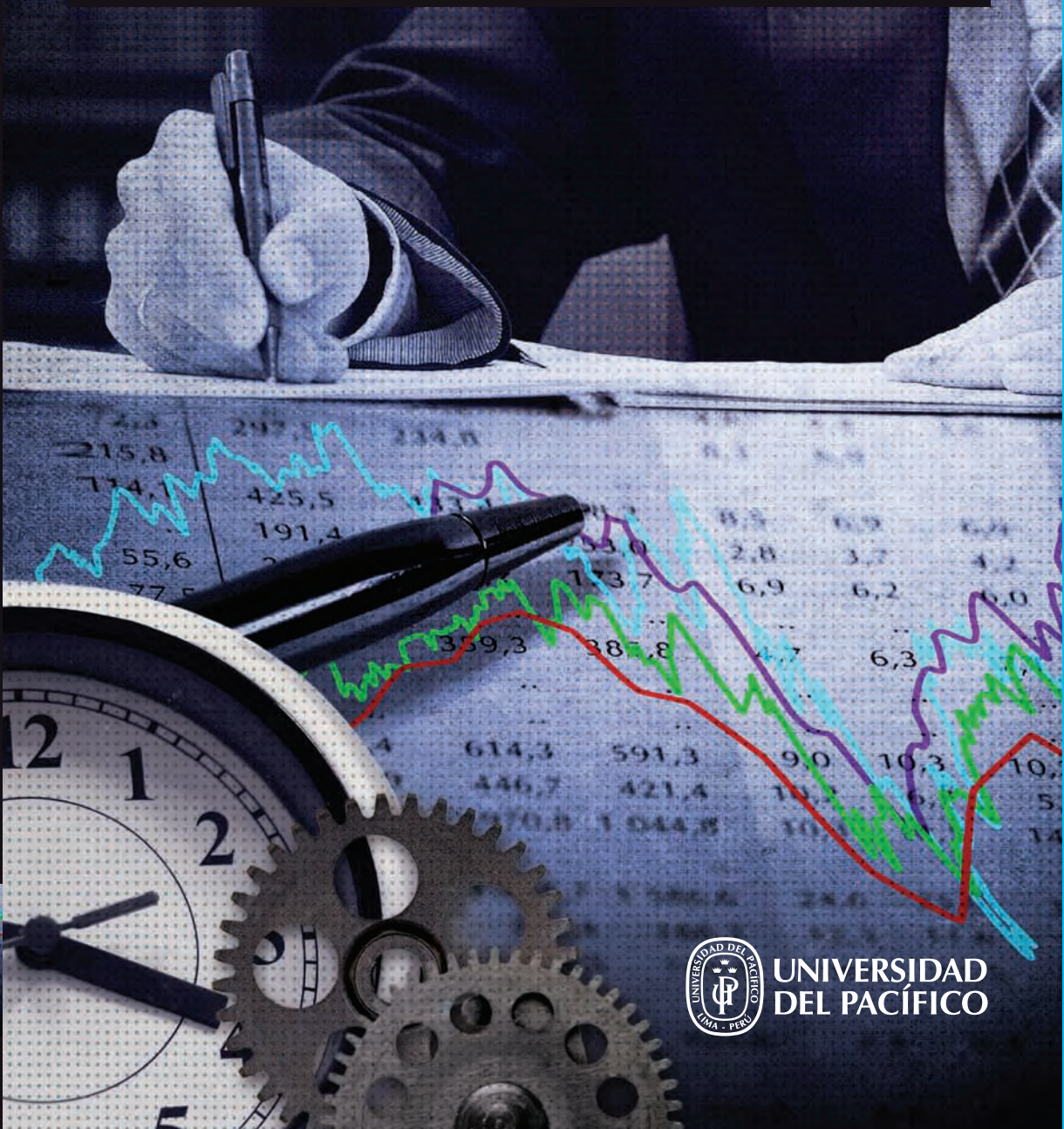


ENSAYOS DE DERECHO CONTRACTUAL FINANCIERO

EDITORES

Freddy Escobar Rozas

Cecilia O'Neill de la Fuente



UNIVERSIDAD
DEL PACÍFICO

ENSAYOS DE DERECHO CONTRACTUAL FINANCIERO

EDITORES

Freddy Escobar Rozas

Cecilia O'Neill de la Fuente



UNIVERSIDAD
DEL PACÍFICO

© Universidad del Pacífico
Av. Salaverry 2020
Lima 11, Perú
www.up.edu.pe

ENSAYOS DE DERECHO CONTRACTUAL FINANCIERO

Editores: Freddy Escobar Rozas y Cecilia O'Neill de la Fuente

1ª edición: noviembre 2013

1ª edición versión e-book: febrero 2014

Diseño de la carátula: Icono Comunicadores

ISBN: 978-9972-57-266-1

ISBN e-book: 978-9972-57-278-4

Hecho el Depósito Legal en la Biblioteca Nacional del Perú: 2013-18420

BUP

Ensayos de derecho contractual financiero / editores, Freddy Escobar Rozas, Cecilia O'Neill de la Fuente. -- 1ª edición. -- Lima : Universidad del Pacífico, 2013.

173 p.

1. Derecho financiero
2. Contratos
3. Intermediación financiera
 - I. Escobar Rozas, Freddy
 - II. O'Neill de la Fuente, Cecilia
 - III. Universidad del Pacífico (Lima)

343.81

Miembro de la Asociación Peruana de Editoriales Universitarias y de Escuelas Superiores (Ape-su) y miembro de la Asociación de Editoriales Universitarias de América Latina y el Caribe (Eulac).

La Universidad del Pacífico no se solidariza necesariamente con el contenido de los trabajos que publica. Prohibida la reproducción total o parcial de este texto por cualquier medio sin permiso de la Universidad del Pacífico.

Derechos reservados conforme a Ley.

ÍNDICE

Prólogo	7
Introducción	17
Los estándares de Basilea III y su compatibilidad con los contratos de capital híbrido Paul Collazos	19
El enigma de los Bonos Cubiertos Freddy Escobar Rozas	45
La oferta “no tan” pública Antonio Guarniz Izquierdo	77
Catastrophe Bonds Christoph A. Kern	101
Las cláusulas MAC en financiamientos y adquisiciones Fernando Molina Rey de Castro	123
La dinámica entre la regulación prudencial del sistema financiero y la protección del consumidor Ljubica Vodanovic Ronquillo	149
Sobre los autores	171

PRÓLOGO

La actividad bancaria en el Perú ha experimentado en los últimos 20 años un cambio radical respecto a su comportamiento habitual desde que se aprobase la primigenia Ley de Bancos (Ley 7159 de 1931, fruto de la Comisión Kemmerer). Pese a diferentes normas que se introdujeron ampliándola o modificando algunos de sus aspectos hasta finales de la década de 1980, durante sus casi 60 años de vigencia, la actividad bancaria se desarrolló en un mercado financiero incipiente, limitado en sus operaciones, con muy poca competencia interna y externa, producto de un esquema económico que se basaba en controles rígidos de precios, gran presencia del Estado y poca eficacia en los organismos reguladores del sector financiero, llámense el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) y la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS).

El cambio experimentado posteriormente en la banca es acorde con el modelo de economía de mercado que se comienza a introducir en los primeros años de la década de 1990 y que se ha venido, si se quiere, perfeccionado en todos estos años. Hoy tenemos un régimen económico basado en la libre iniciativa privada, de libre competencia y libertad de comercio, a lo cual la banca no es ajena.

Bajo este nuevo esquema, estos principios se han introducido en las nuevas leyes sobre la banca (D.L. 637 de 1991, D.L. 770 de 1993 y la actual Ley 26792 de finales de 1996) y se han venido reflejando en el comportamiento de la actividad bancaria, dentro de un mercado que se abrió no solo a la competencia nacional sino también extranjera. En el mercado financiero local participan activamente hoy en día empresas nacionales, empresas extranjeras radicadas en el país, así como empresas extranjeras que colocan recursos desde el exterior sin

estar presentes en el mercado local. Todo ello dentro de un marco de mayores exigencias de solvencia y respaldo patrimonial, al adoptarse en nuestra legislación los principios de Basilea, que forzaron a la banca local a cambiar su esquema tradicional de operaciones hacia nuevas formas más eficientes de accionar.

A este nuevo esquema se sumó también un cambio en los organismos reguladores bajo el nuevo enfoque de la Constitución de 1993, que le señala al BCRP como finalidad primordial en su condición de regulador de la moneda y el crédito, preservar la estabilidad monetaria, y a la SBS, como responsabilidad, fomentar y garantizar el ahorro, velando porque los intermediarios financieros actúen con adecuada solvencia, respetando los límites y desarrollando solo aquellas actividades que les permiten las leyes vigentes.

A lo largo de estos años, y fruto de estas reformas, desaparecieron muchos bancos y entidades financieras, tanto privados como estatales, que no pudieron subsistir bajo el nuevo esquema. El nuevo esquema económico, al liberar las tasas de interés y comisiones, tanto activas como pasivas, indujo a los bancos a competir, y la competencia los obligó a buscar mayor eficiencia para lograr el éxito, el cual es el premio de la preferencia de los consumidores.

La competencia sacó de la escena a muchos bancos privados que no pudieron acomodarse al libre mercado, y los bancos estatales con carteras irrecuperables, que además se habían convertido en instrumentos de transferencia de recursos y subsidios encubiertos hacia individuos y empresas que accedían a sus facilidades con alto costo para el país, tuvieron que cerrarse por ser insostenibles. Respecto a estos últimos y considerando la experiencia pasada, la nueva Constitución señala que el Estado solo desarrolla actividad empresarial en forma subsidiaria, autorizado por ley expresa y por alto interés nacional; y la Ley de Bancos le prohíbe expresamente participar en el sistema financiero nacional, salvo los casos señalados de Cofide, Banco de la Nación, Banco Agropecuario y el fondo Mivivienda.

En este nuevo esquema de libertad económica, también se privilegia y protege la libertad de las personas para decidir sobre su actividad económica o sus preferencias de consumo; buscando que estas últimas sean decisiones libres pero informadas, mediante las cuales aquellas puedan escoger la opción que estimen más conveniente a sus intereses, pero haciéndose responsables de sus propias decisiones. En este campo, el Estado tiene un rol importante que cumplir, que es velar por la transparencia de la información y por que se brinde una adecuada información a los individuos para la libre toma de decisiones.

A la par que el país crecía y evolucionaba dentro de este nuevo modelo económico, la banca tuvo que cambiar y adaptarse a él, innovando su accionar y desarrollando nuevos productos y servicios. La contratación bancaria evoluciona también hacia límites y campos insospechados, fruto de la apertura del país al mundo que acoge y protege la inversión local y extranjera, y a los recursos de financiamiento internacional orientados hacia nuevos proyectos en todos los sectores de la economía.

Pasar de la banca tradicional a la banca moderna fue una grata y retadora experiencia en el Perú de los últimos años. Los bancos desarrollaron nuevas formas de contratación masiva para nuevos y complejos productos de consumo cada vez más masivos, o esquemas financieros innovadores para proyectos específicos de gran envergadura, que los llevaron a desarrollar también nuevos esquemas de garantía o de financiamiento compartido bajo diversas modalidades o figuras contractuales, incluso con intervención de varias entidades al mismo tiempo, en magnitudes económicas nunca antes vistas en el país.

Pasamos del contrato tradicional de la cuenta corriente bancaria y los préstamos tradicionales, a sofisticadas operaciones de financiamiento de largo plazo con complejas arquitecturas y diversas interrelaciones entre las partes intervinientes, desarrollando para ello procedimientos operativos más eficientes y dinámicos en forma acorde con la velocidad de las transacciones en el mundo de hoy; baste decir a título de ejemplo que en lo que se refiere a transacciones corrientes, en los bancos más avanzados estas se realizan mediante mecanismos modernos (ATM, Internet, teléfono, cajeros corresponsales, etc.) en número mayor que a través de sus ventanillas. Más aún, en la banca se comenzaron a emplear nuevos y complejos esquemas de garantía o aseguramiento de prestaciones (garantías sobre flujos, fideicomisos, securitizaciones, etc.), además de las usuales garantías de las personas y las cosas, propias del derecho civil tradicional, sometiéndonos también a legislaciones y jurisdicciones o mecanismos de solución de controversias diversos, lo que ha significado un importante avance en el campo jurídico especializado en banca de nuestro país.

Este libro, editado por Cecilia O'Neill y Freddy Escobar, que me han solicitado prologar, nos da una clara visión sobre diversos aspectos medulares en nuestra actividad financiera de hoy en día, que nos permiten apreciar el trascendental cambio experimentado en los últimos años en la actividad bancaria de nuestro país, así como la dinámica que se viene experimentando en la evolución de su derecho bancario y financiero, que viene acogiendo experiencias de sociedades con una mayor trayectoria y profundidad en estos campos.

El trabajo de **Paul Collazos** se centra en el tema de los instrumentos híbridos, analizando la compatibilidad de los contratos de capital híbrido con los estándares de Basilea, y las condiciones que debe reunir un título valor de este tipo emitido por una entidad bancaria para que pueda ser considerado dentro del capital regulatorio exigido a los bancos. Basilea representa el esfuerzo promovido por los principales países desarrollados (Grupo de los Veinte) acogido por la comunidad internacional, que viene exigiendo cada vez más solvencia en las entidades financieras, relacionando su palanca financiera o capacidad de captación recursos para sus operaciones con su solvencia patrimonial, considerando para ello que el respaldo patrimonial con que cuente le permita afrontar debidamente los diversos riesgos de crédito, mercado y operaciones, entre los principales, a los que se ve expuesta su actividad.

Esta preocupación internacional se basa fundamentalmente en que los bancos operan de manera principal y mayoritaria con recursos que toman del público, por lo que una quiebra bancaria no solo afecta a los accionistas que aportaron el capital, sino que también afecta, y en mayor grado, a los ahorristas, depositantes e inversores, que confiaron al banco sus recursos. Es por ello que resulta de suma importancia regular su adecuada solvencia patrimonial en respaldo de sus operaciones, además de que con ello se logra que la competencia entre los diferentes bancos en el mundo se desarrolle sobre bases uniformes de exigencias de capital regulatorio.

Las nuevas regulaciones peruanas vienen acogiendo desde 1991 los postulados de Basilea, en que se abandona la antigua fórmula de establecer el límite de la capacidad de captación de recursos de un banco basada simplemente en un múltiplo de su capital, como establecía la Ley 7159 (20 veces capital y reservas), sin considerar para ello la calidad de su cartera de colocaciones, o peor aún, sin ponderar para ello los diferentes riesgos que debía afrontar en su actividad.

