commission. “SEC Adopts Rules to Enhance and Standardize Climate-Related Disclosures for Investors” <https://www.sec.gov/news/press-release/2024-31>

Dicho Marco Común es un documento que puede servir como una referencia voluntaria para orientar a los estados que están en proceso o tienen la intención de desarrollar taxonomías de finanzas sostenibles. Este marco establece un conjunto de principios rectores que permitirán la comparabilidad y la interoperabilidad de las taxonomías de finanzas sostenibles en la región.¹⁸

A la fecha varios países de América Latina cuentan con taxonomías tales como México, Colombia, Panamá, Costa Rica y República Domi-

nicana. Colombia fue la primera en lanzar una taxonomía en abril de 2022 y en marzo de 2023, México publicó su taxonomía.

A inicios de 2025 el Ministerio de Hacienda de Chile presentó un anteproyecto llamado Taxonomía Medioambientalmente Sostenible – T-MAS – que se espera sea implementada este año.

A continuación, presento un cuadro comparativo entre las Taxonomías de Colombia, México y el Anteproyecto de Chile:

Cuadro Comparativo de Taxonomías

Tema	Colombia ¹⁹	México ²⁰	Chile ²¹
Objetivos	Mitigación del cambio climático	<u>Ambientales:</u> Mitigación del cambio climático	Mitigación del Cambio Climático
	Adaptación al cambio climático	Adaptación al cambio climático	Adaptación al Cambio Climático
	Conservación de los ecosistemas y biodiversidad	Uso sostenible y la protección de los recursos hídricos y marinos	Uso sostenible de recursos hídricos y marinos
	Gestión del agua	Transición a una economía circular	Transición hacia una economía circular
	Gestión del suelo	Prevención y control de la contaminación	Prevención y control de la contaminación, Conservación y restauración de ecosistemas y biodiversidad

18. Marco común de taxonomías de finanzas sostenibles para América Latina y el Caribe, acceso el 10 de junio de 2025, <https://www.undp.org/es/latin-america/eventos/marco-comun-de-taxonomias-de-finanzas-sostenibles-para-america-latina-y-el-caribe#:~:text=Las%20taxonom%C3%ADas%20de%20finanzas%20sostenibles,los%20objetivos%20de%20desarrollo%20sostenible>.

19. Taxonomía Verde de Colombia, acceso el 25 de junio de 2025, <https://www.taxonomiaverde.gov.co/>

20. Taxonomía Sostenible de México, acceso el 20 de junio de 2025, <https://www.finanzassostenibles.hacienda.gob.mx/es/finanzassostenibles/taxonomia>

21. Ante proyecto sistema de Clasificación o Taxonomía de Actividades Económicas Medioambientales sostenibles de Chile <https://cms.hacienda.cl/ciudadana/assets/documento/descargar/df6620edf2776/1735646399>

Economía circular	Protección y restauración de la biodiversidad y los ecosistemas	
Prevención y control de la contaminación	<u>Sociales:</u> Trabajo decente – incluidos los trabajadores en distintos puntos de la cadena de valor –	
	Niveles de vida adecuados y bienestar para los usuarios finales	
	Comunidades y sociedades inclusivas y sostenibles	
Sectores económicos		
Energía	Silvicultura	Agricultura, ganadería, silvicultura, pesca y acuicultura
Construcción	Actividades de protección y restauración del medio ambiente	Minas y canteras
Gestión de residuos y captación de CO ₂	Manufacturas	Industrias manufactureras
Gestión del Agua	Energía	Suministro de electricidad, gas, vapor y aire acondicionado
Transporte	Abastecimiento de agua, alcantarillado, gestión de residuos y remediación	Suministro de agua, evacuación de aguas residuales, gestión de desechos y descontaminación Construcción
Tecnologías de la Información	Transporte	Transporte y almacenamiento
Manufactura	Construcción e inmobiliaria	Información y comunicaciones

Sectores económicos	Ganadería	Información y comunicación	Actividades inmobiliarias
Agricultura	Actividades profesionales, científicas y técnicas		
Forestal	Actividades financieras y de seguro		
	En cuanto lo objetivos sociales — se han postulado—:		
	Educación		
	Actividades de salud humana y trabajo social		
	Artes, entretenimiento y recreación		

Como puede apreciarse tanto la taxonomía de Colombia como la del Anteproyecto de Chile son clasificaciones verdes o medioambientales; sin embargo, la taxonomía de México contiene también objetivos de carácter social. Uno de los aspectos que tienen en común es que todas ellas son binarias, es decir, las actividades son clasificadas como sostenibles o no, pero no son un sistema gradual o semáforo, es decir, no son un sistema que clasifica actividades según un nivel o grado de sostenibilidad.

En cuanto a las funciones, las taxonomías se centran en favorecer la identificación de actividades económicas y activos que aporten de manera significativa a canalizar flujos hacia objetivos ambientales o sociales. Sin embargo, en las funciones de la taxonomía de Colombia se

destaca facilitar la diferenciación y clasificación de los instrumentos financieros; en cambio, en la taxonomía de México se resalta la importancia de canalizar el financiamiento público y privado hacia actividades con impactos positivos en el medio ambiente y la sociedad, así como sentar las bases para el desarrollo de políticas públicas en materia de finanzas sostenibles²².

En Colombia y en México se han desarrollado casos pilotos de implementación.

Por un lado, en Colombia²³, entre diciembre de 2021 y febrero de 2023, se desarrollaron pilotos voluntarios de implementación de la Taxonomía Verde de Colombia con 5 establecimientos de crédito: 3 bancos comerciales, un banco de segundo piso y un banco con componente de

microfinanzas, abordando los diez –10– sectores de la Taxonomía Verde, cubriendo aproximadamente un 74.5% de las actividades o activos definidos en la taxonomía. Como resultado se obtuvo:

a. En cuanto identificación de prácticas de gestión de la sostenibilidad: entre las 5 entidades participantes del piloto ya se habían realizado más de 2600 operaciones de crédito a través del Sistema de Administración de Riesgos Sociales y Ambientales –SARAS–.

b. En cuanto alineación operacional a través de revisión de políticas y procesos, se identificaron las siguientes principales brechas: disponibilidad de información técnica para validar criterios y requisitos de la Taxonomía, falta de cobertura de la evaluación de riesgos ambientales y sociales que permita demostrar que la actividad no genera un daño significativo al ambiente o la sociedad; falta de capacidad técnica para evaluar los criterios de la Taxonomía y hacer seguimiento a los créditos verdes; falta de alineación de certificados sostenibles con los criterios de la Taxonomía; dificultad para alinear los requisitos técnicos establecidos por diferentes actores –multilaterales, casa matriz, entre otros–; y, falta desarrollar indicadores de seguimiento o beneficio ambiental según el tipo de actividad finanziada.

Por otro lado, en el caso de México, en 2023 se implementó también un programa piloto con la participación de diversas entidades financieras seleccionadas que incluyó diez instituciones participantes, provenientes de la Banca Comercial, Banca de Desarrollo, Fondos de Pensiones, Aseguradoras, Fondos de Inversión y Emisoras, cuyos gremios representan el 94% de los activos totales del sistema financiero²⁴.