El análisis de Paul Collazos describe muy claramente la evolución de los estándares internacionales para definir el capital regulatorio de los bancos en sus diferentes niveles hasta los niveles actuales y, dentro de él, la participación de los instrumentos híbridos, los que han sido objeto de permanente revisión y constituyen un tema de discusión de mayor vigencia estos días, considerando la actual crisis que afronta la banca europea.

Freddy Escobar, por su parte, analiza los Bonos Cubiertos, instrumentos emitidos por las entidades financieras destinados a la captación de recursos que ofrecen como atractivo el menor riesgo que importan al estar respaldados con una determinada cartera de créditos además del respaldo patrimonial del propio

banco, y por tanto la ventaja de contar con una garantía particular constituida por la cartera que los respalda como primer elemento de repago en caso de quiebra del banco y, en forma adicional, la posibilidad de concurrir con los demás acreedores para hacerse pago contra el patrimonio del banco.

Freddy Escobar analiza el desarrollo de estos instrumentos en Europa, desde su creación en el siglo XVIII hasta convertirse, en sus modalidades actuales, en instrumentos de deuda muy apetecidos en las plazas europeas, a diferencia del mercado de los Estados Unidos donde otras figuras como los *trust* tuvieron una mayor acogida, en tanto que al afectar los flujos generados por los pagos de interés y capital de los créditos permitían incorporar dentro de un grupo de garantías por transferir al *trust*, crédito con características diversas que quizá no se hubiesen podido afectar en forma individual. La diferencia entre ambas figuras estriba en que en el primer caso los créditos permanecen en el patrimonio del emisor, y en el segundo, los flujos de los créditos se transfieren al *trust*, lo que produce diferentes consecuencias jurídicas en cada caso.

El análisis de esta figura en el artículo se complementa con un análisis de las ventajas y desventajas que ofrecen estos instrumentos, y los efectos económicos que ello produce, destacando que el beneficio del emisor al emitir Bonos Cubiertos podría verse disminuido por el mayor costo que sus acreedores exigirían en otros créditos no garantizados dada la disminución del patrimonio libre de afectaciones para respaldar a estos últimos. En cambio, si los demás acreedores no garantizados no pudiesen ajustar sus tasas de interés al mayor riesgo, se generarían entre ambos grupos de acreedores y la empresa subsidios encubiertos, que benefician a unos en detrimento de los demás.

Freddy Escobar señala que con cláusulas contractuales como el “*negative pledge*” se tiende a evitar que el deudor otorgue garantías a algunos acreedores en detrimento del respaldo patrimonial a otros, en tanto que los superprivilegios otorgados en exceso a ciertos acreedores van en detrimento del resto de acreedores de la misma empresa, lo que se hace muy evidente en casos de liquidación y quiebra, en los que impiden muchas veces que los acreedores no privilegiados hagan esfuerzos para salvar a la empresa, por el mayor costo que representa para ellos.

Freddy Escobar señala que frente a los Bonos Cubiertos, los Bonos Titulizados que hoy se utilizan en el mercado ofrecen un mayor atractivo para el emisor, en tanto que al salir de su balance los créditos titulizados se libera paralelamente su capacidad para obtener nuevamente recursos dentro de sus límites de palanca financiera, bajo atractivos esquemas de garantía para sus tenedores; y concluye

que en el Perú existe un amplio campo para desarrollar estos últimos bonos, en especial en el mercado de financiamiento de viviendas, máxime cuando la vivienda es una de las principales carencias de nuestra sociedad.

Antonio Guarniz trata en su artículo de las diferencias entre la Oferta Pública en el derecho civil y la Oferta Pública en el derecho del mercado de valores, la primera regulada por el Código Civil como una “invitación a ofrecer” antes que una oferta propiamente, bajo una óptica más liberal y a favor del oferente, a diferencia de las normas del mercado de valores, que poseen un corte más proteccionista en favor de los compradores.

El análisis de los puntos de contacto entre ambas “ofertas”, para lo cual emplea las figuras del derecho civil de los contratos por adhesión, las cláusulas generales de contratación y la aprobación administrativa, le permiten graficar claramente las diferencias entre las normas que regulan a ambas y los distintos enfoques con que cada norma trata a las ofertas que regulan separadamente.

Un análisis de las normas estadounidenses en las cuales se inspiran las normas del mercado de valores peruanos y las diferencias existentes entre ambas respecto a quiénes deben ser protegidos o excluidos de ello, unido a las diferencias encontradas entre la normativa civil y la del mercado de valores, permite ilustrar muy claramente los campos en los cuales, estima el autor, es necesario precisar las circunstancias en que la regulación tuitiva del mercado de valores debe intervenir para la protección de los inversionistas de ese mercado.

Christoph A. Kern nos habla de los “Catastrophe Bonds” como una moderna invención en la que, a través de la emisión de bonos que tienen como respaldo los beneficios de un determinado evento, se trata de trasladar a los inversionistas del mercado de capitales los riesgos de catástrofes naturales e incluso riesgos de terrorismo, que pueden afectar una actividad o evento determinado, a cambio de atractivas tasas de interés; estos bonos actúan, por lo tanto, como una suerte de seguro para el emisor.

Los primeros en utilizar estos bonos fueron los reaseguradores, quienes los han empleado con el propósito de trasladar sus obligaciones de pago originadas en los desastres naturales que aseguraron, disminuyendo los riesgos propios de su actividad. Crean vehículos especiales para emitir estos bonos y el dinero que colectan con su emisión lo colocan en valores de grado de inversión, y condicionan el pago de los bonos y su rendimiento a la no ocurrencia de desastres naturales (terremotos, tifones, inundaciones) u otros eventos (terrorismo, guerras, etc.), que en el caso de ocurrir pueden determinar que no se paguen estos, sea total o parcialmente, conforme se haya convenido, con el propósito de que los recursos

sean empleados por el emisor para atender sus obligaciones de pago a los asegurados de estos eventos. Obviamente, la forma de animar a los inversionistas a adquirir estos bonos de alto riesgo consiste en ofrecer altos rendimientos, superiores a los que ofrece el mercado.

La emisión de estos bonos, que ha sido posible gracias al desarrollo de las securitizaciones (o titulizaciones), son una muestra de la creciente sofisticación de los mercados financieros, que da lugar a una continua innovación en los productos que se ofrecen en ellos; y daría la impresión de que la capacidad de generación de productos cada vez más complejos se torna ilimitada conforme las economías crecen, las tecnologías progresan y los capitales adquieren mayor movilidad.

A través del análisis de los Catastrophe Bonds estructurados por la FIFA con ocasión de la Copa Mundial de Fútbol de 2006, y las dificultades para otorgarles una clasificación de riesgo, el autor nos muestra cómo fueron trasladados a los inversionistas de los mercados de capitales los riesgos derivados de la no realización o fracaso financiero de la copa mundial, debido a diversos riesgos pactados, para lo cual se transfirieron los derechos de los ingresos del Mundial a un vehículo especial que emitió los bonos.

Fernando Molina nos presenta un interesante estudio acerca de las cláusulas contractuales sobre Cambio Material Adverso (MAC, por sus siglas en inglés), de suma importancia en especial en situaciones de crisis económica, en relación con el cumplimiento de contratos por lo general de largo plazo, cuando las circunstancias que se afrontan en la ejecución de los mismos difiere grandemente de aquellas existentes en el momento de su celebración, diferencias que de haberse podido vislumbrar en forma previa quizá hubiesen determinado a alguna o a ambas partes a no celebrar el contrato, o celebrarlo de modo diferente.

En su artículo, el autor hace un profundo análisis de las cláusulas MAC, su contenido y propósito, así como de algunas experiencias jurisprudenciales respecto a su empleo en los Estados Unidos y el Reino Unido, en operaciones de adquisición o fusión de empresas, operaciones de financiamiento donde un cambio en las circunstancias que produzca un efecto adverso o grave para algunas de las partes puede, eventualmente, determinar ajustes a los contratos o dispensar su cumplimiento.

Un análisis sobre las diferencias entre las cláusulas MAC y los eventos de fuerza mayor o excesiva onerosidad de la prestación, regulados en nuestro Código, permite apreciar mejor la dimensión y utilidad de las primeras, en tanto van más allá del simple hecho de la circunstancia que impide cumplir el contrato o lo hace más gravoso; y que, en cierta medida, las cláusulas MAC recogen

mejor los alcances del antiguo aforismo romano de “Rebus sic stantibus” como complemento inmediato del “pacta sunt servanda”.

Finalmente, Fernando Molina presenta algunas sugerencias sumamente valiosas para el mejor empleo de las cláusulas MAC.

Ljubica Vodanovic enfoca en su artículo la dinámica entre la regulación prudencial del sistema financiero y la protección del consumidor. Analiza la importancia del Estado como regulador del sistema financiero en búsqueda de la solvencia que debe respaldar sus actividades, de la transparencia de sus operaciones y su intervención para remediar aquellas imperfecciones de los mercados que pueden atentarse contra el ordenado desarrollo de la actividad financiera, buscando mejorar la interrelación entre la regulación prudencial y la adecuada protección de los consumidores; este rol, como la autora señala, puede cumplirse dentro de un espectro muy amplio, sea desde una posición intervencionista en exceso proteccionista o conductista en extremo, y opina que debe desenvolverse buscando un adecuado equilibrio de los diferentes propósitos que persigue de manera que no contrapongan los objetivos por lograr.

Destaca que nuestras normas que regulan la actividad bancaria y financiera buscan que las empresas de este sector operen con un adecuado respaldo y solvencia patrimonial, que es la mejor garantía de los ahorristas que les confían sus ahorros, pero llama a reflexionar sobre la poca importancia que en nuestro país se ha dado en relacionar ello con la protección del consumidor, puesto que en nuestro caso es la SBS la que, por un lado, regula el accionar de las entidades del sistema financiero bajo las Leyes 26702 y 28587, y el Indecopi, por otro lado y de acuerdo al Código de Protección y Defensa del Consumidor (Ley 29571), el que tiene a su cargo la solución de aquellas controversias que pueden surgir de una relación de consumo entre una entidad del sistema financiero y sus clientes.

Esta dicotomía se hace más evidente, conforme ella señala en su artículo, cuando una decisión del Indecopi sobre un caso particular entra (y de hecho ha ocurrido) en conflicto con una regulación prudencial de la Ley de Bancos. Diversos casos como el derecho a la compensación, las normas sobre inembargabilidad de las remuneraciones, o el carácter que debe darse al dinero de las remuneraciones una vez que ha sido depositado por el empleador en una cuenta bancaria, son analizados en extenso, destacando los negativos efectos que interpretaciones disímiles entre los reguladores pueden ocasionar al sistema en su conjunto. Con especial interés, hace también un análisis del derecho a la no discriminación frente a la necesaria distinción que deben y tienen que hacer las entidades del sistema financiero por razones basadas en los riesgos de una operación o la capacidad

crediticia de un cliente, a las que se podrían añadir razones tales como la poca transparencia de sus actividades o la negativa a prestar un servicio a una persona por las características propias de los productos que se ofrecen.

Concluye su artículo destacando la necesidad de lograr un óptimo equilibrio regulatorio, con una fina coordinación entre las autoridades competentes, para lo cual se requiere una clara voluntad del gobierno central de que todos ellos avancen en un solo sentido orientado a contribuir a la eficiencia y estabilidad del sistema financiero.

Lo que han logrado los editores del libro, por el cual debemos felicitarlos, ha sido traer a reflexión los temas antes comentados, los cuales permiten al lector tener una visión más amplia de la real dimensión de los diferentes aspectos jurídicos envueltos en el quehacer de las actividades financieras, los que por su propia dinámica se encuentran en permanente evolución acorde con el crecimiento de la economía mundial y las complejas relaciones generadas en las transacciones entre los países que conforman la comunidad internacional.

Mario Ferrari

INTRODUCCIÓN

El sistema de libre mercado está basado en la propiedad y en los contratos. A través de los contratos, las personas y las organizaciones intercambian recursos valiosos, haciendo posible que estos sean utilizados por quienes más los valoran en un momento determinado.

El intercambio de recursos genera beneficios tanto para las partes contratantes como para la sociedad. Al obtener los bienes y servicios deseados, las partes contratantes pueden llevar a cabo sus proyectos y encontrar el bienestar que anhelan. Los referidos proyectos normalmente involucran a otros actores (desde trabajadores, clientes y proveedores, hasta familiares y amigos). Por tal razón, la sociedad también se beneficia del intercambio de recursos.

Así como los contratos son fundamentales para el sistema de libre mercado, la intermediación financiera también lo es. La función de captar y colocar dinero permite que la producción se incremente y que las personas tengan una mayor calidad de vida. Sin crédito, las personas no podrían acceder del modo en que lo hacen a bienes y servicios valiosos. Los empresarios no podrían iniciar del modo en que lo hacen nuevos negocios. Las empresas establecidas no podrían expandir del modo en que lo hacen su capacidad productiva. El crédito hace posible la compra de una casa, la construcción de un hospital, la ampliación de una central hidroeléctrica, la construcción de una autopista. El crédito permite mejorar la vida de las personas.

La intermediación financiera y los contratos han tenido, tienen y tendrán una relación profunda, especial; marcada por la necesidad de constante creación e innovación.

En los últimos cincuenta años, la sofisticación del mundo contractual obedece fundamentalmente a la presión innovadora generada en los sistemas de intermediación financiera. Desafortunadamente, en nuestro país la literatura contractual ha ignorado casi por completo este mundo complejo, desafiante y en constante evolución.

Este libro reúne un conjunto de ensayos que giran en torno a la relación entre los esquemas contractuales y la intermediación financiera. Estos ensayos no pretenden explicar de manera sistemática dicha relación, ni mucho menos agotar los problemas más importantes del derecho contractual en el mundo de la intermediación financiera. Su propósito es mostrar la enorme riqueza del debate académico en esta materia así como su vigencia práctica.

Esperamos que este libro contribuya a despertar el interés en la investigación del Derecho Contractual Financiero.

Agradecemos a Paul Collazos, Freddy Escobar, Antonio Guarniz, Christoph Kern, Fernando Molina y Ljubica Vodanovic, por aceptar nuestra invitación para formar parte de esta aventura académica; a Fernando Cantuarias, decano de la Facultad de Derecho y a Cecilia O'Neill de la Fuente, jefa del Departamento Académico de la Universidad del Pacífico, por impulsar el debate académico en temas jurídicos de interés general; y a Nataly Paredes, alumna de la Facultad de Derecho de la Universidad del Pacífico, por su colaboración en este proyecto.