En cuanto a las principales brechas, se encuentran las siguientes:

a. **Estratégicas:** las estrategias, objetivos y metas en materia de sostenibilidad de las instituciones no se encuentran alineadas con los principios establecidos de la taxonomía; algunas de las instituciones no disponen de estrategias para promover la igualdad de género tanto al interior de sus instituciones, como en la oferta de productos o servicios financieros; y, la mayoría de las instituciones no cuentan con procesos o sistemas adecuados para la evaluación y mitigación de riesgos ambientales y sociales.

b. **Proceso de originación:** En muchas instituciones, la información sobre los proyectos financiados se presenta de manera general, abordando conceptos amplios de sostenibilidad, sin detallar el uso específico de los recursos; en la mayoría de las instituciones financieras, la información técnica disponible de los proyectos es limitada y carece de estandarización; y, la mayoría de instituciones se encuentra en etapas muy iniciales de creación de capacidades y de adaptación de sus sistemas internos para recabar y sistematizar información relacionada con la taxonomía.

c. **Reporte y seguimiento:** La información que divulgan las entidades sobre los instrumentos de inversión o deuda que colocan en el mercado es limitada; y, las instituciones financieras que buscan enverdecer sus carteras, suelen referirse a los informes de sostenibilidad publicados por otras entidades; pero existe una falta de homologación sobre la información que proporcionan las instituciones.

d. **Capacidades:** Los recursos humanos asignados para atender temas de sostenibili-

22. Dayana Vega, Itziar Patiño y Kepa Solaun, "Taxonomías para finanzas sostenibles. Un enfoque comparado Europa-Latinoamérica", *Ekonemiaz* 106, (2024): 50.

23. Resultados de los Pilotos de Taxonomía Verde de Colombia, acceso el 26 de junio de 2025, en: <https://www.super-financiera.gov.co/jsp/10111958>

24. Reporte de Resultados y Recomendaciones del Programa Piloto de la Taxonomía Sostenible https://www.finanzassostenibles.hacienda.gob.mx/work/models/finanzassostenibles/recursos/documentos/taxonomia/Resultados_Programa_Piloto_TSM.pdf

dad son pequeños; no se ha integrado ni sensibilizado adecuadamente a los equipos comerciales, de negocios y de inversiones respecto a la adopción de la Taxonomía; y, existe una falta de conocimiento técnico sobre aspectos generales de sostenibilidad en las instituciones.

- e. **Regulatorias:** Una de las principales brechas identificadas durante el piloto fue la falta de regulación ASG, incluyendo la Taxonomía, para otras instituciones del sistema financiero como emisoras, instituciones de crédito y fondos de inversión; y, para algunas instituciones, cuyas carteras tienen una alta colocación de líneas de crédito para pequeñas y medianas empresas, representa un reto importante la falta de información divulgada por estas entidades.

V. ESTADO DE LA TAXONOMÍA PARA LAS FINANZAS VERDES EN EL PERÚ

En el año 2023 se publicó la Hoja de Ruta de Finanzas Verdes, mediante Decreto Supremo N° 7-2023-MINAM. El Plan Nacional de Competitividad y Productividad 2024-2030, aprobado por Decreto Supremo N° 203-2024-EF, establece como Objetivo prioritario N° 4 "Financiamiento" el desarrollo e impulso de una Taxonomía de Finanzas Verdes –TFV– la cual deberá encontrarse aprobada y difundida hasta diciembre de 2025.

Ahora bien, el Ministerio del Ambiente –MINAM– viene trabajando desde el 2021 en el desarrollo de una taxonomía para las finanzas verdes. Los aliados estratégicos del MINAM son el Proyecto BiolInvest operado por la Cooperación Alemana al Desarrollo –GIZ– y la Corporación Financiera Internacional.

De acuerdo con el MINAM²⁵:

- En el 2023 se ha trabajado en el desarrollo técnico de algunos de los capítulos de los sectores que se proyectan: construcción, energía, agua y saneamiento, agricultura y silvicultura. Estos capítulos atienden principalmente la variable clima: mitigación y adaptación, seguido de otras temáticas como biodiversidad y economía circular de manera gradual.
- La taxonomía comenzaría siendo voluntaria y luego se incrementaría su nivel de solicitud, aplicación y divulgación. De igual manera, con posterioridad se espera incluir las variables sociales.
- Se espera que se apruebe la taxonomía en septiembre de 2025

VI. ALGUNAS CONCLUSIONES

Como hemos podido ver, una taxonomía es una herramienta necesaria para identificar con claridad los proyectos que se consideran verdes, sociales o sostenibles.

En tal sentido, va a ser importante para Perú contar con un instrumento, pues este permitirá a las instituciones financieras, fondos de inversión y otro tipo de inversionistas institucionales canalizar recursos hacia los proyectos que el Estado Peruano desee priorizar en materia ambiental y/o social.

De igual manera, va a resultar necesario conocer las brechas que se han identificado en los pilotos de otros países de América Latina para poder prever qué pasos pueden irse adoptando tanto de Estado como a nivel de las entidades privadas.

Recibido con fecha 22 de mayo de 2024 y aceptado por el Comité Arbitral con fecha 21 de octubre de 2024



25. Stakeholders. Contar con una taxonomía de finanzas verdes aprobada será clave, acceso el 28 de junio de 2025, <https://stakeholders.com.pe/medio-ambiente/economia-verde/contar-con-una-taxonomia-de-finanzas-verdes-aprobada-sera-clave/>

"Cuando el río suena, piedras trae": La función de los *covenants* financieros en operaciones de financiamiento

"When the river makes noise, it carries stones": The role of financial covenants in financing transactions

THOMAS THORNDIKE

Abogado por la Universidad de Lima.
Master en Derecho (LLM) por Columbia University.
Profesor de Garantías e Instrumentos Corporativos en la Universidad del Pacífico.

SUMARIO:

- I. Introducción.
- II. El problema y los costos de agencia en la relación de financiamiento.
- III. Los mecanismos contractuales de monitoreo y *bonding* para mitigar el problema de agencia.
- IV. *Covenants* financieros, ¿Qué son? ¿Cómo funcionan? ¿Para qué sirven?
- V. Categorías o tipos de *covenants* financieros.
- VI. EBITDA.
- VII. Algunos asuntos prácticos y temas a considerar al negociar *covenants* financieros.

RESUMEN:

A través del presente artículo, el autor repasa la motivación para la inclusión de este tipo de cláusulas en contratos de financiamiento, que son los covenants financieros, algunos tipos o categorías de los mismos, conceptos clave para su utilización y ciertos aspectos relevantes desde el punto de vista práctico al utilizarlos y negociarlos.

Palabras clave: Financiamientos, *covenants* financieros, ratios, costos de agencia, EBITDA y mecanismos de monitoreo.

ABSTRACT:

Through this paper, the author reviews the motivation for the inclusion of this type of clauses in financing agreements, what are financial covenants, some types or categories of the same, key concepts for their use and certain relevant aspects from a practical standpoint when using and negotiating them.

Keywords: Financings, financial covenants, ratios, agency costs, EBITDA and monitoring mechanisms.

"...la estructura de incentivos que opera sobre prestamistas y prestatarios en contratos de financiamiento siempre debe tender a promover la eficiencia en términos económicos..."

Daniel R. Fischel

I. INTRODUCCIÓN

Los síntomas de las enfermedades son alarmas que nos envía el cuerpo, alertándonos sobre posibles patologías o problemas en nuestra salud.

Consideremos la fiebre... una temperatura corporal elevada a menudo indica que el paciente es víctima de alguna infección. De manera similar, un lunar aparentemente inocente que de repente cambia de apariencia, podría ser una advertencia de nuestro cuerpo respecto a una enfermedad a la piel, o una pérdida de peso inexplicable podría indicar un trastorno metabólico.

Cada síntoma sirve como una pieza del rompecabezas del diagnóstico médico. Al prestar atención a estas señales, sabremos cuando corresponde buscar atención médica de forma oportuna, para evitar problemas serios.

Los *covenants* financieros en operaciones de financiamiento podrían considerarse como mediadores o síntomas de alerta temprana de la "salud financiera" de una entidad o proyecto, sirviendo para impulsar a deudores y financieros —de me-

diano y largo plazo— a investigar más a fondo los motivos de generación de ese síntoma y las tendencias subyacentes, para luego tomar las medidas necesarias o convenientes.

Así como los síntomas revelan alteraciones en nuestro equilibrio fisiológico, los resultados negativos de una medición de *covenants* financieros pueden indicarnos que algo puede no estar bien con el deudor o negocio respectivo.

II. EL PROBLEMA Y LOS COSTOS DE AGENCIA EN LA RELACIÓN DE FINANCIAMIENTO

Desde el momento en que un prestamista y un potencial tomador de deuda o prestatario inicien contactos para evaluar una potencial operación de financiamiento, ambos enfrentan un conflicto de intereses inmediato: (a) el prestatario deseará obtener una calificación/rating de riesgo lo más alta/segura posible —mayor calificación = menor riesgo—, de manera que su costo financiero —intereses, comisiones, etc.— sea bajo —en reflejo a dicho riesgo: a mayor riesgo, mayor costo financiero—, y que los términos que le exija el prestamista en el contrato de financiamiento —obligaciones, restricciones, etc.— sean lo menos restrictivos posible; y, por otro lado, (b) el prestamista procurará evaluar el riesgo crediticio del prestatario —actual y proyectado— de la mejor manera posible —analizando la liquidez del negocio, su estructura de capital, la capacidad de generar flujos de efec-

tivo constantes a mediano y largo plazo, etc.—, a fin que el costo financiero y los términos del financiamiento que proponga sean competitivos —en caso contrario, el prestatario podrá acudir/considerar a otros prestamistas y alternativas de financiamiento— y sean reflejo adecuado del riesgo aplicable al prestatario y sus negocios.³

Ahora bien, sin perjuicio de la evaluación de riesgo que ejecute el prestamista antes de proceder con el financiamiento —independientemente de lo diligente y/o calificado que sea—, este conflicto de intereses no dejará de existir incluso una vez fijado el perfil de riesgo del prestatario, establecido el costo del financiamiento y pactados los términos del financiamiento; y es que el ingreso de capital de terceros —deuda— en la estructura de capital de un prestatario, altera la función de riesgo del mismo directamente¹, generando —en principio— que su administración tienda a incrementar el riesgo del negocio para sacar mayor beneficio —a mayor riesgo, mayor beneficio—, sin asumir un mayor costo financiero².

El problema que genera esta potencial conducta del prestatario, encaja típicamente como un

"problema de agencia" en términos económicos, pues los administradores del negocio del prestatario no comparten los mismos intereses que los distintos individuos que puedan tener un interés en la marcha de la empresa, incluyendo, pero sin limitarse a sus acreedores financieros³.

El origen del problema de agencia nace principalmente por (a) la conducta naturalmente maximizadora del prestatario, (b) la asimetría informativa que existirá entre el prestamista y el prestatario respecto del negocio financiado —que típicamente favorecerá al prestatario—, y, (c) el hecho que los administradores del prestatario —el "agente" en esta relación— no asumirán la totalidad de los costos derivados del incremento en el riesgo del negocio.

La existencia del problema de agencia antes señalado, y los esfuerzos del prestatario para minimizar sus efectos, generan lo que se denominan costos de agencia, siendo estos básicamente los costos que dichos esfuerzos generarán a las partes para que el riesgo del negocio se mantenga en línea con el perfil de riesgo inicialmente establecido por el prestamista para el prestatario⁴.

1. Este tipo de eventos endógenos —causados por el prestatario— constituyen un problema de *moral hazard* para el prestamista, entendido como tal a la posibilidad de que la redistribución de riesgo en una transacción cambiará la conducta de una parte, incrementando el riesgo de la otra parte en dicha transacción. El clásico ejemplo es que una persona que contrata un seguro contra robo de autos está mucho menos vigilante que antes de la entrada en vigencia del seguro contratado.
2. Como se sugiere en el clásico ejemplo de la Teoría de Opción, la existencia de eventos exógenos y endógenos que alteran el riesgo en una relación no están separados, ante un aumento de riesgo debido a eventos exógenos, lo más probable es que el prestatario aumente aún más su riesgo —evento endógeno—. Ver: Richard Gilson and Bernard Black, *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 244-249 (Foundation Press 2nd h ed. 1995).
3. BREALLY, Richard; MYERS, Stewart, Alan MARCUS. "Fundamentals of Corporate Finance". Cuarta edición. Mc Graw Hill. 2004. P. 26.
4. Conforme a la teoría económica, la determinación de los costos de agencia resulta de la suma de: (i) los costos de monitoreo efectuados por el principal con la finalidad de limitar las divergencias a su interés y crear los incentivos apropiados para alinear la conducta del agente; (ii) los costos de garantía —*bonding costs*— efectuados por el agente y que representan los recursos utilizados por este para garantizar que no realizará ciertas actividades que pudieran dañar al principal o para asegurarle que será compensado si no toma esas acciones; y, (iii) la pérdida residual —*residual loss*—, que es el costo al que equivale la reducción del bienestar experimentada por el principal como resultado de la divergencia de intereses entre las decisiones del agente y aquellas decisiones que maximizarían el bienestar del principal. Ver: JENSEN, Michael & MECKLING, William H. *Theory of the firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*. En: JENSEN, Michael (comp.). *A Theory the Firm. Governance, Residual Claims, and Organizational Forms*. Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press, 2000, pp. 84-87.

III. LOS MECANISMOS CONTRACTUALES DE MONITOREO Y BONDING PARA MITIGAR EL PROBLEMA DE AGENCIA

Como es de imaginar, los prestamistas están muy al tanto de la existencia de este problema de agencia, por lo que procuran incluir una serie de disposiciones en sus contratos de financiamiento para manejarlo, procurando reducir dicho riesgo y anticipar los distintos eventos endógenos en los que podría incurrir la administración del prestatario.

Sin perjuicio de lo anterior, es imposible que el prestamista pueda anticipar cada una de las posibles circunstancias —o que habiendo previsto algunas, lo haga perfectamente en todos los casos—, ya sea porque es demasiado costoso predecirlas y monitorearlas, o simplemente porque es imposible determinarlas ex ante al detalle, desde la fecha de firma del contrato de financiamiento o el desembolso bajo el mismo.

Dichas disposiciones contractuales —limitaciones, requerimiento de ejecutar acciones puntuales, otorgamiento de derechos de aprobación o vetos, etc.— incluidas con el objetivo de reducir el referido riesgo o problema de agencia, han sido categorizadas como mecanismos de monitoreo y/o *bonding*⁵.

Estos mecanismos de monitoreo y/o *bonding* se clasifican generalmente en dos tipos: (a) mecanismos específicos, o (b) mecanismos generales/discrecionales del prestamista.

Los mecanismos específicos incluyen obligaciones de entrega de documentos e información —estados financieros auditados, informes de gerencia, tasaciones, reportes de litigios,

etc.—, el cumplimiento de actos específicos o mantenimiento de condiciones financieras, limitaciones al uso de los recursos del financiamiento, limitaciones a la aplicación de utilidades, entre otros.

Por su parte, los mecanismos generales/discrecionales incluyen acciones o decisiones discretionales que el prestamista puede tomar ante ciertas circunstancias, como la aprobación —o no— de determinadas actividades o decisiones de gobernabilidad, la aceleración del cronograma de pagos del financiamiento, la ejecución de garantías, etc.⁶

Los *covenants* financieros son un mecanismo específico típico, ya que su finalidad es procurar el mantenimiento de las condiciones financieras del prestatario, sin embargo, su incumplimiento puede generar la aplicación mecanismos generales/discrecionales.