Freddy Escobar Rozas

Cecilia O'Neill de la Fuente

LOS ESTÁNDARES DE BASILEA III Y SU COMPATIBILIDAD CON LOS CONTRATOS DE CAPITAL HÍBRIDO

PAUL COLLAZOS

1. INTRODUCCIÓN

Este capítulo busca describir la racionalidad económica que sustenta las cinco condiciones que debe poseer un título valor emitido por una entidad bancaria para que sea aceptado como capital regulatorio de máxima calidad según los estándares internacionales acordados por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea en septiembre del 2010. Según Basilea III (nombre con el que se conoce a este acuerdo no vinculante adoptado por los reguladores bancarios del Grupo de los Veinte), un instrumento financiero emitido por una institución bancaria tiene la máxima calidad de capital regulatorio si es que es perpetuo, pagado, subordinado, residual y absorbente.

A partir de esa definición, este capítulo argumenta que los instrumentos de capital híbrido, es decir aquellos títulos valores que combinan las propiedades de capital y deuda, no cumplen con estas cinco propiedades, por lo que estos instrumentos no serían elegibles para satisfacer las exigencias mínimas correspondientes al **capital básico de primer nivel** ni los requisitos de **capital excedentario** introducidos en Basilea III. La razón para excluir estos instrumentos híbridos se basa en la incompatibilidad entre el objetivo inherente a su diseño contractual –que busca proteger los intereses de los inversionistas que compran estos instrumentos– y la condición de absorción de pérdida acordada en Basilea III, que busca la protección de los depositantes y otros acreedores preferentes.

Este capítulo se divide en tres secciones y dos anexos, y esta introducción es la primera de estas secciones. La segunda sección resume la larga polémica sobre la definición de capital regulatorio, narrando cómo se llegó a un consenso entre

reguladores y las mayores instituciones de la industria bancaria global respecto a los estándares de calidad que debería poseer el capital bancario.

La segunda sección empieza indicando que desde Basilea I (acordado en 1988) hasta Basilea III (concertado en 2010) hubo consenso respecto de que las acciones comunes eran los instrumentos de capital de mayor calidad y debían ser la forma predominante del capital regulatorio. Sin embargo, los primeros intentos por definir estándares regulatorios internacionales de capital fracasaron debido a la diversidad de las normas nacionales para emisiones de capital (dado que términos tales como ‘capital básico’, ‘acciones comunes’ o ‘empresa en marcha’ no eran universales).

Fueron la preocupación por el rápido crecimiento del mercado de instrumentos híbridos y la aceptación del principio de “sustancia sobre forma” en materia de definición de capital, las que permitieron que los reguladores (primero en los grupos de trabajo de los supervisores europeos y luego en el grupo de trabajo del Comité de Basilea) opten por discutir los criterios que definen el capital antes que deliberar sobre un listado de instrumentos que califiquen como capital regulatorio. El debate resaltó la importancia de que el capital regulatorio absorba pérdidas cuando la empresa está en marcha y en condiciones de estrés.

La segunda sección culmina describiendo cómo la reciente crisis financiera contribuyó al consenso regulatorio. Se argumenta que la crisis reveló que incluso los instrumentos híbridos que absorbían pérdidas en teoría (por ejemplo, las acciones preferentes) no lo hacían en la práctica, pues los bancos no podían suspender voluntariamente los pagos de estos instrumentos debido a las señales adversas que esta suspensión de pagos enviaba a los mercados.

Basilea III introdujo un nuevo concepto de capital regulatorio (el **capital básico de primer nivel**), que es mucho más estricto que los conceptos anteriores (capital de primer nivel y capital total). Este concepto es consistente con los criterios usados por inversionistas y analistas de mercado, quienes habían enfatizado el rol del ratio de capital básico de primer nivel (“*core tier one*”), y no el ratio de capital de primer nivel (“*tier one*”), como el indicador más adecuado de solvencia bancaria. Esta consistencia llevó a que, desde el inicio, la propuesta de Basilea III recibiera la opinión favorable de la industria.

La tercera sección describe en detalle las cinco propiedades que debe tener el capital básico de primer nivel y según las cuales este debe ser un instrumento:

- i. **pagado**, pues el aporte del principal debe ser en efectivo y no puede ser financiado por el emisor del título;

- ii. **perpetuo**, dado que el aporte del principal no tiene vencimiento y es irredimible o irrecuperable, salvo en caso de liquidación;
- iii. **subordinado**, pues –en caso de liquidación– el cobro del principal está subordinado al pago de todos los demás acreedores o tenedores de títulos del banco;
- iv. **residual**, dado que el cobro de rendimientos se efectúa luego de haber cancelado todas las demás obligaciones pendientes; y
- v. **absorbente**, pues el cobro de rendimientos puede ser suspendido o cancelado sin limitaciones por el emisor.

Sobre la base de estas propiedades, en la tercera sección se argumenta que los instrumentos híbridos de capital no satisfacen algunas de estas condiciones, por lo que se concluye que no serían elegibles como capital regulatorio bajo las reglas de Basilea III. En particular, se indica que los contratos de capital híbrido favorecen o incentivan la redención prematura del aporte del inversionista, lo que contradice la naturaleza permanente del capital bancario.

También se afirma que los contratos de capital híbrido son diseñados *ex profeso* para proteger los rendimientos de los inversionistas que compran estos instrumentos, por lo que no cumplen necesariamente con ser residuales, subordinados y absorbentes de pérdidas, que son justamente las propiedades esenciales del capital básico de primer nivel. Finalmente, se concluye que los objetivos de protección del inversionista y la absorción de pérdidas son inherentemente incompatibles, lo que justifica por qué estos instrumentos son excluidos de la máxima categoría de capital regulatorio.

2. EL PROCESO DE CONVERGENCIA HACIA UNA NUEVA DEFINICIÓN DE CAPITAL REGULATORIO

La polémica sobre cuál debe ser la forma predominante de capital regulatorio cubrió un largo período de más de veinte años: desde los borradores del primer acuerdo de capital circulados en 1987 hasta la aprobación de Basilea III, el 17 de septiembre de 2010.

Este largo debate no se debió a discrepancias fundamentales respecto al objetivo de garantizar una alta calidad del capital bancario –que fue una meta consensual desde el primer acuerdo–, sino a las diferentes legislaciones que rigen la emisión de instrumentos de capital en cada país y a las diferentes formas de intervención usadas por las autoridades supervisoras nacionales, cuya diversidad

no facilitó un consenso. Esta variedad no permitió una interpretación común de conceptos tales como “capital básico” o “acciones comunes”. Más aún, el concepto de empresa en marcha (“*going concern*”) dependía de los regímenes de intervención supervisora. Por eso es que la convergencia alcanzada en Basilea III tuvo que partir del reconocimiento de que una nueva definición de capital debía basarse en una lista de criterios deseables por el regulador antes que en un listado de instrumentos de capital.

La crisis financiera de 2007 y 2008 contribuyó crucialmente a este consenso, pues hizo evidentes las características que debían tener los instrumentos que realmente cumplían los estándares de calidad deseados por los reguladores. Por ejemplo, durante la crisis –y en los años que la precedieron– ninguno de los mayores bancos internacionales suspendió voluntariamente los pagos de sus instrumentos híbridos¹, pues el mercado hubiese interpretado este evento como una señal de insolvencia o iliquidez. Esta severa dificultad para suspender pagos de instrumentos subordinados implicó una salida de recursos líquidos de los bancos en los años 2007 y 2008, justamente cuando estas empresas necesitaban retener esos recursos escasos. Estos hechos alertaron a la comunidad reguladora respecto a que la capacidad –no solamente legal sino práctica– de absorber pérdidas debía ser una de las características fundamentales del capital regulatorio.

A continuación, describimos los principales pasajes en la historia de esta polémica sobre la definición del capital regulatorio, detallando cómo se llegó a un consenso global entre reguladores y las mayores instituciones de la industria bancaria a nivel mundial.

2.1 Basilea I

En 1987, la Reserva Federal de los Estados Unidos de América y el Banco de Inglaterra promovieron la creación del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea y la adopción del primer acuerdo de capital o Basilea I. En el documento original –circulado en julio de 1988–, los gobernadores de bancos centrales y jefes de supervisión de los países del Grupo de los Diez señalaron que las acciones comunes debían ser los instrumentos predominantes en la estructura de capital:

¹ Luego de octubre de 2009, se registraron algunos casos en los que se suspendieron los pagos de instrumentos híbridos (*e.g.*: Lloyds Banking Group, The Royal Bank of Scotland y Citibank), pero esto ocurrió por mandato explícito del regulador y como parte de las condiciones para recibir los fondos de los programas públicos de recapitalización.

“The Committee considers that the key element of capital on which the main emphasis should be placed is equity capital ⁽²⁾ and disclosed reserves. [...] This emphasis on equity capital and disclosed reserves reflects the importance the Committee attaches to securing a progressive enhancement in the quality, as well as the level, of the total capital resources maintained by major banks” (Comité de Supervisión Bancaria de Basilea 1988: 3-4).

Esta primera definición de capital básico (*‘equity capital’*, en inglés) era amplia y no excluía algunos instrumentos híbridos. En particular, la nota de pie de página incluida en el texto antes citado, incluía las acciones preferentes no acumulativas en la definición de capital básico. Los siguientes párrafos del acuerdo de 1988 sugieren que algunos miembros del Comité de Basilea consideraron pertinente una definición más amplia del capital regulatorio:

“Notwithstanding this emphasis, the member countries of the Committee also consider that there are a number of other important and legitimate constituents of a bank’s capital base which may be included within the system of measurement [...]” (Comité de Supervisión Bancaria de Basilea 1988: 4).

2.2 La declaración de Sídney

El objetivo de una mejor calidad de capital fue explícito desde 1988, pero recién una década después –en su declaración de Sídney del 27 de octubre de 1998– el Comité de Basilea especificó que la razón por la cual las acciones comunes debían ser el componente principal del capital es que cumplían el criterio de absorción de pérdida (entendido como la total discreción para determinar el momento y el monto de los pagos asociados a un instrumento financiero):

“[...] the Committee reaffirms that common shareholders’ funds, i.e. common stock and disclosed reserves or retained earnings, are the key element of capital [...] this element of capital best allows banks to conserve resources when they are under stress because it provides a bank with full discretion as to the amount and timing of distributions” (Comité de Supervisión Bancaria de Basilea 1988: 1).

Aunque la declaración de Sídney expresaba claramente que la forma predominante de capital son las acciones comunes y –por lo tanto– excluía de esta definición a las acciones preferentes (sean acumulativas o no), este acuerdo

no tuvo una gran acogida y su implementación fue muy limitada. Esto ocurrió debido a que los conceptos que usaba no eran universales. Por ejemplo, en algunas jurisdicciones el término ‘acciones comunes’ simplemente no existía en la legislación.

2.3 La guía regulatoria europea sobre híbridos

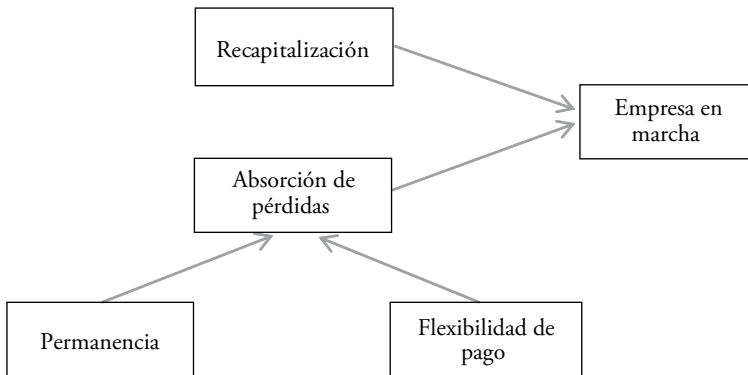
La falta de consenso entre reguladores impidió la elaboración de estándares internacionales de definición de capital, lo que a su vez permitió que las entidades bancarias puedan emitir instrumentos de deuda cuyo costo era inferior al de las acciones y además calificaban como capital regulatorio. Como resultado, desde finales de la década de 1990 hubo un significativo y rápido crecimiento de las emisiones de instrumentos híbridos. Un reporte del entonces Comité de Supervisores Bancarios Europeos (CEBS, por sus siglas en inglés²) indicaba que, a finales del 2006, el saldo de emisiones híbridas que calificaban como capital de primer nivel alcanzó € 210.000 millones.

La velocidad de crecimiento de estos instrumentos hizo necesario revisar los acuerdos de Sídney para facilitar su implementación a nivel internacional. El 24 de noviembre de 2004, el Comité Bancario Europeo solicitó iniciar una revisión de la definición de capital. En respuesta, el CEBS produjo una serie de reportes que culminarían en la propuesta para una guía sobre híbridos de capital. En esta propuesta, los supervisores europeos resaltarían el principio de “sustancia sobre forma” y describirían las dos condiciones fundamentales para la absorción de pérdidas cuando una empresa está en marcha: perpetuidad (o permanencia) y flexibilidad de pago. Estas condiciones serían los predecesores de los 14 criterios para la definición de la forma predominante de capital acordados en Basilea III.

Un documento de discusión publicado en el 2007 por la Financial Services Authority (el supervisor bancario del Reino Unido) refleja el enfoque que primó en esas discusiones. En particular, el documento incluye un diagrama que ilustra la interacción entre estos criterios.

² En el año 2011, el CEBS se transformó en un nuevo ente supranacional conocido como la Autoridad Bancaria Europea (o EBA, por sus siglas en inglés).

Gráfico 1. Factores que aseguran que una empresa financiera siga en marcha bajo condiciones de estrés



Fuente: Financial Services Authority (2007).

El diagrama explica que la probabilidad de que una entidad bancaria siga en marcha depende de la obtención de fondos de recapitalización, lo que ocurre cuando los inversionistas establecidos o preexistentes han absorbido pérdidas. Esto, a su vez, depende de la permanencia y flexibilidad de pago de los instrumentos que los inversionistas establecidos hayan comprado.

El debate a nivel de supervisores europeos culminó con la publicación de una guía para el tratamiento de híbridos, en la cual se definen las características de permanencia, flexibilidad de pagos y absorción de pérdidas, tanto en un escenario de empresa en marcha como en el caso de que la empresa sea intervenida. Esta guía también recomendaba que los híbridos no sobrepasen un límite igual a 15% del capital de primer nivel.

Los lineamientos señalados en la guía no fueron categóricos respecto a la exclusión de los instrumentos híbridos ni plantearon una nueva definición de capital que sea consistente con las prácticas (más estrictas) del mercado. Quizá por ello estos detallados lineamientos no pudieron influir directamente en la propuesta de una nueva regulación de capital que fue presentada al Parlamento Europeo a mediados del 2011, la cual –en cambio– siguió las conclusiones acordadas en Basilea III según el mandato expreso del Comisionado de la Unión Europea.

2.4 El grupo de definición de capital

El debate para llegar a los 14 criterios de Basilea III se inició en junio de 2006, cuando el segundo acuerdo de Basilea señaló la necesidad de revisar los principios acordados en la declaración de Sídney. Meses más tarde, el Comité de Basilea conformaría el grupo de definición de capital, que reportaría al Grupo de Desarrollo de Políticas (PDG, por sus siglas en inglés) y este, a su vez, al Comité de Basilea.

Una de las posiciones más influyentes en el interior de estas deliberaciones fue la de los reguladores europeos, los que –además de participar en las discusiones en Basilea– contribuyeron a la publicación de la guía sobre instrumentos híbridos de capital en Europa que mencionamos anteriormente.

Otra posición fue la de los reguladores de las jurisdicciones que estuvieron en el centro de la turbulencia financiera (particularmente los Estados Unidos, el Reino Unido y Suiza), los que argumentaron que si bien los híbridos podían absorber pérdidas en teoría, no lo podían hacer en la práctica. Un ejemplo de este punto de vista quedó registrado en *The Turner Review* de marzo de 2009, en el cual la FSA señala:

“During the current financial turmoil, UK banks’ unexpected losses have generally been absorbed by core capital (specifically, retained earnings). There have also been several cases of firms cancelling dividend payments on ordinary shares (but not preference shares). [...] By contrast, in general, hybrid capital instruments (including preference shares and innovative Tier 1 in particular) have not absorbed losses, either through coupon deferral or cancellation. This calls into question the quality of the instruments to absorb losses on a going concern basis. The FSA’s experience is that firms have been required to recapitalize with Core Tier 1 capital following losses that have resulted from marking down positions in trading books” (Financial Services Authority 2009: 68-9).

Estas afirmaciones se complementan con una interesante anécdota de Paul Tucker, uno de los miembros del Financial Stability Board, quien justifica la exclusión de los híbridos por tratarse de instrumentos que no absorben pérdidas cuando la institución está en marcha:

“During the crisis—I can’t remember whether this was toward the end of ’07 or early ’08—we held an emergency meeting in the Bank of England about a

small bank or building society. So this is the Governor of the Bank of England, Mervyn King, and me, one or two others, and the experts on this particular bank. It was held either late in the evening or at the weekend, I can't remember which, but it is important to the story that it was a special meeting. The team comes in and they say: we've got this bank, it's made losses of 200 and it's got regulatory capital of 300. But before they carry on, Mervyn and I and others exclaim, well, then, if it's got capital of 300 and losses of 200, if it's still solvent, can't it survive, why are we having this meeting as an emergency? The team goes on robustly: because its got only 100 of equity, which will be wiped out by the losses and so it's going to have to go into liquidation, and that could be one almighty mess. We said, what do you mean its got regulatory capital of 300 but equity of 100? They said, well, all the rest is subordinated debt and hybrids and so forth, and those instruments absorb loss only if a bank goes into liquidation, and the U.K. doesn't yet have a regime for handling that smoothly" (Tucker 2011: 16).

Eventualmente, el énfasis en el capital básico de primer nivel fue resaltado por la opinión de los analistas de mercado y la reacción de los inversionistas durante la crisis. Fueron los mercados –y no los reguladores– los que enfatizaron el rol de las acciones comunes y antepusieron el ratio de capital básico de primer nivel (*core tier one*) como el indicador indisputable de solvencia bancaria.

2.5 El consenso entre reguladores y la opinión favorable de la industria

Luego de 32 reuniones en el lapso de 17 meses, el grupo de la definición de capital del Comité de Basilea acordó una definición basada en catorce criterios, que fueron presentados en el documento consultivo de diciembre de 2009 (Comité de Supervisión Bancaria de Basilea 2009). La publicación de este documento permitió recibir comentarios de la industria, los reguladores que no son miembros del Comité de Basilea y el público en general.

La opinión de la industria y el sector privado fue favorable. En una carta dirigida al presidente del Comité de Basilea el 15 de abril de 2010, Bruce van Saun, director de Finanzas del Grupo RBS, señaló que:

“The proposed criteria for Core Tier 1 undoubtedly support the desire to strengthen the quality of the respective tiers of capital. The focus on permanence, loss absorbency and flexibility of payment are essential pillars for Core Tier 1” (The Royal Bank of Scotland 2010).

Al día siguiente, Adam Gilbert, director gerente de JP Morgan Chase, envió una carta al Comité señalando:

“JPMC supports the objective of the Committee to strengthen the quality and consistency of all components of regulatory capital base. JPMC fully agrees that common equity is the highest quality component of capital based on the characteristics identified by the Committee. It is subordinated to all other elements of funding, absorbs losses as and when they occur, has full flexibility of dividend payments and has no maturity date. Common equity is the primary form of funding which helps ensure that banks remain solvent” (JP Morgan Chase 2010).

Una opinión favorable –aunque general– también se encuentra en la carta de Brian Leach, CRO de Citigroup, en la que señaló: “Citi shares the BC objective to strengthen the quality of capital and liquidity in the financial sector” (Citigroup 2010). Y en la misiva de los señores Guldemann y Stordel, directores de Credit Suisse, quienes indicaron: “We fully support BCBS’s focus establishing a common international quality standard for core capital” (Credit Suisse 2010).

Más específicas y positivas fueron las opiniones de Tim Tookey, director de Finanzas del Lloyds Banking Group, quien afirmó: “We fully support the intention of the eligibility criteria for common equity capital instruments – that for joint stock companies it should consist solely of common shares” (Lloyds Banking Group 2010), y los jefes de investigación de RiskMetrics Group, quienes opinaron: “We are supportive of the proposals that the predominant form of Tier 1 capital should consist of common equity and retained earnings, with hybrid capital receiving a far less prominent role as a core buffer” (RiskMetrics 2010).

Algunas opiniones no solo abordaron el tema de los componentes de capital sino el problema de los plazos de implementación. En su carta al Comité de Basilea, Baudouin Prot, CEO de BNP, indicó que: “Instruments eligible to the Predominant Tier 1 Capital should be strictly compliant with the new definition and grandfathering is not justifiable” (BNP Paribas 2010). En ese mismo sentido fue el pronunciamiento de la Asociación Española de Bancos:

“[...] with respect to instruments to be included in Common Equity, we do not believe that it would be legitimate to provide for grandfathering arrangements as it concerns a newly defined capital category. [...]. Allowing grandfathering for instruments to be included in Common Equity would be detrimental to the overarching objective that the Committee is pursuing, i.e.

to have consistent Common Equity instruments compliant with the eligibility criteria forming the predominant part of Tier-1 across the institutions and countries” (Asociación Española de Bancos 2010).

Todas estas opiniones confirmaron la primacía de las acciones comunes en la estructura de capital y facilitaron el consenso respecto a los criterios de elegibilidad del capital básico de primer nivel. La respuesta favorable de los bancos globales no es difícil de explicar si se tiene en cuenta que la crisis había mostrado que los inversionistas de estas entidades observaban criterios de elegibilidad de capital mucho más exigentes que los criterios mínimos exigidos por los reguladores.

Si bien hubo otras áreas del acuerdo del 2010 en que el consenso fue mucho más difícil, incluyendo el tratamiento de las deducciones regulatorias de capital, el tamaño de los colchones de capital o los componentes del ratio de liquidez, en lo que se refiere a los criterios de elegibilidad del capital de primera calidad, se puede afirmar que Basilea III culminó con la larga polémica que duró más de veinte años y que concluyó en los catorce criterios que se detallan en el primer anexo y cuya racionalidad económica explicaremos a continuación.

3. LOS CRITERIOS DE ELEGIBILIDAD DE INSTRUMENTOS DE CAPITAL EN BASILEA III Y SU RACIONALIDAD

La sección anterior describe los precedentes de Basilea III: un acuerdo de capital suscrito por 44 bancos centrales y autoridades supervisoras reunidos en el Comité de Basilea. A diferencia de los acuerdos anteriores, el Comité que aprobó Basilea III incluyó a las grandes economías emergentes, en particular Argentina, Brasil, China, India, México y Rusia. La incorporación de estos países miembros sugiere que la implementación de Basilea III en economías en desarrollo sería más veloz que los procesos de adopción de los acuerdos de 1988 (Basilea I) y 2006 (Basilea II).

El objetivo de Basilea III fue impulsar acuerdos en tres temas que habían permanecido en la agenda del Comité desde varios años antes de la crisis. El primer tema fue la mejora de la calidad del capital bancario siguiendo las pautas recomendadas por el Comité en su declaración de Sídney. El segundo tema fue la corrección tanto del ratio mínimo de capital (cuya calibración en el 2006 buscó mantener los niveles del Acuerdo de 1988), como de las cargas de capital para titulizaciones y derivados complejos, cuya estructura y ponderadores de riesgo fueron aprobados en 1996, mucho antes de las innovaciones financieras observadas en los años que precedieron la crisis de 2007-2008. El tercer tema fue el establecimiento de requerimientos de liquidez, cuyos principios de regulación

y supervisión habían sido discutidos por un grupo de trabajo conformado en el 2006.

Esta sección se concentra en los dos primeros puntos y específicamente en la racionalidad económica que justifica estos cambios regulatorios: la necesidad de más y mejor capital.

3.1 La racionalidad económica de más capital bancario

La calibración del requerimiento mínimo de capital era una tarea pendiente del Comité. Y por eso Basilea III revisó las razones que determinaron el nivel mínimo de capital, cuyo estándar (equivalente a 8% de los activos ponderados por riesgo) estuvo vigente desde el Acuerdo de 1988.

Basilea II no había revisado el nivel de capital del Acuerdo de 1988. Por el contrario, en el 2006 el Comité decidió ajustar el nivel de capital que procede de las formulas regulatorias por un factor *ad hoc* (igual a 1,06), de modo que el nivel de capital promedio se mantuviera en los niveles de Basilea I.

Basilea III, en cambio, calibró los nuevos ratios de capital basándose en la combinación de dos enfoques: un enfoque de largo plazo (según el cual el requerimiento de capital debe igualar los beneficios y costos marginales de un requerimiento mínimo); y un enfoque de calibración del impacto cuantitativo semejante a los enfoques utilizados en los acuerdos anteriores. Un ejemplo del análisis de largo plazo se puede encontrar en Schanz *et al.* (2011), donde se sugiere que el capital de primera categoría que iguala los costos y beneficios marginales se ubica en un rango entre 12% y 15%.

Este enfoque de calibración de largo plazo se sostiene en dos hechos estilizados. En primer lugar, las crisis financieras son eventos sumamente costosos que retroceden el nivel de actividad real de las economías en aproximadamente 10% durante al menos siete años. En segundo lugar, dicho retrocesos –que implican pérdidas permanentes en el producto– son frecuentes y ocurren en promedio cada 25 años.

Ambos hechos implican que –al reducir las frecuencias de una crisis– una mayor cantidad y mejor calidad de capital regulatorio reduce también los significativos costos esperados de una crisis financiera. Esta reducción de costos esperados es el beneficio de un mayor capital. De otro lado, se argumenta que un mayor monto de capital incrementa los costos de fondeo, lo cual tiene un impacto adverso sobre el costo y el nivel de crédito, y, por lo tanto, sobre el nivel de actividad. Este impacto adverso son los costos de un mayor capital.

Considerando tanto los beneficios como los costos de un mayor nivel de capital, la calibración de largo plazo conducida por un grupo de expertos conformado por el Comité resultó en un requerimiento para capital básico de primer nivel que superaba significativamente el 8% de los activos ponderados por riesgo³.

De otro lado, la calibración del impacto cuantitativo mostró que los mayores bancos internacionales tenían que incrementar sus reservas de capital en € 577.000 millones si el estándar de 7% se adoptara inmediatamente⁴. Como este déficit es equivalente a 2,8 años de utilidades, el Comité acordó un período de transición de siete años, de modo que los bancos tuvieran un plazo considerable para alcanzar los estándares resultantes de la calibración de largo plazo. El Comité decidió ampliar el plazo para adoptar los nuevos estándares antes que reducir la calibración de largo plazo⁵.

Adicionalmente a la racionalidad económica que justifica mayores requerimientos de capital de primer nivel, el punto de vista contable también debía ser tomado en cuenta. Esto explica el rol que cumplen las deducciones al capital.

3.2 La racionalidad económica y contable de las deducciones al capital

Contablemente, el valor de las acciones ordinarias no es un monto constante sino que varía en cada ejercicio. Esta variación contable, que se registra a través de incrementos de las reservas de capital, es reconocida y aceptada por Basilea III siempre que se sujete a ciertos filtros o deducciones. El objetivo de estas deducciones es evitar dos prácticas inaceptables desde el punto de vista prudencial: la doble contabilidad de capital y el reconocimiento de ganancias originadas en activos de valuación incierta.

La necesidad de estos ajustes o deducciones regulatorias puede entenderse mejor si pensamos que –en adición a los balances contables públicos y auditados– existe una “hoja de balance regulatoria”, la cual excluye los activos de valuación incierta y aquellos que cuentan doblemente el capital bancario.

³ Los resultados de este análisis pueden encontrarse en Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (2010a).

⁴ Para un detalle del Ejercicio de Impacto Cuantitativo de Basilea III, se puede ver Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (2010b).

⁵ Aun cuando tuvieron un holgado plazo de adaptación, varios reguladores anunciaron su intención de migrar hacia Basilea III antes del año 2018 y algunos indicaron que, desde la aprobación de Basilea III, los bancos bajo su supervisión ya cumplían con esos nuevos estándares.

El siguiente ejemplo ilustra esta interpretación. Imagínese un banco que tiene $S/. 10$ en créditos y $S/. 9$ en depósitos, de modo que su capital vale $S/. 1$. Si los créditos son ponderados por riesgo al 100%, entonces el ratio de capital es $1/10 = 10\%$. Si, en este escenario, se decide que la reputación de este banco es un activo intangible que vale $S/. 2$, entonces los activos totales aumentarían a $S/. 12$ y el capital valdría $S/. 3$. Asumiendo que el ponderador de riesgo se mantiene en 100%, el ratio de capital sería $3/12 = 25\%$.

Las deducciones permiten al regulador regresar al balance conservador. Las deducciones operan entonces en una hoja de balance paralela que remueve ciertos activos del balance contable para prevenir un incremento artificial (y en muchos casos subjetivo) del ratio de capital (en nuestro ejemplo, el incremento del ratio de capital de 10% a 25%). Este enfoque conservador puede ser justificado porque el regulador está preocupado por un escenario de estrés (donde la firma espera pérdidas severas o enfrenta la proximidad de una intervención del supervisor) y, por lo tanto, el valor de los activos inciertos debe ser cero o insignificante.