IV. COVENANTS FINANCIEROS, ¿QUÉ SON? ¿CÓMO FUNCIONAN? ¿PARA QUÉ SIRVEN?

¿Qué son?, son básicamente cláusulas, obligaciones o requisitos contractuales consistentes típicamente en: (i) mantener determinados ratios de cálculo⁷ —basados en conceptos financieros y contables, típicamente utilizando información extraída de estados financieros— en un momento en particular —usualmente al cierre de un trimestre, semestre o año fiscal— o durante un periodo de tiempo determinado, y/o (ii) cumplir con determinados ratios de cálculo como condición previa para poder ejecutar ciertos actos restringidos —como asumir deuda adicional, distribuir dividendos, levantar garantías, fusionarse, vender activos sustanciales, adquirir una empresa, etc.—.

¿Por qué les llamo “*covenants*” y no obligaciones financieras simplemente? ... bueno, no es porque el término en inglés suena bonito.

Si bien en el Perú y en los ordenamientos jurídicos civiles estos suelen redactarse e incluirse en los contratos de financiamiento como obligaciones del prestatario, estos no implican necesariamente obligaciones de hacer o no hacer —en todos los casos—, que podrán ser incumplidas por un deudor —o cumplidas de forma parcial, tardía o defectuosa—, gatillando disposiciones civiles como las contenidas en los artículos 1428 y 1429 del Código Civil Peruano —para exigir su cumplimiento posterior—.

En ciertos casos, se trata más de un requisito o cláusula contractual que obliga al deudor a reportar cierta información y realizar ciertos cálculos sobre la misma —estas si serían obligaciones de hacer—, siendo que si el resultado de los cálculos no es el requerido —lo cual no depende enteramente de la decisión del deudor—, ello en muchas casos no será plausible de cumplimiento posterior —a requerimiento— o subsanación, sino que simplemente otorgará al deudor ciertas facultades de cara a ejercer —o no— potestades contractuales, como “acelerar” los plazos del cronograma de pagos respectivo, suspender desembolsos pendientes, etc.

De esta forma, las obligaciones de hacer consistirán en preparar y proporcionar la información, así como realizar el cálculo; pero que el producto del cálculo cumpla o no con el requisito de cálculo del *covenant*, no trataría realmente de si el deudor propiamente ha incumplido una obligación de hacer o no, sino más bien de cuál es la condición financiera del deudor reflejada en dicho cálculo —lo cual en muchos casos no dependerá del negocio del deudor, sino de condiciones de mercado—.

Más adelante explicaremos un poco más a detalle algunos “tipos” de *covenants* finan-

ceros, pero usemos una versión simplificada del denominado Ratio de Apalancamiento, como ejemplo para facilitar el entendimiento de cómo funcionan en general.

En este caso en particular, el prestatario se encontrará obligado a entregar estados financieros al prestamista bajo el contrato de financiamiento —típicamente de forma semestral y auditados anuales—, el cual a su vez, requerirá que el prestatario incluya en dicho momento el cálculo —sobre la base de la información en dichos estados financieros— de un ratio entre (a) su deuda —podrá ser definida con distintos matices, como veremos más adelante—, y (b) los flujos de efectivo que genera el prestatario producto de sus negocios y operaciones corrientes⁸.

En este caso, la obligación o requisito del *covenant* financiero será que dicho ratio nunca supere 2.5x —por ejemplo—, por lo que el deudor se encontraría limitado para incurrir en deuda adicional, pero dicha limitación será “flexible”, al encontrarse “atada” al “éxito” del negocio —reflejado en sus flujos de efectivo—.

De esta manera (1) si los flujos dinerarios del negocio decaen sustancialmente, y el prestatario mantiene mucho endeudamiento financiero, tendrá que buscar maneras de reducir su deuda o incrementar sus flujos, caso contrario podrá “incumplir” esta obligación o requisito, dando al prestamista una señal de que su capacidad de repago ha disminuido, y por tanto, el riesgo bajo el financiamiento ha aumentado, y (2) si el negocio del prestatario va muy bien y genera un exceso de ingresos por encima de lo pronosticado inicialmente, este podrá incrementar su endeudamiento para hacer crecer sus negocios, al haber disminuido su riesgo crediticio.

Es importante recalcar que lo anterior no funcionaría de forma dinámica y atada al riesgo crediticio del deudor, si las limitaciones fuesen

5. Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. Fin. Econ. 305, 311 (1976).

6. Clifford Smith and Jerold Warner, *On Financing Contracting: An Analysis of Bond Covenants*, 7 J. Fin. Econ. 117 (1979).

7. Se trata de un cálculo a través de un índice o coeficiente que resulta de la comparación de dos cifras correspondientes a distintas partidas contables o cifras financieras, en donde una fungirá como numerador y otra como denominador.

8. Como veremos más adelante, el parámetro realmente utilizado suele ser el EBITDA y no los flujos dinerarios propiamente, pero para efectos de esta introducción, usemos algo más genérico.

por importes fijos —por ejemplo—, en lugar de conceptos financieros variables y ratios.

En lo que respecta a su propósito o función —¿para qué sirven?—, básicamente buscan restringir de forma dinámica al tomador de deuda, para efectos que el riesgo inicialmente previsto sea respetado, o que en caso este sea incrementado, permita al acreedor ser informado al respecto y otorgarle las herramientas que correspondan —acelerar el crédito, requerir una inyección de capital, el repago de deuda, el incremento de garantías, disminución en el gasto en ciertos conceptos, etc.—.

Lo anterior se logra a través de la utilización de una combinación de cláusulas contractuales —como la obligación de destinar los flujos del financiamiento a ciertos usos en particular— y distintos *covenants* financieros, que tendrán propósitos o efectos distintos; así por listar algunos ejemplos o ideas:

- Permiten al acreedor obtener una señal preventiva —le hace notar un “síntoma”— cuando se presenta un deterioro en la calidad crediticia del deudor, antes de que la misma se reduzca a niveles menores a los aceptables de acuerdo al riesgo inicialmente previsto.
- Ello a su vez obliga al deudor a acercarse al prestamista —como *stakeholder*— a explicar/analizar que ha ocurrido, y potencialmente renegociar términos —para reflejar el incremento en el riesgo aplicable y evitar que el prestamista tome ciertas medidas o potestades discrecionales que puedan perjudicar al deudor—, aun cuando aún no se haya incumplido con

el repago de intereses o principal del endeudamiento⁹.

- Pueden forzar o incentivar a que el deudor busque dinero adicional vía capital, para mejorar su salud financiera y mejorar —para sus acreedores, en todo caso— su estructura de capital, o incluso a refinanciar su deuda.
- Pueden reducir los incentivos del deudor a sub-invertir recursos, rechazando oportunidades potencialmente lucrativas, dado que una parte sustancial de sus ingresos serán destinados a pagar a los acreedores, en lugar de distribuirlos a sus accionistas.
- Puede forzar al deudor a incrementar sus reservas de fondos disponibles por encima del nivel deseado por su administración.
- Puede incentivar a la realización de nuevas inversiones —en lugar de distribuciones a sus accionistas—, operando como un beneficio en el largo plazo para el deudor, sus acreedores e incluso sus accionistas, quienes tendrán mayores distribuciones cuando se materialice el beneficio producto de la inversión¹⁰.
- Puede prevenir la realización de determinados actos por parte del deudor, que causarían el deterioro de su calidad crediticia a niveles menores a los aceptables por el prestamista.

V. CATEGORÍAS O TIPOS DE COVENANTS FINANCIEROS

Si bien existen *covenants* financieros de mayor o menor relevancia según el tipo de *stakeholder*

9. Se dice que todo ello genera que los deudores sean “responsables” en la práctica por las proyecciones y modelos financieros preparados y utilizados al inicio del proceso de financiación, para establecer el riesgo crediticio del deudor.
10. Contra esta argumentación, se sostiene que la inclusión de *covenants* demasiado restrictivos que generen que el prestatario deba retener más dinero del que puede prudentemente invertir, podrá incentivar la realización de inversiones que normalmente el prestatario no hubiese ejecutado y podrían presentar consecuencias adversas para ambos, prestamistas y prestatarios.

der¹¹, no existen tipos o categorías cerradas de *covenants* financieros, y además existen distintas formas de clasificarlos¹², a nuestro criterio, aquellos que son más relevantes para operaciones de financiamiento a mediano y largo plazo, se encuentran categorizados de la siguiente manera¹³:

- (a) Ratios de Cobertura —*coverage ratios*—: Son aquellos que buscan medir los niveles de protección del crédito para acreedores/inversionistas de forma casi inmediata dada la situación del deudor.