Tanto las nuevas deducciones de capital⁶ como los criterios más estrictos para elegir los componentes del capital básico de primer nivel representaron el cambio regulatorio más importante dentro de Basilea III, y su efecto fue tan significativo que llevó a que el Comité aceptase algunas concesiones que reconocen una porción de los activos que hubieran sido deducidos si se hubiese aprobado la propuesta original de diciembre del 2009. En particular, la versión final de Basilea III, publicada en junio de 2011, concede a los bancos que una porción de sus créditos fiscales y sus inversiones en empresas del sistema financiero no sean deducidas del capital básico de primer nivel sino que –en cambio– reciban un mayor ponderador de riesgo. En términos de estándares técnicos, netos de influencia política, los principios de Basilea III se reflejan mejor en el documento consultivo de diciembre de 2009 que en las versiones posteriores.

3.3 La racionalidad económica de una mejor calidad de capital

Basilea III provee una definición más estricta de capital bancario, exigiendo que el capital sea capaz de absorber pérdidas cuando la empresa está operando normalmente. El concepto de “absorción de pérdida” suele ser incorrectamente interpretado por autores y analistas, quienes consideran que el capital bancario opera como una reserva de activos que puede ser utilizada bajo condiciones de estrés. En realidad, el capital bancario no es un activo sino un tipo de pasivo (o

⁶ El anexo 2 enumera todas las deducciones hechas al capital básico de primer nivel según Basilea III.

fuelle de fondeo) que se distingue de la deuda porque ofrece un rendimiento variable y no fijo. Esto significa que el emisor de capital (en este caso el banco) puede suspender el pago de dividendos a sus inversionistas y puede también castigar o cancelar esos pagos permanentemente. La propiedad de suspender el pago de rendimientos es lo que se conoce como “absorción de pérdidas”. Mientras más fácil sea para el banco cancelar esos dividendos cuando lo considere necesario, mejor será la calidad del capital bancario emitido.

Desde este punto vista, las acciones comunes constituyen la forma más pura de capital. Las acciones comunes no solo tienen un rendimiento variable, sino un rendimiento residual. Los accionistas reciben un pago luego de que todos los costos financieros de la empresa han sido pagados. Si no hay utilidades netas, no hay dividendos. Y si hay pérdidas netas, ellos ven reducido el principal de su inversión. La deuda, de otro lado, rinde pagos que no pueden ser cancelados o castigados mientras la empresa esté operando normalmente, y cualquier suspensión en el pago de los cupones de deuda no impide que sus tenedores puedan reclamar estos pagos en el futuro. El principal de la deuda, por tanto, no se suspende o interrumpe, a menos que la empresa se declare en moratoria o bancarrota.

Entre estos dos extremos (acciones comunes y deuda pura) hay emisiones de títulos que combinan las características de ambos instrumentos. Estos títulos son conocidos como “híbridos” y se caracterizan porque los contratos que rigen sus emisiones contienen cláusulas con limitaciones sobre la suspensión o cancelación del pago de los cupones y/o dividendos ofrecidos. Los híbridos, entonces, no absorben pérdidas perfectamente.

Como ya señalamos, la idea de que el capital bancario debe ser de buena calidad no es nueva. El criterio de perfecta absorción de pérdida fue un claro estándar internacional desde su anuncio en la declaración de Sídney, la cual también explica por qué la perfecta absorción de pérdidas es una característica fundamental del capital:

“The voting rights attached to common stock also provide an important source of market discipline over a bank’s management. For these reasons, voting common shareholders’ equity and the disclosed reserves or retained earnings that accrue to the shareholders’ benefit should be the predominant form of a bank’s Tier 1 capital” (Comité de Supervisión Bancaria de Basilea 1998: 1).

Y en Basilea II el Comité reafirmó que las acciones ordinarias debían ser el principal elemento de capital:

“The Committee considers that the key element of capital on which the main emphasis should be placed is equity capital and disclosed reserves. [...] This emphasis on equity capital and disclosed reserves reflects the importance the Committee attaches to securing an appropriate quality, and the level, of the total capital resources maintained by major banks” (Comité de Supervisión Bancaria de Basilea 2006: 14)

Tal como se indicó anteriormente, luego de la crisis financiera de 2008, el Comité conformó un grupo de trabajo sobre la definición de capital, el cual produjo la sección más importante del documento consultivo publicado en diciembre de 2009. En este documento, los reguladores expertos de los 27 sistemas financieros más grandes, propusieron una definición ideal de capital, que luego sería negociada y culminaría en el acuerdo de septiembre de 2010 y sus posteriores revisiones en diciembre de 2010 y junio de 2011.

3.4 Las cinco propiedades que definen el capital bancario según Basilea III

Basilea III enumera catorce criterios para definir el capital básico de primer nivel (los cuales detallamos en el anexo 1). Algunos de estos criterios son de forma antes que de sustancia y, por ello, algunos son redundantes desde el punto de vista económico. Debido a esto, los podemos resumir en las siguientes cinco características, según las cuales el capital básico de primer nivel debe ser un instrumento pagado, perpetuo, subordinado, residual y absorbente.

Pagado. Esta propiedad condiciona que el pago por el instrumento de capital o el aporte deba ser en efectivo y no pueda ser financiado por el emisor del título. Este requisito alude a la naturaleza dual que debe tener todo incremento de capital bancario, el cual –por definición– debe constituir tanto un aumento de las obligaciones de la entidad bancaria con los inversionistas, como un incremento de las reservas líquidas de la entidad, las cuales quedan a disposición del banco para futuras inversiones o préstamos. La dimensión macroprudencial de esta propiedad del capital se evidencia en tanto esta condición asegura que todo incremento de capital se traduzca en una expansión de la oferta de crédito y el financiamiento de la inversión en el sector real de la economía⁷.

⁷ Nótese que este argumento es contrario a las afirmaciones que señalan que el incremento de capital es un uso de recursos o activos de las empresas bancarias. Dichas afirmaciones, a veces frecuentes, han sido correctamente consideradas como falacias por autores como Admati *et al.* (2010).

Perpetuo. La segunda propiedad del capital bancario exige que el instrumento financiero sea emitido indicando que su principal no tiene vencimiento y es irredimible o irrecuperable, salvo en caso de liquidación de la entidad bancaria. La razón fundamental para esta condición es asegurar que la empresa bancaria no perderá activos líquidos en períodos previos a su liquidación. De no existir esta condición, los inversionistas podrían redimir el principal de este instrumento cuando ellos perciban que la probabilidad de su intervención o liquidación se ha incrementado. La redención del principal implicaría una salida de activos líquidos que –a su vez– haría más difícil la recapitalización de la entidad financiera. Por eso, esta propiedad cumple la función de fomentar la recapitalización y prevenir episodios de deuda pendiente⁸ que puedan derivar en procesos de desinversión y sus consiguientes efectos adversos sobre la economía real.

Subordinado. Esta propiedad del capital bancario condiciona que, en caso de liquidación, el cobro del principal esté subordinado al pago de todos los demás acreedores o tenedores de títulos del banco. La racionalidad de esta propiedad reside en la protección a los depositantes y acreedores preferentes, quienes –en un escenario de liquidación– deben tener prioridad en el cobro de sus acreencias. La subordinación del principal también favorece la disciplina de mercado, pues provee fuertes incentivos para que los inversionistas y su directorio administren prudentemente el portafolio de activos de la entidad bancaria, dado que ellos son los más expuestos a una situación de insolvencia. Es importante distinguir entre la propiedad de subordinación, la cual se refiere a un escenario de liquidación, y la propiedad de ser residual, la cual –como se verá a continuación– se refiere a un escenario normal; es decir, cuando la empresa está en marcha.

Residual. Esta cuarta propiedad del capital exige que el cobro de rendimientos se efectúe luego de haber cancelado todas las demás obligaciones pendientes. Mientras que la propiedad anterior se refiere a la subordinación del principal del aporte del capital, esta condición puede entenderse como la subordinación de los retornos o dividendos. Esto significa que un instrumento de capital regulatorio no debe generar distribuciones preferentes y que los dividendos son nulos si es que la entidad no puede cubrir los retornos asociados a sus demás acreencias. Junto con la condición anterior, esta propiedad también fomenta la disciplina de

⁸ El problema de deuda pendiente (o '*debt overhang*', en inglés) se refiere a una situación descrita por Myers (1977), en la cual el nivel de capital de una empresa es tan bajo que los inversionistas deciden cancelar proyectos de inversión rentables porque los pagos asociados a estas inversiones servirían para honrar la deuda y no se trasladarían necesariamente a sus dividendos. Para un análisis de las consecuencias del problema de deuda pendiente en presencia de requerimientos mínimos y colchones de capital excedentario, véase Collazos (2012).

mercado, pues genera fuertes incentivos para un manejo prudente de la entidad bancaria por parte de los directores y representantes de los inversionistas.

Absorbente. La marca que distingue a Basilea III de los acuerdos anteriores es su énfasis en esta quinta condición, según la cual el cobro de rendimientos puede ser suspendido o cancelado sin limitaciones por el emisor o incluso el regulador. La flexibilidad del pago de los dividendos es la característica que asegura que los nuevos inversionistas que buscan aportar nuevo capital a la entidad bancaria no vean reducidos sus futuros dividendos por pérdidas esperadas que no se cristalizaron en su momento en la forma de recortes oportunos de dividendos. Es decir, la propiedad de absorción de pérdidas busca promover los procesos de recapitalización, pues antepone los intereses de los futuros inversionistas (que esperan que las pérdidas ya hayan sido absorbidas) a los intereses de los inversionistas establecidos (quienes deben absorber las pérdidas mediante un recorte o suspensión de sus dividendos).

Aunque legalmente puede haber diferentes interpretaciones de estas cinco condiciones, desde el punto de vista económico los únicos títulos o instrumentos que cumplen estas cinco condiciones son las acciones ordinarias. La siguiente sección analiza por qué los instrumentos financieros más parecidos a las acciones ordinarias (las acciones preferentes y los otros contratos híbridos de capital) son incompatibles con estos cinco criterios.

3.5 La compatibilidad entre la nueva definición de capital y el diseño de los contratos de capital híbrido

Esta sección argumenta que los instrumentos híbridos son inherentemente incompatibles con la nueva definición de capital, pues –desde el diseño de sus contratos– estos instrumentos buscan explícitamente proteger los intereses de los inversionistas que los adquieren. La intención de proteger a los inversionistas en estos instrumentos se debe a que esta protección incrementa la demanda de estos instrumentos y, consecuentemente, abarata su costo, lo que a su vez se traduce en mayores rendimientos para los accionistas ordinarios. De esta manera, accionistas e inversionistas en instrumentos híbridos aumentan su rendimiento esperado mientras exponen a los depositantes y otros acreedores a mayores pérdidas en el evento de que estas se cristalicen.

El diseño de contratos híbridos típicamente recurre a tres tipos de cláusula para proteger los intereses de los inversionistas. Primero están las cláusulas que reducen el vencimiento hasta el mínimo permisible por el regulador. Estos términos de

contrato son favorables para sus tenedores, pues garantizan pagos del principal antes del evento de liquidación pero son inconsistentes con la propiedad de permanencia asociada a los criterios de vencimiento perpetuo y subordinación antes enunciados. En efecto, si el banco emite instrumentos con maduración finita, eso significa que el banco deberá destinar recursos financieros futuros para pagar el principal de estos instrumentos, por lo que se esperaría que haya una salida de liquidez que –en otras circunstancias– hubiese estado disponible para pagar a los depositantes y acreedores. En otras palabras, la maduración prematura a la liquidación afecta los intereses de los acreedores que –en un escenario de liquidación– hubiesen tenido un derecho preferente para el cobro de los activos por liquidarse.

En segundo lugar, tenemos las cláusulas que incentivan una redención anticipada del instrumento. Por ejemplo, los contratos híbridos pueden incluir opciones de compra o “*call options*” (que permiten a la entidad bancaria emisora recomprar los instrumentos que vendió a los inversionistas) conjuntamente con cláusulas evolutivas o “*step-up clauses*” (que encarecen el rendimiento de los cupones a partir de una fecha anterior a la maduración). Estas cláusulas generan que los bancos tengan fuertes incentivos para redimir estos instrumentos. Dado que la redención implica una salida de liquidez de la entidad financiera, estas cláusulas afectan las condiciones de subordinación de pagos de rendimientos; es decir, afectan la condición de ser residual.

Y, finalmente, tenemos los términos del contrato que impiden o condicionan la cancelación o recorte de dividendos, de modo que es muy raro observar un recorte de dividendos antes de una intervención (*i.e.*, cuando la entidad bancaria esta operativa y en marcha). Al respecto, Acharya *et al.* (2011) y Collazos (2011) reportan que no hay evidencia de absorción de pérdidas y recortes de dividendos o cupones en los principales bancos norteamericanos antes de la crisis del 2007-2008. Más aún, se observó que muchos de estos bancos redujeron la tasa de retención de utilidades (o aumentaron su tasa de distribución de utilidades) en períodos previos al pánico de septiembre de 2008.

Estas cláusulas son incompatibles con la propiedad de absorción de pérdidas, pues el retiro de fondos líquidos para redimir estos instrumentos puede impedir que los bancos continúen sus operaciones en tiempos malos. La presencia de estas cláusulas es lo que distingue al capital básico de primer nivel (típicamente representado por acciones comunes) de las otras formas de capital que –por su explícito interés en proteger a los inversionistas– alteran la permanencia y flexibilidad del instrumentos original y por ello son inconsistentes con los criterios propuestos en Basilea III.

4. CONCLUSIONES

El mensaje de Basilea III fue claro: para que los mayores bancos internacionales alcancen una meta de capital básico de primer nivel igual a 7% de sus activos ponderados por riesgo, tendrían que incrementar sus reservas de capital en un monto cercano a tres veces sus utilidades anuales.

Esto llevó a que los mayores bancos del mundo hayan buscado (en los años posteriores a la crisis de 2007-2008) inyecciones frescas de capital para aumentar sus ratios regulatorios. Esto también significó que el esfuerzo de recapitalización precedió la reforma de los estándares de capital. Si bien la reforma regulatoria emprendida por los reguladores a nivel internacional –sobre todo Basilea III– ayudó a consolidar el paradigma de un mayor capital bancario, los mercados de capitales ejercieron disciplina para fomentar las recapitalizaciones observadas entre 2008 y 2011⁹. Incluso se podría argumentar que –debido a que los estándares regulatorios aprobados en 2010 no serían vigentes antes del 2015– la recapitalización observada entre 2008 y 2011 fue el resultado de la demanda de inversionistas que forzaron a sus bancos a retener más utilidades como condición de cualquier recapitalización. Los ratios crecientes de capital observados entre 2008 y 2011 se debieron, entonces, a un aumento de “requerimientos de mercado” antes que a incrementos de los requerimientos regulatorios.

Si bien la mayoría de reguladores de Latinoamérica (con excepción de los países miembros del G-20) no han participado directamente en la reforma regulatoria acuñada en Basilea, sus jurisdicciones han observado la introducción de mayores requerimientos regulatorios y, sobre todo, mayor disciplina de mercado, en la forma de una mayor demanda de información sobre el nivel de capital básico de primer nivel.

En este contexto es crítico subrayar cuáles son las propiedades que deben tener los títulos valores cuya emisión fomenta fuertes recapitalizaciones en el sector bancario. Este capítulo precisa que son cinco las condiciones que debe tener cada uno de estos instrumentos de capital: ser pagado y perpetuo para asegurar la permanencia de la inversión; ser subordinado en caso la empresa sea liquidada; que las distribuciones de dividendos sean residuales cuando la empresa bancaria está en marcha; y que se garantice la absorción de pérdidas por parte de los pagos de dividendos, de modo que esta flexibilidad proteja a los futuros inversionistas. Frente a esto, es posible culminar este capítulo señalando que los

⁹ Como evidencia de estas recapitalizaciones entre 2007 y 2011, se puede citar el gráfico 1.17 de Bank of England (Bank of England 2012).

instrumentos híbridos de capital no cumplen con estas condiciones y, por ello, son incompatibles con los estándares de Basilea III.

ANEXO 1

CRITERIOS PARA DEFINIR EL CAPITAL BÁSICO DE PRIMER NIVEL SEGÚN BASELEA III¹⁰

El capital básico de primer nivel debe cumplir las siguientes condiciones:

- i. Representa el derecho de cobro más subordinado en caso de liquidación del banco.
- ii. Incorpora un derecho sobre los activos residuales en proporción a su participación en el capital emitido, una vez atendidos todos los derechos principales a la liquidación (es decir, incorpora un derecho ilimitado y variable, no uno fijo o limitado).
- iii. El principal tiene carácter perpetuo y no se devolverá, fuera del caso de liquidación (y salvo recompras discrecionales u otros medios de reducción efectiva del capital de una manera discrecional autorizada por la legislación pertinente).
- iv. El banco se abstiene de crear, con ocasión de la emisión, cualquier expectativa de que el instrumento será objeto de recompra, rescate o amortización, y los términos legales o contractuales no disponen de cláusula alguna que pudiera originar tal expectativa.
- v. Las distribuciones de resultados se cargan contra partidas distribuibles (beneficios no distribuidos incluidos). El nivel de las distribuciones no está en modo alguno vinculado o ligado al importe desembolsado en el momento de la emisión ni está sujeto a un límite estipulado (con la salvedad de que un banco no podrá declarar distribuciones cuyo importe supere el acumulado en partidas distribuibles).
- vi. No existen condiciones que obliguen a realizar distribuciones. Por lo tanto, la falta de pago de estas no constituye un supuesto de incumplimiento.

¹⁰ Este anexo está basado en Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (2011).

- vii. Las distribuciones solo se pagan una vez satisfechas todas las obligaciones legales y contractuales y tras realizar los pagos sobre instrumentos de capital de mayor rango. Esto significa que no existen distribuciones preferentes, en particular en relación con otros elementos clasificados como capital emitido con carácter preferencial.
- viii. Es el capital emitido que soporta en primer lugar las pérdidas, así como el porcentaje proporcionalmente mayor de estas según se produzcan.
- ix. El importe emitido y desembolsado se integra en los recursos propios (es decir, no se considera una obligación) a efectos de determinar la insolvencia a nivel de balance.
- x. El importe desembolsado se clasifica como recursos propios con arreglo a las normas de contabilidad aplicables.
- xi. El importe ha sido directamente suscrito y desembolsado y el banco no puede, directa o indirectamente, haber financiado la compra del instrumento.
- xii. El importe desembolsado no está asegurado ni cubierto por garantías del emisor o de una entidad vinculada, ni es objeto de cualquier otro acuerdo que mejore jurídica o económicamente la prelación del derecho correspondiente.
- xiii. Únicamente se emite con la aprobación de los propietarios del banco emisor, ya sea directamente otorgada por estos o, si lo permitiese la ley, otorgada por el Consejo de Administración o por otras personas debidamente autorizadas por los titulares.
- xiv. Se refleja de forma clara y separadamente en el balance del banco.

ANEXO 2

DEDUCCIONES DEL CAPITAL BÁSICO DE PRIMER NIVEL SEGÚN **BASILEA III**¹¹

El capital básico de primer nivel debe calcularse neto de los siguientes elementos:

- i. Fondo de comercio (o “*goodwill*”) y otros intangibles (salvo derechos del servicio de créditos hipotecarios);
- ii. Activos por impuestos diferidos;
- iii. Reservas de cobertura de flujos de efectivo;
- iv. Insuficiencia de las provisiones para pérdidas esperadas;
- v. Ganancias en ventas relacionadas con operaciones de titulización;
- vi. Ganancias y pérdidas latentes debidas a variaciones en el riesgo de crédito propio sobre pasivos financieros contabilizados al valor razonable;
- vii. Activos y pasivos de fondos de pensiones de prestación definida;
- viii. Inversión en acciones propias (acciones de tesorería);
- ix. Participaciones cruzadas recíprocas en entidades bancarias, financieras y de seguros;
- x. Inversiones en el capital de entidades bancarias, financieras y de seguros no incluidas en el perímetro de consolidación regulador cuando el banco no posea más del 10% del capital social básico emitido;
- xi. Inversiones significativas en el capital de entidades bancarias, financieras y de seguros no incluidas en el perímetro de consolidación regulador;
- xii. Las inversiones significativas en acciones ordinarias de instituciones financieras no consolidadas (bancos, compañías de seguros y otras entidades financieras);
- xiii. Los derechos del servicio de créditos hipotecarios;
- xiv. Impuestos diferidos que nacen de diferencias temporales;

¹¹ Este anexo está basado en Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (2011).

- xv. Algunas exposiciones de titulización;
- xvi. Algunas exposiciones en capital con arreglo al método de modelos internos (que estima la probabilidad de incumplimiento y/o la pérdida en caso de incumplimiento);
- xvii. Incumplimiento de pago o entrega en operaciones sin entrega contra pago o sin pago contra pago; e
- xviii. Inversiones significativas en empresas mercantiles.

BIBLIOGRAFÍA

ACHARYA, Viral; Irvind GUJRAL, Nirupama KULKARNI y Hyun SONG SHIN
2011 *Dividends and Bank Capital in the Financial Crisis of 2007-2009*. Working Paper N° 16896. Cambridge: National Bureau of Economic Research.

ADMATI, Anat; Peter DEMARZO, Martin HELLOWIG y Paul PFLEIDERER
2010 *Fallacies, Irrelevant Facts, and Myths in the Discussion of Capital Regulation: Why Bank Equity Is Not Expensive*. Working Paper Series N° 86. The Rock Center for Corporate Governance at Stanford University.

ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE BANCOS

2010 *The Spanish Banking Association Comments to the Basel Committee on Banking Supervision Consultative Document Strengthening the Resilience of the Banking Sector*.

BANK OF ENGLAND

2012 *Financial Stability Report*. Junio.

BNP PARIBAS

2010 Carta institucional *Views on the BCBS Consultative Papers # 164 and 165*. <<http://www.bis.org/publ/bcbs165/cacomments.htm>>.

CITIGROUP

2010 *Response to Proposals to Strengthen Capital Regulation*. <<http://www.bis.org/publ/bcbs165/cacomments.htm>>.

COLLAZOS, Paul

2012 *Regulating Bank Dividends under Basel III: Are Capital Buffers Really Useable in Bad Times?* Manuscrito. Una versión anterior fue presentada en el XXIX *Encuentro de Investigación Económica* del Banco Central de Reserva del Perú.

- 2011 “The Big Financial Crisis”. En: QUAGLIARELLO, Mario y Francesco CANNATA (eds.). *Basel III and Beyond: A Guide to Banking Regulation after the Crisis*. Riskbooks.

COMITÉ DE SUPERVISIÓN BANCARIA DE BASILEA

- 2011 *Basel III: A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems – Revised Version*.
- 2010a *Calibrating Regulatory Minimum Capital Requirements and Capital Buffers: A Top Down Approach*.
- 2010b *Results of the Comprehensive Quantitative Impact Study*.
- 2009 *Strengthening the Resilience of the Banking Sector*.
- 2006 *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework – Comprehensive Version*.
- 1998 *Instruments Eligible for Inclusion in Tier 1 Capital*.
- 1988 *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*.

CREDIT SUISSE

- 2010 *Credit Suisse Comments to Basel III Consultative Documents # 164 and # 165*, <<http://www.bis.org/publ/bcbs165/cacomments.htm>>.

FINANCIAL SERVICES AUTHORITY

- 2009 “A Regulatory Response to the Global Banking Crisis”. En: *Financial Services Authority*, N° 09/2.
- 2007 “Definition of Capital”. En: *Financial Services Authority*, N° 07/6.

JP MORGAN CHASE

- 2010 Carta en respuesta a los documentos “*Strengthening the Resilience of the Banking Sector*” e “*International Framework for Liquidity Risk Measurement, Standards and Monitoring*”. <<http://www.bis.org/publ/bcbs165/cacomments.htm>>.

LLOYDS BANKING GROUP

- 2010 *Comments to Basel Committee on Banking Supervision Consultative Proposals to Strengthen Global Capital & Liquidity, BCBS 164 & 165*.

MYERS, Stewart

- 1977 “Determinants of Corporate Borrowing”. En: *Journal of Financial Economics*, vol. 5, pp. 147-75.

RISKMETRICS

- 2010 *Comment on the Basel Committee on Banking Supervision’s Consultative Document Entitled Strengthening the Resilience of the Banking Sector Presented*.

SCHANZ, Jochen; David AIKMAN, Paul COLLAZOS, Marc FARAG, David GREGORY y Sujit KAPADIA

2011 *The Long-Term Economic Impact of Higher Capital Levels*. Paper N° 60. Bank for International Settlements.

THE ROYAL BANK OF SCOTLAND

2010 *Basel Committee for Banking Supervision Consultative Document 164: Strengthening the Resilience of the Banking Sector – Response by the Royal Bank of Scotland Group*. <<http://www.bis.org/publ/bcbs165/cacomments.htm>>.

TUCKER, Paul

2011 “Basel III, Too-Big-To-Fail, and Macroprudential Regimes”. En: *Regulatory Reforms and Remaining Challenges*. Documento Ocasional N° 81, editado por The Group of Thirty.

EL ENIGMA DE LOS BONOS CUBIERTOS

FREDDY ESCOBAR ROZAS

“The availability of affordable mortgage financing is essential to turning the corner on the current housing crisis [...] One option we have looked at extensively is covered bonds, which [...] have the potential to increase mortgage financing, improve underwriting standards, and strengthen U.S. financial institutions [...]”.

Henry Paulson

“As a result of the dynamic cover pool and dual recourse, covered bond transactions [...] shift virtually all risk to unsecured creditors. The extent to which risk should be allocated so asymmetrically is an important policy question that should be addressed by any government and market participants exploring covered bonds as an alternative to securitization”.

Steven L. Schwarcz

1. INTRODUCCIÓN

Los Bonos Cubiertos poseen una larga y rica historia en los mercados europeos¹. En Alemania, Francia, España, Italia y otros países europeos, los bancos han empleado durante décadas dichos bonos para obtener recursos que permitan financiar el crecimiento de la industria de préstamos hipotecarios.

Los mercados americanos han empleado Bonos Titulizados para obtener recursos que permitan financiar el crecimiento de la referida industria. Los

¹ “Covered bonds have been around a lot longer than securitized bonds. The first mortgage securitization is thought to be in 1970 [...] The first covered bond, on the other hand, was issued in the 1700s to finance public works projects in Prussia” (Carbó Valverde *et al.* 2011: 8).

Bonos Cubiertos no han cumplido papel alguno en este lado del mundo (Carbó Valverde, Rosen y Rodríguez-Fernández 2011: 9)².

La última crisis financiera ha generado serias dudas y preocupaciones sobre el futuro de algunos jugadores (p.e.: bancos de inversión, agencias de clasificación de riesgo) y algunas herramientas (p.e.: derivados especulativos) del mercado internacional de capitales. La titulización ha sido una de las herramientas favoritas de los mercados financieros. La crisis, sin embargo, ha herido su reputación. Quizá por esta razón, reguladores de diversos países están tratando de encontrar un sustituto (menos riesgoso) de los bonos emitidos con respaldo de activos titulizados. En este escenario, los Bonos Cubiertos son presentados aquí y allá como una alternativa prometedora³.

Este trabajo analiza las ventajas y las desventajas que presentan los Bonos Cubiertos desde una perspectiva económica. Utilizando como marco referencial la aplicación imperfecta del teorema Modigliani-Miller, así como el papel nocivo de las operaciones de repo y de derivados financieros en la reciente crisis financiera, este trabajo defiende la tesis de que los Bonos Cubiertos no son un sustituto eficiente de los Bonos Titulizados.

2. CARACTERÍSTICAS

Los Bonos Cubiertos son bonos emitidos por instituciones financieras que ofrecen a los bonistas un respaldo doble: (i) el respaldo preferente de una cartera dinámica de créditos hipotecarios originados por el emisor (“*cover pool*”) y (ii) el respaldo genérico del patrimonio del emisor⁴.

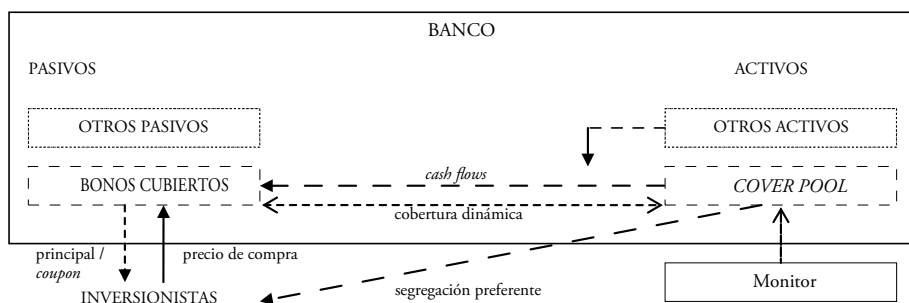
² “There has been essentially no CB [Covered Bonds] issuance by U.S. banks. In large part, this is due to regulation [...]”.

³ “Financial institutions are seeking to find a substitute mechanism in product areas where the market is less receptive to securitization. Covered bonds provide one possible solution. Indeed, one could argue that covered bonds are a more transparent version of the financial arrangements that previously characterized securitized assets. They similarly allow sponsors to carve up and redistribute risk, and permit separate categories of assets to serve as the basis for funding financial intermediation (rather than lumping everything together on the bank’s balance sheet and raising funds for the bank as a whole)” (Calomiris 2008: 81).