El típico ejemplo de este tipo es el Ratio de Cobertura de Servicio de Deuda —en adelante, RCSD—, el cual es utilizado para medir la capacidad del deudor para cubrir —con sus ingresos corrientes— los pagos de deuda financiera que deberá ejecutar bajo sus cronogramas de pago, —llamado, el “servicio de deuda”— en un período cercano en particular.

Si bien se usa muchas veces en tandem junto con el Ratio de Apalancamiento —que veremos más adelante—, a diferencia de este último —que mide el endeudamiento total del deudor, como el que mencionamos anteriormente y desarrollaremos lí-

11. Evidentemente, dada la naturaleza de su interés en el negocio, la información de interés variará dependiendo del tipo de *stakeholder*, por ejemplo, el interés de un acreedor de deuda comercial —proveedores— y acreedores de deuda de corto plazo, será distinto de aquel de acreedores de deuda a mediano y largo plazo —los que son materia del presente artículo—, y aún más distintos serán los intereses de titulares de capital/equity en el negocio —quienes estarán más enfocados en maximizar la rentabilidad variable de su operación, y por tanto en la eficacia operativa del negocio—.
12. Por ejemplo, algunos los agrupan en “estáticos”, “dinámicos” y/o “estático-dinámicos”, pero creemos que ir por esa clasificación no añade mucho para efectos de este artículo enfocado en *covenants* relevantes para acreedores financieros de mediano y largo plazo. Para mayor información, ver: BREALY, Richard; MYERS, Stewart, Alan MARCUS. “Fundamentals of Corporate Finance”. Cuarta edición. Mc Graw Hill. 2004. Capítulo 17.
13. Fuentes, Jorge. Mayo, 2020. COVID-19: Algunos apuntes sobre la aplicación de Ratios Financieros en Contratos de Financiamiento. Enfoque Derecho. Recuperado de: <http://www.enfoquederecho.com/2020/05/27/covid-19-algunos-apuntes-sobre-la-aplicacion-de-ratios-financieros-en-contratos-de-financiamiento/>.
14. Como veremos más adelante, es un concepto central para *covenants* financieros que busca reflejar el flujo operativo, efectivo y corriente de una empresa o negocio. La idea del EBITDA es que en la medida de lo posible refleje el fujo efectivo/real, recurrente y operativo del deudor, por lo que se le suele descontar al flujo efectivo de la entidad ciertos gastos, como impuesto a la renta, participación de trabajadores, entre otros, dependiendo del caso en concreto.

neas abajo—, este *covenant* busca evaluar la capacidad de pago y liquidez algo más inmediata del negocio, de cara a afrontar sus obligaciones financieras dentro de un período próximo.

De esta manera si no se cumple, será una alerta de problemas cuasi inminentes, de cara a que el deudor afronte sus obligaciones financieras en general con los flujos que genera.

Habitualmente, dicho RCSD es calculado mediante la división entre (i) el “EBITDA” —concepto desarrollado en el numeral 6. siguiente— del deudor, menos sus gastos operativos¹⁴, para un período inmediatamente posterior determinado —por ejemplo, los 3, 6 o 12 meses inmediatamente anteriores a la fecha de cálculo—, y (ii) el servicio de deuda que la entidad respectiva deberá afrontar en un período inmediatamente posterior —por ejemplo, los 6 meses siguientes a la fecha de cálculo— conforme a sus cronogramas de pago.

Así, por ejemplo, el *covenant* correspondiente en el contrato de financiamiento, podrá requerir que el deudor mantenga un RCSD no menor a 1.2x, para asegurase que

mantenga ingresos inmediatos suficientes y mayores al monto de su servicio de deuda financiera a pagar durante el siguiente período, evitando que incumpla con pagar sus deudas y que caiga en cesación de pagos.

Otro ejemplo incluido en esta categoría, podría es el ratio de cobertura de garantías —*collateral coverage ratio*— que se usa para medir el nivel de cobertura del crédito otorgado, frente al activo que garantiza el mismo, para un período en particular —anual, semestral, etc.—.

Este ratio suele utilizarse en operaciones que involucran garantías sobre activos y comúnmente se obtiene de la división entre (x) el valor de comercial o el de realización¹⁵ del activo en determinada fecha —basado en una tasación o valorización del mismo—, y (y) el monto del crédito garantizado con dicho activo o activos.

De esta forma, a manera de ejemplo, en un financiamiento garantizado con un paquete de activos inmobiliarios, el contrato de financiamiento podrá requerir que el deudor encomiende tasaciones semestrales o anuales, y que cuando se emitan dichos informes de tasación se ejecute un cálculo del ratio antes indicado, lo cual le permitirá (a) tener un cálculo actualizado que le indique si el valor de los activos será suficiente para repagar el crédito en caso se ejecuten las garantías —lo cual -dado que los precios de los inmuebles varían en el tiempo- permitirá al acreedor saber si su crédito continua coberturado en la misma magnitud que cuando cerró la operación—, y/o (b) incluir también una obligación de requerir activos adicionales en

garantía al deudor cuando se incumpla el ratio, de manera que el valor de realización sea suficiente para repagar el crédito en un escenario de ejecución.

Evidentemente, este último ratio será sustancialmente más relevante para créditos basados en el activo gravado en particular, que aquellos basados en las operaciones o flujos del deudor.

- (b) Ratios de endeudamiento/apalancamiento —*leverage ratio*—: Miden los niveles globales de deuda del deudor.

Mediante este tipo de ratios, se suele buscar controlar el nivel de apalancamiento total del deudor.

Por ejemplo, usualmente este ratio se calcula entre (x) el pasivo total del deudor a determinada fecha de cálculo, como numerador, y (y) como denominador: (i) el capital/equity del deudor a dicha fecha —*debt to equity ratio*—, o (ii) el activo total del deudor a dicha fecha.

Estos ratios permiten reflejar (i) una panorama general de la estructura de capital —deuda/equity— a cierta fecha, o (ii) que tanto la adquisición de los activos totales del deudor se sustenta mediante deuda, es decir: ¿qué tanto apalancamiento ha debido utilizar la empresa para adquirir sus activos? Este ratio puede ser relevante en un escenario de liquidación en donde se tiene interés en calcular cuánto le corresponde a los acreedores en ese escenario¹⁶.

De esta forma, al exigir el mantenimiento de estos ratios, el acreedor estaría limitan-

do la capacidad del deudor de incurrir en deuda adicional, salvo que a pesar de tomar deuda adicional, se cumpla con mantener el ratio aplicable, lo cual en la práctica podrá significar inyecciones adicionales de capital.

- (c) Ratios de liquidez —*liquidity ratios*—: Miden los niveles de caja y activos líquidos del deudor, para analizar su capacidad de repago de deuda en el corto plazo, con sus activos más líquidos —sin perjuicio de su proyección de flujo operativo o capacidad de financiamiento externo—.

En ese sentido, típicamente este ratio se calcula entre (x) los activos líquidos reflejados en el balance del deudor a determinada fecha de cálculo —básicamente caja, valores líquidos y activo circulante o inventario—, y (y) su pasivo corriente reflejado en el balance en dicha fecha de cálculo.

La versión “ácida” de este test, consistiría en reemplazar los conceptos incluidos en (x) únicamente por inventario —mercancía y existencias—.