⁴ “Covered bonds are securities issued by depositary institutions that are backed by a special pool of collateral. The most distinguishing feature of covered bonds is the dual protection offered to investors. Investors buying covered bonds first have recourse to the cover pool and then have claims to the assets of the issuing bank. The cover pool serves mainly as a credit enhancement feature for the covered bond” (Biswas, Buzen y Shawky 2009: 5). “Covered bonds are issued by financial institutions, mostly Banks, which are liable for their repayment. They are also backed by a special pool of collateral—mostly high-grade mortgages or loans to the public sector—on which investors have a priority claim” (Packer, Stever y Uppner 2007: 44).

Tres características hacen únicos a los Bonos Cubiertos. Primero, el *cover pool* solo sirve como mejora en la medida en que el emisor es responsable del pago de los bonos con la totalidad de su patrimonio. Esto significa que los bonistas tienen recurso contra el emisor. Segundo, el *cover pool* permanece en el balance del emisor. Sin embargo, en caso de *default*, los bonistas tienen derechos preferentes sobre el *cover pool*. Esto significa que cuando aparecen los problemas, la cartera de créditos hipotecarios queda fuera del alcance de los demás acreedores del emisor. Tercero, el *cover pool* no es estático sino dinámico, por lo que el emisor debe garantizar en todo momento que el *cover pool* no pierda valor (esto es, que no incumpla el ratio de cobertura pactado). Por lo tanto, si algunos de los activos subyacentes son objeto de pago anticipado o sufren una reducción en su valor de realización, el emisor está obligado a reemplazarlos por otros activos, de modo que el valor del *cover pool* no disminuya. Esto significa que los bonistas no toman el riesgo de deterioro de la cartera de créditos que sirve como respaldo preferente⁵.

El siguiente gráfico representa la estructura esencial de los Bonos Cubiertos:



Los Bonos Cubiertos y los Bonos Titulizados presentan ciertas características comunes. Quizá la más importante es la que tiene como finalidad reducir el riesgo de insolvencia (Schwarcz 2010: 13). Existen, empero, serias diferencias entre ambos instrumentos. El siguiente cuadro muestra tales diferencias (Packer *et al.* 2007: 45):

⁵ “The cover pools are mandated to be dynamically managed and issuers are required to replace assets that either declined in quality or have been repaid early” (Biswas *et al.* 2009: 5). “[...] the cover pool remains on the balance sheet of the issuer and eligible assets are substitutable [...] mortgages cover pools are dynamic and of unlimited duration (when a loan meets the legal requirements, it is included in the existing pool). At the same time, when a loan is repaid or if, for other reasons, it no longer meets the quality criteria, it is withdrawn immediately” (Avesani, García Pascual y Ribakova 2007: 4).

Características	Bonos Cubiertos	Bonos Titulizados
Objetivo	refinanciamiento	reducción de riesgo, arbitraje regulatorio, refinanciamiento
Recurso contra el originador de la cartera	Sí	generalmente no
Estructura	activos permanecen en el balance del emisor	activos transferidos a un patrimonio autónomo
Impacto en los requerimientos de capital del emisor	Ninguno	reducción
Restricciones legales aplicables al emisor o a la cartera elegible	Sí (en caso la emisión se realice bajo legislación especial)	generalmente no
Activos	generalmente dinámicos	predominantemente estáticos
Prepago de activos	no <i>pass-through</i> (activos son reemplazados)	generalmente <i>pass-through</i> (activos no son reemplazados)
<i>Tranching</i>	inexistente	común
<i>Coupon</i>	predominantemente fijo	predominantemente flotante

La diferencia más importante entre los Bonos Cubiertos y los Bonos Titulizados está dada por la transferencia del riesgo crediticio. Mientras en el primer caso esa transferencia no se produce debido a que los tenedores tienen recurso contra el *cover pool* y contra el emisor; en el segundo caso esa transferencia sí se produce, en la medida en que los tenedores no tienen recurso contra el emisor⁶.

Además de la diferencia indicada, existen otras. Mientras en el caso de los Bonos Cubiertos es el emisor el que constituye la fuente de pago tanto del

⁶ “There are differences in the way that CB [Covered Bonds] and MBS [Mortgage Backed Securities] allow banks to manage risk. The transfer of mortgages to an SPE in a MBS issue means that the issuing bank no longer bears the risk of the loans. This is in contrast to CB where, because the mortgage pool is constantly adjusted to maintain the pool size, the issuing bank bears the credit risk of the mortgages. Possibly because of this, more information about the contents of mortgage pools is available for MBS investors than for CB investors. Since the pool of mortgages backing a MBS issue is static, this allows issuers to create a broader set of bonds that are backed by the pool. Specifically, the bonds in a MBS issue are often tranching. The tranching allows bonds to differ in the timing and security of repayment” (Carbó Valverde *et al.* 2011: 10).

principal como de los intereses, en el caso de los Bonos Titulizados son los activos titulizados los que constituyen dicha fuente de pago. Mientras en el caso de los Bonos Cubiertos los activos que forman el *cover pool* están definidos por ley y tienen la característica de ser sustituibles, en el caso de los Bonos Titulizados los activos titulizados son elegidos por el originador a discreción y generalmente no son sustituibles. Para finalizar, mientras en el caso de los Bonos Cubiertos los tenedores siguen recibiendo los intereses en caso de insolvencia (siempre que los activos del *cover pool* cumplan con las exigencias regulatorias), en el caso de los Bonos Titulizados, un deterioro en la calidad de los activos titulizados es generalmente causa de aceleración del plazo de repago (Cross 2008: 299).

3. MERCADOS Y JURISDICCIONES

a. Europa

Los Bonos Cubiertos fueron creados en Europa. Sus orígenes se remontan al siglo XVIII, cuando Federico II de Prusia aprobó un decreto real que permitía emitir un instrumento ("*Pfandbrief*") que aliviara el problema de iliquidez que sufría la aristocracia prusiana como consecuencia de la guerra que azotó la región entre los años 1756 y 1763⁷.

El *Pfandbrief* no era otra cosa que un bono garantizado por tierras. La aristocracia prusiana y la Iglesia formaron una asociación (Silesian Landschaft) a efectos de que esta sea la emisora del referido instrumento. Ante el incumplimiento en el pago de las cuotas, los tenedores tenían el derecho de realizar las tierras dadas en garantía.

Inicialmente, el *Pfandbrief* fue empleado por la Silesian Landschaft para refinanciar préstamos de los integrantes de la asociación. Posteriormente, el *Pfandbrief* fue empleado fuera de Prusia por entidades crediticias con el objeto de financiar la expansión de las ciudades europeas⁸.

⁷ "The origins of the German Pfandbrief system are widely regarded to lie within the 'cabinets-ordre' of Frederik II of Prussia, back in August 29, 1767 – the basis of which concerned the introduction of the Pfandbrief system in an attempt to remedy the aristocrats' shortage of credit in the areas of Prussia that had been ravaged during the Seven Years War (1756-1763)" (Cross 2008: 296).

⁸ "The Pfandbrief system rapidly gained popularity throughout Europe and the development of the present day format was given a decisive boost from the foundation of organizations outside Prussia, such as Crédit Foncier de France in 1852. Issuers of this second-generation Pfandbrief were not law associations but private real estate credit institutions [...] Whereas in the early days Pfandbrief were used to finance agriculture, this new variation was used to finance the then rapidly expanding towns and cities of Europe" (Cross 2008: 296).

Las necesidades de construcción de viviendas y de locales comerciales de mediados del siglo XIX impulsaron la creación, por decreto del senado alemán, del Frankfurter Hypothekenbank (1862). Este banco sería el primero dedicado a otorgar préstamos hipotecarios masivos, empleando el *Pfandbrief* para captar fondos.

A comienzos del siglo XX, cuarenta bancos hipotecarios operaban en Alemania, captando fondos a través del *Pfandbrief*. El desarrollo del mercado hipotecario impulsó la aprobación de una ley (Hypothekengesetz – HBG) que uniformó el uso del *Pfandbrief*. Con este marco legal, las instituciones bancarias de Europa empezaron a utilizar este instrumento para captar los fondos requeridos por el mercado hipotecario. Sin embargo, las dos guerras mundiales del siglo XX, las subsecuentes crisis económicas y sobre todo los procesos inflacionarios atentaron contra el uso continental del *Pfandbrief*⁹.

El renacimiento continental del *Pfandbrief* se produjo en 1995. Ese año, un sindicato de bancos alemanes emitió los denominados “*Jumbo Pfandbrief*”. Con el propósito de generar un mercado secundario líquido, los emisores apostaron por una estructura sencilla, segura y transparente¹⁰.

Estas son las características más importantes de los *Jumbo Pfandbrief*: (i) estructura *plain vanilla* (cupón fijo que se paga anualmente); (ii) monto mínimo de emisión: 1.000 millones de euros; (iii) *buybacks* permitidos; y (iv) necesariamente listados en un mercado organizado.

Los *Jumbo Pfandbrief* fueron colocados con éxito. Estos instrumentos no solo ocupan el cuarto lugar en términos de tamaño de mercado en Europa¹¹, sino que además son considerados como *benchmark* en la industria de los Bonos Cubiertos¹².

⁹ “However, during the twentieth century with the onset of two world wars, global economic crisis, inflation and the currency reform in 1948 resulted in a curbing of cross border influence. This in turn caused the mortgage banks throughout Europe to develop in sharply divergent ways. Some countries chose to abandon the whole Pfandbrief concept altogether, whereas others turned the mortgage banks into state monopoly institutions” (Cross 2008: 296).

¹⁰ “The ‘jumbo’ segment was developed in order to increase liquidity of the covered bond market. Jumbo covered bonds were established in 1995 with the primary objective of broadening the investor base by attracting international investors. In this market segment only ‘plain vanilla’ fixed rate bullets bonds in euro with a minimum issue size of 1 billion are issued [...] Trading jumbo covered bonds has so far been dominated by an over-the-counter (OTC)” (European Central Bank 2008: 10).

¹¹ “The Jumbo Pfandbrief market, on its own, is Europe’s fourth largest bond market, surpassed only by the government markets of Italy, Germany, and France” (Cross 2008: 297).

¹² “Nel 1995 l’emissione delle Jumbo Pfandbriefe ha rappresentato un punto di svolta di notevole successo per i covered bond tedeschi, e ha permesso l’acquisito di una dimensione globale del mercato delle Pfandbriefe, prima pressoché ignorato da grandi investitori internazionali, ed ora

Los países europeos que lideran el mercado de Bonos Cubiertos son, en este orden, Alemania, Francia y España. Actualmente, diecisiete países europeos¹³ cuentan con leyes especiales que regulan la emisión de Bonos Cubiertos¹⁴.

El siguiente cuadro muestra un análisis comparativo de las características de los Bonos Cubiertos en las principales plazas europeas (Packer *et al.* 2007: 48):

	Alemania	Francia	España	Italia	Irlanda
Instrumento	Hypotheken-Pfandbriefe	Obligations Foncières	Cédulas Hipotecarias	Obbligazioni Bancarie Garantite	Asset Covered Securities
Activos del <i>cover pool</i>	permanecen en el balance	permanecen en el balance	no existe <i>cover pool</i>	transferidos a entidad especial	permanecen en el balance
Tipo de activos	préstamos hipotecarios préstamos al sector público	préstamos hipotecarios préstamos al sector público	préstamos hipotecarios préstamos al sector público	préstamos hipotecarios préstamos al sector público	préstamos hipotecarios préstamos al sector público
Colateral mínimo	102%	100%	111%	110%	103%
Emisor	originador	banco especializado	originador	originador garantía de entidad especial	banco especializado
Monitoreo del <i>cover pool</i>	<i>trustee</i> designado por regulador	<i>trustee</i> designado por regulador	no existe	Banco de Italia	<i>trustee</i> designado por emisor
Protección contra insolvencia	<i>cover pool</i> segregado	<i>cover pool</i> segregado	prioridad <i>cover pool</i> no segregado	entidad especial segregada	<i>cover pool</i> segregado

giunto ad essere il più grande mercato obbligazionario al di fuori degli Stati Uniti. Si tratta di benchmark covered bond, destinati al mercato wholesale, con scadenza a cinque o dieci anni, modalità di rimborso bullet tramite cedola annuale a tasso fisso. Lo strumento deve essere trattato su piattaforme elettroniche (come EuroCreditMTS) da almeno tre marketmakers con frequenti bid-ask, il che rende il mercato liquido, quasi al livello dei titoli governativi” (Miscia 2009: 6).

¹³ Se trata de Austria, Alemania, Dinamarca, España, Francia, Finlandia, Grecia, Hungría, Inglaterra, Italia, Irlanda, Luxemburgo, Noruega, Países Bajos, Portugal, Suecia y Turquía.

¹⁴ No obstante, en veinticinco jurisdicciones europeas se han emitido Bonos Cubiertos. En aquellos países en los que no existe regulación sobre Bonos Cubiertos, las emisiones han sido efectuadas a través de esquemas estructurados.

b. Estados Unidos de América

Los Bonos Cubiertos tuvieron una corta vida en los Estados Unidos de América. Hasta antes del año 1880, el financiamiento para la originación de préstamos hipotecarios para la adquisición de tierras con fines agrarios era realizado a través de un esquema de *brokerage* muy simple: ciertas compañías locales especializadas originaban esos préstamos para transferirlos a inversionistas americanos y europeos, obteniendo comisiones por intermediación, monitoreo y ejecución de las hipotecas, de ser el caso. La transferencia de los préstamos originados les permitía continuar otorgando más préstamos.

Bajo este esquema, los inversionistas adquirían la titularidad de los créditos generados por los préstamos hipotecarios, asumiendo los beneficios y los riesgos derivados de tales préstamos. Con el propósito de crear incentivos correctos tanto en el momento de originación de los préstamos como en el de monitoreo de la deuda, los inversionistas solían exigir la subordinación de las comisiones de las compañías originadoras al repago total de los préstamos o exigir que dichas compañías queden constituidas como garantes del repago total de los préstamos (Snowden 2010: 5).