Así, sujeto a las características del negocio concreto, el acreedor podría exigir que se mantenga un ratio no menor 1x —por dar un ejemplo—, para asegurar que el deudor cuente con liquidez para pagos extraordinarios y de pasivos a corto plazo.

Como indicamos líneas arriba, no existen listas taxativas o categorías estancas de *covenants* financieros, siendo que cada uno busca adaptarse en función de las necesidades de la operación en particular, el tipo de financiamiento, el negocio del deudor, etc.

Adicionalmente, el tenor específico de los conceptos contables o financieros que formarán parte del mecanismo de cálculo de dichos *covenants* —e.g. definición de “EBITDA”, “Deuda Financiera”, “Patrimonio Neto”, etc.—, serán definidos, negociados y acordados a detalle —con el apoyo de los encargados de contabilidad y finanzas de cada deudor— dependiendo también del tipo de financiamiento y el negocio del deudor —tomando en cuenta factores como estacionalidad —*seasonality*¹⁷, particulares contables aplicables a la industria del deudor, planes comerciales del deudor, etc.—.

La temporalidad o momento de aplicación de los *covenants* financieros también será negociada y variará dependiendo de factores como los antes señalados —como veremos más adelante—.

Por ejemplo: (i) en supuestos de deuda con empresas con mayor riesgo de insolvencia —*distressed*—, el acreedor podrá exigir/negociar que ciertos *covenants* —como el RCSD, ratios de liquidez y/o el ratio de cobertura de garantías— sean medidos de forma más frecuente que en circunstancias normales, y/o (ii) en supuestos de empresas que se financian para implementar y ejecutar planes de negocios que requieren alta inversión de capital inicial, y cuyo incremento en flujo —derivado de dicha inversión— tomará mayor tiempo en materializarse —como grandes proyectos de infraestructura *greenfield*¹⁸—, ciertos *covenants* financieros podrán no medirse los primeros trimestres, comenzar a medirse luego de un plazo acordado, e incluso plantearse de forma escalonada, de manera que varíen en el tiempo —volviéndose más exigentes de forma progresiva— para adaptarse al negocio en particular.

15. Cuando existen activos que garantizan al financiamiento se suelen incluir mecanismos de valorización y actualización del valor de dichos activos. Por ejemplo, si se ha otorgado una hipoteca sobre determinado bien inmueble, el prestamista requerirá una tasación periódica de dicho bien inmueble para saber su valor de realización —que es determinado por el tasador— en una eventual ejecución de la garantía.
16. PESAQUE MUJICA, Andrés. “Operaciones de Financiamiento en el Perú: Un Repaso General a la Luz de los Principios Básicos de las Finanzas Corporativas”. En: “Themis Revista de Derecho” N° 54. P. 10 – 13.

17. A manera de ejemplo, existen compañías que, por su negocio en particular, tienen ingresos más lineales y uniformes a lo largo de un año calendario, mientras existen otros —como pesca, agro, negocios atados a momentos festivos del año, etc.— cuya generación de flujos varía sustancialmente en distintos momentos del año.
18. Un proyecto de infraestructura “Greenfield” es un proyecto nuevo, respecto del cual no existe infraestructura anterior que mejorar, ampliar o continuar construyendo. Para mayor información, ver: HOFFMAN L., Scott. “The Law and Business of International Project Finance”. Tercera Edición (2009). Cambridge University Press. p 203-204.

VI. EBITDA

Como lo señalamos anteriormente, el EBITDA es una figura central para la utilización de muchos *covenants* financieros, ya que es un concepto financiero¹⁹ que busca reflejar los ingresos —*cash flow*— reales y operativos del deudor —cuantos flujos de efectivo genera el deudor producto de sus operaciones corrientes para poder cubrir sus obligaciones—, en un período en particular.

Para efectos de lo anterior, es importante hacer énfasis en que los flujos/ingresos sean “reales”—es decir, que no sean reflejo de conceptos contables únicamente, en lugar de ingresos propiamente—, y que se deriven del negocio del deudor —es decir, que no considere ingresos esporádicos, no previstos o aquellos no derivados del negocio propiamente, como lo serían por ejemplo el pago de una indemnización o la venta de un activo fijo—, precisamente por deben excluir conceptos que no deben tenerse en cuenta para medir los negocios del deudor.

Su nombre —EBITDA— es conocido como como tal por su acrónimo en Inglés: “*Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*”, es decir ingresos antes de descontar intereses, tributos, depreciación y amortización.

De forma previa a continuar explicando este concepto, creemos conveniente dar un ejemplo del texto realmente utilizado en Perú en la práctica —en contratos de financiamiento— para definir el EBITDA:

“EBITDA: significa, para un período de cálculo determinado, (a) la utilidad neta

de una entidad durante dicho período; incrementada (en la medida que hayan sido deducidos al calcular la utilidad neta) con (b) la suma de los siguientes conceptos, sin que quepa duplicación (i) todos los tributos que gravan la renta de dicha entidad, y los pagos que deba efectuar por concepto de participación de trabajadores, (ii) el monto total del gasto financiero devengado en dicho período (incluyendo pero sin limitarse a amortización e intereses bajo arrendamientos financieros de bienes de capital), (iii) todos los gastos de depreciación, (iv) todos los gastos de amortización, y (v) cualquier otro cargo deducido que no sea real o en efectivo; y, reducida (en la medida que haya sido incluido al calcular la utilidad neta) por (c) la suma de los siguientes conceptos, sin que quepa duplicación (i) créditos fiscales por tributos que gravan la renta, (ii) ingresos por intereses, (iii) ganancias extraordinarias, (iv) cualquier ganancia neta derivada de la venta o disposición de activo fijo, y (v) cualquier otra ganancia que no sea real o en efectivo.”.

Como se puede notar, la característica clave o particularidad del EBITDA es que para efectos de medir el performance operativo real de una empresa o negocio, parte de la utilidad neta —contable, conforme es mostrada en los estados financieros para un período en particular—, pero luego ignora —suma o resta— ingresos y gastos “extraordinarios” —o no constantes/recurrentes²⁰ o no “reales” —realizables en efectivo—²¹, evitando así tomar en cuenta conceptos ficticios o que no reflejen realmente el performance operativo de un negocio.

19. Como veremos, si bien toma elementos contables para su definición —utilidad neta, depreciación, amortización, gasto financiero, activo fijo, etc.— y cálculo, no es un concepto contable reconocido/definido como tal por las Normas Internacionales de Contabilidad - NICs o los *Generally Accepted Accounting Principles* – GAAP de EE.UU.

20. Por ejemplo, gastos derivados de eventos de fuerza mayor, ventas de activos que no son parte del inventario, juicios extraordinarios, etc.

21. Por ejemplo, ajustes por conceptos contables no reales —“*Non-cash Adjustments*”— como costos o cambios en el valor de activos intangibles, incremento en reservas o provisiones por contingencias futuras, gastos contables de depreciación y amortización, etc.

Si no fuera así, y se utilizará la utilidad neta contable directamente, se estarían utilizando variaciones al ingreso neto por gastos o ingresos no reales —*non-cash items*—, o que son generados por eventos distintos al negocio propiamente, lo cual no reflejaría de forma real la capacidad de generación del mismo.

A continuación, dos clásicos ejemplos prácticos de situaciones reales que generan ingresos o pérdidas en la contabilidad de una empresa, pero que no son considerados por el EBITDA en virtud de lo anterior:

- Una compañía sale al mercado de capitales y recompra gran parte de sus bonos corporativos, aprovechando que los mismos cotizan “bajo la par”, lo cual resulta en que la misma registre una “ganancia”, como consecuencia de dicha recompra y cancelación.
- Si bien esta operación incrementa el ingreso neto de la compañía, no implica un ingreso de flujos reales u operativos, además de ser un evento extraordinario y no recurrente.
- Evidentemente, esta “ganancia” no puede contarse para efectos de medir el performance operativo del negocio de la compañía.
- Una compañía vende un activo de un valor importante por debajo de su valor en libros, registrando una pérdida contable producto de ello, pero inyectando liquidez al negocio.
- Si bien esta pérdida se registrará como una deducción al ingreso neto de la compañía, no sería correcto computarlo como un elemento para medir el performance operativo del negocio la compañía, al ser un evento puntual que además no tendrá un efecto en los flujos operativos del negocio —al ser

22. Algunos ejemplos típicos incluyen: (i) ratio deuda/patrimonio antes y después de una reorganización societaria, y (ii) ratio de pasivo total / activo total antes y después de la disposición de un activo y la aplicación del flujo de venta, etc.

únicamente la diferencia entre el valor en libros del activo y su valor de venta—.

VII. ALGUNOS ASUNTOS PRÁCTICOS Y TEMAS A CONSIDERAR AL NEGOCIAR COVENANTS FINANCIEROS

Si bien existen muchos aspectos a considerar el redactar y negociar este tipo de conceptos, ya que variarán sustancialmente dependiendo del tipo de financiamiento, las características del negocio/industria, el riesgo crediticio del deudor, etc., a continuación, brindamos algunos asuntos prácticos y temas a considerar al redactar y negociar este tipo de cláusulas:

- (a) Frecuencia/oportunidad de medición: Este suele ser uno de los temas clave al pactar y negociar *covenants* financieros, ¿cuándo se miden?, ¿con qué frecuencia?, evidentemente hay algunas particularidades a tomar en cuenta dependiendo del tipo de *covenant*.

En el caso de *covenants* financieros que, a requerimiento de los términos del contrato de financiamiento, se miden con ocasión de la ejecución de un acto en particular —como una fusión, una adquisición, una disposición de activos, etc.—, lo típico es que se establezca que los requerimientos/ratios/mediciones se efectúen y cumplan de forma previa e inmediatamente posterior al acto²².

Sin embargo, en el caso de *tests* recurrentes de mantenimiento de capacidad de pago o riesgo crediticio, los *covenants* financieros requieren de cierta periodicidad preestablecida, siendo típicamente medidos de forma anual, semestral o trimestral, dependiendo del tipo de *covenant* y la situación/perfil del financiamiento/deudor.

Así por ejemplo —en línea con lo antes

mencionado— (a) en financiamientos de empresas en crisis, es bastante común que los ratios de liquidez y cobertura se midan de forma mucho más frecuente que en escenarios normales, dado que el acreedor necesitará estar muy atento a la situación del deudor —para estar atento al incremento del riesgo de insolvencia—, y (b) en financiamientos inmobiliarios basados en el valor del activo gravado, en que se incluye un portafolio de activos, lo habitual es que se pacte un ratio de cobertura de garantías que se mida de forma anual —o semestral como mucho—, atendiendo a que se requerirán tasaciones de los activos al efecto, entre otros motivos.

Ahora bien, una cosa es la frecuencia de medición formal y reporte del resultado del cálculo de *covenants* financieros periódicos, y otra cosa es si los mismos deben cumplirse únicamente con ocasión de la medición del ratio, o “en todo momento”.

Típicamente (i) el asesor legal del acreedor solicitará que si bien la medición formal sea en el momento periódico correspondiente —trimestral, semestral o anual—, el *covenant* aplicable deba cumplirse “en todo momento”, y (ii) el asesor legal del deudor intentará negociar que el texto únicamente indique que el *covenant* se mide y reporta en el momento periódico que corresponda.

Los argumentos al efecto son casi siempre los mismos, por un lado el deudor indicará que los estados financieros, valorizaciones y/o demás documentos contables/financieros sobre los que se ejecutará la medición, únicamente se producen en momentos determinados —por lo que indicar que se deben cumplir los *covenants* “en todo momento” es teórico, ambiguo e innecesario, agregando ambigüedad y poca certeza al deudor—; mientras que el acreedor indicará que el margen de actuación del deudor debe estar limitado a esos parámetros financieros en todo momento, y que

caso contrario (y) el deudor tendrá margen de maniobra entre períodos de medición para violar *covenants*, y (z) el deudor no tendría la potestad de requerir mediciones o auditorías intermedias —entre períodos de mediación—, para verificar si este viene cumpliendo con sus *covenants*, lo cual es poco habitual, pero puede ocurrir cuando el riesgo crediticio del deudor empezo bien pero ha empeorado sustancialmente con el tiempo.

(b) Utilización de “*springing covenants*”: Muchas veces el deudor intentará reducir la cantidad y/o frecuencia de los *covenants* al negociar términos iniciales, especialmente cuando se encuentra en una situación financiera saludable y tiene bastante oferta de fondos en el mercado financiero; sin embargo, dependiendo del tipo o riesgo del negocio, el acreedor podrá estar preocupado con que dicha situación se mantenga durante la vida del financiamiento.

De igual manera en otros casos, el deudor podrá tener una buena condición financiera, pero pretenderá ejecutar ciertos negocios o actos que podrían incrementar su perfil de riesgo crediticio, respecto de los cuales ha sido transparente —como corresponde— con su prestamista desde un inicio, lo cual genera que dicho perfil de riesgo vaya a variar en el tiempo conforme implemente dichos negocios o actos.

Es en escenarios como estos —entre otros—, en los que los “*springing covenants*” pueden ser de utilidad.

Se trata básicamente de *covenants* financieros (i) que únicamente serán “activados” y exigibles, (ii) cuya periódicamente de medición variará, o (iii) cuyos requerimientos —el resultado del cálculo o medición— variarán —siendo más o menos exigentes—; dependiendo de ciertas circunstancias establecidas en el contrato.

Ejemplos típicos del primer y segundo caso son cuando la condición crediticia

del deudor ha empeorado, lo cual podrá generar que la medición de ciertos *covenants* —como por ejemplo ratios de liquidez— se inicie o mida de forma más frecuente.

Un par de ejemplos clásicos del tercer caso, vendrían a ser (a) un ratio de apalancamiento o un RCSD, cuyos requerimientos van aumentando —volviéndose más exigentes— con el tiempo, atendiendo a que la previsión es que la situación del deudor —riesgo, capacidad de pago, ingresos, etc.— debe mejorar con el tiempo, producto de la inyección de flujos del financiamiento, o (b) cuando la tasa de interés compensatoria —o el margen aplicable sobre el índice respectivo, en el caso de tasas variables²³— aplicable, variará de forma periódica y dinámica, dependiendo —por ejemplo— del ratio de apalancamiento del deudor.

(c) Adiciones y sustracciones a la utilidad neta para efectos del EBITDA: Como lo mencionamos en nuestra explicación respecto al EBITDA, una característica particular de este concepto es que parte de la utilidad neta del negocio, para luego sumarle o restarle conceptos —“extraordinarios”, no constantes/recurrentes, no “reales”, etc.—, para efectos de procurar reflejar el performance operativo del mismo.

Si bien existen ciertas adiciones y sustracciones que son estándar al redactar la de-

finición de EBITDA, podrá ser clave discutir con el equipo contable y financiero del deudor —especialmente cuando uno actúa como su asesor legal de este último— respecto de la existencia -o no- de particularidades en su negocio, que podrían requerir ciertos ajustes en la definición de EBITDA para el caso concreto.

Algunos ejemplos de lo anterior incluyen: (i) para negocios con gastos sustanciales en arrendamiento de locales comerciales —como *retail*, por ejemplo—, en ocasiones se establecerá que los efectos contables de la NIIF —Norma Internacional de Información Financiera— no serán considerados para el cálculo del EBITDA, así como tampoco se considerarán como gasto los importes que correspondan por el arrendamiento de los locales²⁴, y (ii) para financiamientos a entidades *holding*²⁵, en los que sus ingresos dependen de las distribuciones que realicen sus subsidiarias y en los que los *covenants* financieros serán calculados utilizando estados financieros consolidados²⁶, se considerará excluir de la utilidad neta —o limitar— el ingreso de subsidiarias que (a) no sean 100% de propiedad del deudor —inclusive en caso se mantenga control—, y/o (b) se encuentren sujetas a limitaciones a distribuciones de dividendos; ello atendiendo a que el 100% de dichos ingresos de la subsidiaria en realidad no “subirán” a la *holdco*, y por tanto tomarlos en cuenta no reflejaría el flujo operativo real.

-
- 23. La redacción típica de tasas variables usualmente refiere a un índice —siendo el más usado hoy en día la tasa SOFR —Secured Overnight Financing Rate—, y antes la tasa LIBOR —London Interbank Offered Rate—, al cual se le suma un porcentaje, al cual se le denomina el margen aplicable: “la tasa compensatoria será de SOFR más 3%”.
 - 24. En estos casos, dada la naturaleza del negocio y la recurrencia de dicho gasto, los prestamistas suelen tomarlos como endeudamiento —o costo financiero—, y, además, mantenerlos en el EBITDA.
 - 25. Una *holding* o *holdco* es una entidad cuya principal o única función es tener y/o administrar la titularidad de acciones/participaciones en otras entidades. Para mayor información, ver:
 - 26. A diferencia de estados financieros individuales, los estados financieros consolidados reflejan la condición financiera de la entidad controladora/*holding* misma, sumándole o incorporando la situación y resultados financieros de sus entidades controladas, de manera que se presenten como si se tratase de una sola entidad económica.

- (d) Posibilidad de incluir un “*Equity Cure*” para el EBITDA: Un “*Equity Cure*” es un derecho que a veces es incluido en contratos de financiamiento, para permitir al deudor subsanar el incumplimiento de un *covenant* financiero basado en EBITDA, mediante una inyección de flujos dinarios vía aporte de capital —o deuda subordinada²⁷—, con la particularidad que, en ese caso puntual, dicho aporte contará como parte del ingreso neto para efectos del cálculo de EBITDA, elevando su importe.

Evidentemente, si —como lo hemos explicado— el EBITDA busca ser un símil del flujo efectivo y operativo del negocio, esta figura distorsiona absolutamente el concepto, ya que el flujo del aporte de capital no será recurrente o derivado de los negocios del deudor, por lo que no reflejará en absoluto el resultado de sus negocios o su capacidad de generación de flujos.

Sin perjuicio de lo anterior, en algunos casos este derecho es concedido de forma extraordinaria dada la naturaleza del financiamiento o el negocio que se financia²⁸, procurando siempre incluir limitaciones para su utilización, típicamente (i) el número de veces que se puede utilizar durante la vida del financiamiento o los períodos de medición aplicables, (ii) el monto que podrá ser imputado como ingreso neto, y (iii) el destino de los importes aportados; ello precisamente para no desvirtuar el uso/propósito del EBITDA y el *covenant* financiero respectivo.

- (e) Utilización del Exceso de Caja —“*Excess Cash*”— y el Barrido de Efectivo —“*Cash Sweep*”—: Esta herramienta es muchas veces

utilizada para poder viabilizar obligaciones que serán aplicables al deudor de manera dinámica y flexible, basado en los resultados positivos del negocio por encima de sus necesidades, y sus costos operativos.

Para simplificar, busca obligar al deudor a medir sus excesos de fondos de forma periódica —más allá de las necesidades de su negocio, conforme a los parámetros negociados al preparar el modelo financiero y el contrato de financiación—, y a obligarlo a aplicar dichos excesos a distintos fines, como el repago anticipado de la parte proporcionalmente del financiamiento, u otros destinos convenientes al perfil de riesgo del deudor, como al pago anticipado de otros pasivos, la ejecución de determinadas inversiones, etc.

En algunos casos también es utilizado como un test al deudor, de cara a que adquiera un determinado activo o ejecute una inversión.

Si bien puede incluir todo tipo de conceptos contables y financieros para su determinación, una versión sencilla del cálculo sería algo similar a: EBITDA para un período en particular, menos la sumatoria de los siguientes conceptos: servicio de deuda, tributos pagaderos en efectivo —es decir, debe deducirse el crédito o deducciones fiscales—, gastos de capital —CAPEX— y capital de trabajo; para ese mismo período.

Como lo señalamos al iniciar este acápite, existen muchos aspectos a considerar al redactar y negociar este tipo de cláusulas en contratos de financiación, y definitivamente lo anterior es sólo un listado de ejemplos y no busca ser una guía completa o extensiva de la materia.

27. Muchas veces denominada “cuasi-capital”, la deuda subordinada es deuda que por acuerdo de las partes y/o sus características, se encontrará relegada en su prioridad de pago a otros endeudamientos del prestatario. Existen muchas particularidades y variedades de deuda subordinada, sin embargo, no ahondaremos en ello en el presente artículo.

28. Por ejemplo, en operaciones de financiamiento de proyectos *greenfield*, operaciones de *venture capital*, financiamiento a operaciones de compra por fondos de *private equity*, etc., atendiendo a que la premisa es que se tendrá que inyectar mucho dinero inicialmente, y que los ingresos netos llegarán en el tiempo.

AGRADECIMIENTOS

ADVOCATUS brinda un especial agradecimiento a quienes hicieron posible la presente edición:

Alan Raúl García Nores	Camila Chacón
Carlos Enrique Arata Delgado	Marcela Huaynalaya
Luis Miguel Elías	Martha López
Sebastián Ygnacio Domínguez	María José Montalvo
Fátima De Romaña	Nicolle Castillo
Diego Munares	Marisol Rouillon
Alix Godos García	Salma Samhan
Miryam Armas Valdivia	Alexia Burmester
Maria Angélica Meneses	Vanessa Quiroz
Nicolás Cornejo Gemer	Daniela Patilongo
Jhon Pineda Galarza	Fabiana Jibaja
Mayra Campos Aragón	Jose Antonio Huambo Chil
Fabiola García Merino	Leonardo Sergio Chumbe Flores
Fernando Merino Núñez	Angelo Rafael Malpartida Zapata
Mercedes Fernández Moscol	Camila Berenice Sánchez Espinoza
Thomas Thorndike Piedra	Alvaro Niño de Guzman Garcia
Jamis Dalguerre Abogados	Nicolás Cano Gonzales
Aguado & Ruiz Abogados	Alessandra Andrea Franco Merino
De La Flor, García Montufar & Arata Abogados	Ana Flavia Coronel Ramos
Rafael Prado Litigio Judicial y Arbitral	Daniel Camargo Bobadilla
Mallma Abogados Empresariales	Ivana Cuadros Gonzales
Rodrigo Abogados	Bianca Quevedo
Kaleb Soto Machado	Malca Alvaro Gonzales Delgadillo
Sebastián Pachas	André Defilippi Salazar
María Claudia Barrios	María José Montalvo Pérez



ADVOCATUS

agradece especialmente a Camila Valencia, Julián Tejeda, Nicolás Saenz, Valeria Aranibar, Iveth Alfaro, Sofía Wong, Josue Pérez, Brunella Casas, Nicolás Voysest, Milagros Velazque, Emilio Pino, Antonino Casas, Aaron Pérez, Alvaro Gonzales, Nicolás Cano, Alvaro Niño de Guzmán, Alessandra Franco, Nicolás Sáenz, Dha Eun Kim por su valiosa contribución y por el constante esfuerzo brindado durante el tiempo que permanecieron como Miembros Activos en nuestra Asociación.