El retorno esperado del inversionista estaba determinado por las características individuales de cada préstamo hipotecario (monto de capital, plazo, tasa de interés) y por el riesgo de repago de cada deudor. Las compañías originadoras ofrecían a los inversionistas los préstamos otorgados con base en lo que estos normalmente esperaban, enviándoles la documentación sustentatoria. Si los inversionistas rechazaban los préstamos, las compañías originadoras trataban de colocarlos a otros inversionistas. El procedimiento de *brokerage* era altamente costoso para ambas partes. Las compañías originadoras invertían tiempo y esfuerzo tratando de transferir los préstamos, en tanto que los inversionistas invertían tiempo y esfuerzo analizando las características de cada uno de los préstamos ofrecidos. La interacción entre ambos actores generó cierto conocimiento *ex ante* de las preferencias de los inversionistas por parte de las compañías, de modo que estas dejaron de originar préstamos cuyas características no satisficieran tales preferencias o, en el mejor de los casos, aceptaron originar tales préstamos a unas tasas de interés bastante mayores que las aplicadas a los préstamos preferidos por los inversionistas (Snowden 2010: 7-8).

En 1880, algunas de estas compañías empezaron a transferir los préstamos hipotecarios a *trusts* y a emitir bonos (*debentures*) con respaldo en esos *trusts*. El *trustee* se encargaba de certificar la existencia de los préstamos hipotecarios

así como el cumplimiento de los criterios establecidos por el *trust agreement* (capital mínimo, plazo de repago, tasas de interés, entre otros). El *trustee* estaba autorizado a tomar el control de la cartera de préstamos, en representación de los *debenture holders*, en caso la compañía originadora incumpliera los pagos. El *trustee*, sin embargo, no se encargaba de monitorear la cartera transferida al *trust*, ni de realizar actividades de servicio de deuda, ni de garantizar el pago de los préstamos objeto de la referida cartera. Estas labores quedaban reservadas para la compañía originadora (Snowden 2010: 6).

Los *debenture holders* tenían derechos preferentes frente al *pool* de préstamos transferidos al *trust*, manteniendo sin embargo derechos frente a los activos (no afectados por garantías) de las compañías originadoras, como cualquier otro acreedor de las mismas (Snowden 2010: 6).

Los *debentures* fueron empleados por las compañías originadoras para no perder la oportunidad de originar préstamos con características individuales que no satisficieran las preferencias de los inversionistas (Snowden 2010: 8). En efecto, en la medida en que los *debenture holders* no adquirían derechos derivados de préstamos sino derechos derivados de bonos emitidos con respaldo en los flujos generados por tales préstamos, las compañías originadoras tenían flexibilidad para incorporar, dentro del *pool* por ser transferido al *trust*, préstamos con características diversas en materia de capital, plazo y tasa. En consecuencia, todos aquellos préstamos que no podían ser individualmente comercializados a través del *brokerage*, eran comercializados masivamente a través de los *debentures*¹⁵.

Los *debentures* dinamizaron la industria de préstamos hipotecarios para la adquisición de tierras con fines agrarios durante la década de 1880, en la medida en que permitieron transferir a los inversionistas préstamos que individualmente no hubieran podido ser asignados al mercado.

La crisis económica de 1890 provocó la quiebra de muchas compañías originadoras. La toma de riesgo excesivo en la originación de préstamos para los *debentures* y la disponibilidad de recurso contra el patrimonio general de tales

¹⁵ Kenneth Snowden, refiriéndose a las colocaciones realizadas por Watkins Company durante la década de 1880, concluye lo siguiente: “Watkins used his covered mortgage bond program to fund loans that would have been difficult and costly to broker. Investors would have avoided buying small short-term loans, for example, unless they received a higher rate of return to compensate for the substantial fixed costs they bore under brokerage. Watkins tended to place these loans behind his debentures. Large-seized loans should have been preferred in the brokerage market for the same reason and, as expected, had low probabilities of being funded with covered bonds [...] debentures were used to provide a funding channel to serve borrowers who were most poorly served by the brokerage loan system” (Snowden 2010: 20).

compañías terminaron por hacerlas quebrar¹⁶. Es así como los *debentures* dejaron de ser empleados en la industria hipotecaria de este mercado.

4. VENTAJAS

a. Menor riesgo para los inversionistas

Los Bonos Cubiertos ofrecen un nivel de riesgo comparativamente bajo, en la medida en que los tenedores de estos instrumentos no asumen el riesgo de crédito de los activos que conforman el colateral. Además de ello, tales tenedores pasan a tener un derecho exclusivo sobre esos activos en caso de insolvencia. Por si fuera poco, si tales activos no son suficientes para cubrir el saldo exigible, el emisor debe segregar nuevos activos y colateralizarlos en beneficio de los tenedores indicados (Miscia 2009: 8).

Los inversionistas, en consecuencia, cuentan con una doble protección: una preferente, derivada de sus derechos sobre los activos del *cover pool*, y otra no preferente, derivada de sus derechos sobre los demás activos del patrimonio del emisor.

b. Menor costo para los emisores

Los Bonos Cubiertos son menos riesgosos que otros instrumentos sustitutos o comparables (p.e., Bonos Titulizados) en la medida en que ofrecen un colateral dinámico que queda segregado de la masa concursal en caso de insolvencia y en que permiten el doble recurso frente al emisor.

Por efecto de este menor riesgo comparativo, los emisores pagan tasas de interés más bajas. Esto significa que los Bonos Cubiertos generan un ahorro en los costos de financiamiento (Avesani *et al.* 2007: 7, European Central Bank 2008: 7).

¹⁶ “The broader access provided by debentures helped to finance a rapid expansion of mortgage debt in western agricultural markets during 1880. During the expansion we have seen that Watkins, and presumably other mortgages companies, profited by placing riskier loans behind debentures than the ones he brokered. This feature of the debenture movement proved to be a double-edge sword when weather shocks and financial panic in the early 1890s wreaked havoc in the western farm mortgage market. The crisis drove the Watkins agency into receivership along with 89 of the 98 other companies that had license to operate in New York and Massachusetts [...]. It is difficult to argue, therefore, that the use of covered bonds strengthened mortgage companies or provided them with strong incentives to resist a general weakening of mortgage lending standards during the 1880s” (Snowden 2010: 23).

c. Incentivos para mantener la disciplina del mercado

Los Bonos Cubiertos son pasivos del emisor. Los activos del *cover pool* siguen siendo parte del patrimonio del emisor. A diferencia del modelo de la titulización (que supone originar créditos y luego transferirlos a los inversionistas a través de un *trust* o de un SPV), el modelo de los Bonos Cubiertos no genera incentivos perversos: originar créditos riesgosos para transferirlos a través de estructuras complejas a los inversionistas. En la medida en que el emisor no se desprende de los activos que forman el colateral, aquel tendrá incentivos para adherirse a prácticas razonables de originación, no tomar riesgos excesivos y monitorear adecuadamente el comportamiento de los créditos (Biswas *et al.* 2009: 4).

5. DESVENTAJAS

a. La hipótesis Modigliani-Miller y la transferencia no compensada de riesgo

En términos generales, una empresa puede financiar sus actividades a través de capital o deuda. Los accionistas tienen, en términos generales también, la libertad de optar entre una estructura financiera de capital o una estructura financiera de deuda.

La decisión del modelo de financiamiento de la empresa depende de diversos factores, dentro de los cuales el factor tributario y el factor de control de toma de decisiones cumplen un rol clave (Laurent 2001: 4-5).

Desde una perspectiva tributaria, una estructura financiera basada en capital es generalmente más costosa. En efecto, los retornos del capital suelen estar gravados dos veces: primero, como renta de la empresa (utilidad) y, luego, como renta de los accionistas (dividendos). En cambio, los retornos de la deuda suelen estar gravados una sola vez: como renta de los prestamistas. Por su parte, los intereses pagados por la empresa a los prestamistas son deducibles para efectos de su impuesto a la renta, mientras que los dividendos no lo son.

Desde una perspectiva de control de la toma de decisiones, una estructura financiera basada en capital también suele ser más costosa, ya que disemina el poder de los accionistas, obligando a estos últimos a recurrir a esquemas contractuales (sindicatos) para procurarse ciertas cuotas de influencia. Un financiamiento basado en deuda generalmente no presenta este inconveniente, pues aun cuando la empresa se obligue a entregar información a los prestamistas y a abstenerse de ejecutar determinadas acciones sin el consentimiento de estos últimos (*negative*

covenants), los derechos políticos de los accionistas suelen ser más numerosos y extensos que los derechos de los prestamistas¹⁷.

La hipótesis Modigliani-Miller enfatiza que cuando una compañía obtiene ahorros a través de un cambio en alguna parte de su estructura de financiamiento, esos ahorros quedan compensados con los costos incrementales que se producen en otras partes de tal estructura (Modigliani y Miller 1958: 268). Si, por ejemplo, una compañía intenta reducir sus costos financieros al emplear instrumentos con colaterales, los acreedores no garantizados incrementarán sus tasas de interés para compensar el mayor riesgo que afrontan. Este incremento de tasas de interés impedirá (en el *overall*) que los instrumentos con colaterales tengan un efecto neto positivo (reducción de costos).

La emisión de Bonos Cubiertos genera la reducción de los costos de financiamiento del emisor. Si la hipótesis Modigliani-Miller es correcta, tal reducción será temporal, ya que los acreedores no garantizados del emisor incrementarán sus tasas de interés debido al mayor riesgo que están asumiendo al quedar los activos del *cover pool* excluidos de la masa concursal¹⁸.

Existen acreedores sofisticados que monitorean constantemente la situación económica y financiera de los emisores, y que por tal razón pueden ajustar las tasas de interés en caso de que el riesgo de contraparte se incremente. Esos acreedores son, por ejemplo, las entidades multilaterales, las entidades financieras y los fondos de inversión. Al amparo de cláusulas que permiten incrementar las tasas de interés por cambios en la condición económica o financiera del deudor¹⁹,

¹⁷ “A firm that wants to finance a project can use equity or debt. While firms obviously choose both methods, they are biased toward debt not only because the interest payments on debt are tax deductible but also because debt responds to certain asymmetric information problems better than equity does” (Schwartz 1989: 226-7).

¹⁸ “[...] the decision to secure is redundant in perfect capital markets where lenders are risk neutral. Specifically, under those conditions, a borrower cannot reduce its financing costs by choosing to issue secured instead of unsecured debt. This result is not surprising. The cost savings in borrowing from secured lenders are exactly offset by the increase in cost of borrowing from the remaining unsecured creditors, whose debt is made riskier by the higher priority given to the competing secured creditors” (Triantis 1992: 227).

¹⁹ Cláusulas estándares que permiten incrementar la tasa de interés suelen tener la siguiente redacción: “If an **Event of Increased Risk** pursuant to Article X occurs, and for the time such Event of Increased Risk has not been remedied or waived, **the BORROWER shall pay interest** on the disbursed amount of the Loan and any overdue amounts that are payable under the Finance Documents (other than interest) **at the rate of the Increased Interest Rate** (“Increased Interest”)” (énfasis agregado). “Any of the following shall constitute an Event of Increased Risk: (a) the BORROWER **fails to pay** any amount due under this Agreement or under any other agreement between the BORROWER and the LENDER; (b) the BORROWER is in default in

tales acreedores están habilitados para poner en práctica la hipótesis Modigliani-Miller.

Existen, sin embargo, acreedores que no pueden incrementar las tasas de interés con el propósito de reflejar el mayor riesgo al que se encuentran expuestos. Dos factores que explican esto: (i) limitaciones de orden legal y (ii) limitaciones de orden económico (costos de transacción).

Algunos acreedores tienen derechos invariables. Pensemos en los acreedores que basan sus derechos en daños extracontractuales. Estos acreedores no pueden incrementar los montos a los cuales tienen derecho aun cuando se deteriore la condición financiera del deudor, pues tales montos están fijados por una corte exclusivamente en función de los daños sufridos. La condición financiera del responsable de tales daños es irrelevante para efectos de fijar la cuantía de los créditos²⁰.

Otros acreedores tienen derechos variables. Pensemos en los acreedores que basan sus derechos en contratos. Estos acreedores pueden pactar tasas de interés que reflejen la posibilidad de la existencia de otros acreedores con rangos preferentes en caso de insolvencia o pueden pactar cláusulas que permitan incrementar dichas tasas en caso de que el perfil de riesgo del deudor (sea por razones voluntarias o involuntarias) varíe negativamente. Sin embargo, debido a fallas de mercado, no todos estos acreedores están en capacidad de ajustar las tasas de interés²¹. Este es,

the due performance of any of its other obligations under this Agreement and such default remains unremedied for X days after written notice thereof has been given to the BORROWER by the LENDER; (c) the BORROWER is in **payment default** in respect of an amount exceeding USD X **under any agreement other than this Agreement or any of the BORROWER's lenders declares a loan to the BORROWER immediately due and payable**; (d) any representation or warranty made in or in connection with this Agreement (including any call for disbursement) shall be found to have been incorrect in any material respect; (e) any **insolvency, liquidation, winding-up, receivership, execution, sequestration or similar process** is levied on or enforced against the BORROWER or its Assets, or the BORROWER is submitted to a surveillance, intervention or liquidation regime; (f) any government or governmental authority shall have condemned, nationalised, assumed custody or control or otherwise **expropriated all or any substantial part of the Assets of the BORROWER** or shall have taken any **similar action that would prevent the BORROWER from carrying on its business**; (g) any event occurs or circumstance arises or threatens which is likely to **adversely affect the conduct of the BORROWER's business**, or the performance of the BORROWER's obligations under this Agreement [...]" (énfasis agregado).

²⁰ "Because the claims are fixed by a court without regard to the borrower's financial structure, the claims of these tort creditors cannot be adjusted to reflect the existence of a security interest" (Bebchuck y Fried 1997: 1297).

²¹ "Many of a firm's voluntary creditors are costumers, employees, and trade creditors that have relatively small claims against the firm. Even though these creditors can, in principle, take the existence of a security interest into account in contracting with the firm, the small size of their

por ejemplo, el caso de los depositantes, los proveedores y los inversionistas de instrumentos de renta fija (papeles comerciales, bonos corporativos). En efecto, sea por desconocimiento (depositantes, proveedores) o por costos de transacción (tenedores de papeles y bonos)²², estos acreedores no pueden incrementar las tasas de interés para reflejar el mayor riesgo que involuntariamente asumen. En efecto, los depositantes, los proveedores y los inversionistas de instrumentos de renta fija no suelen incluir cláusulas que les permitan incrementar las tasas de interés por cambio de condiciones crediticias de la contraparte. Tampoco suelen monitorear a la contraparte. La colocación de Bonos Cubiertos, por consiguiente, no hace otra cosa que generar un subsidio soportado por los depositantes, los proveedores, los tenedores de instrumentos de renta fija y, en general, los acreedores que por una u otra razón no pueden ajustar las tasas de interés. Veamos las características de ese subsidio.

Una empresa en situación de insolvencia sufre (cuando menos) de serios problemas de liquidez. Esto significa que esa empresa no puede pagar a todos sus acreedores. Si todos los acreedores tienen el mismo rango, entonces ellos recibirán una fracción proporcional de los activos de la empresa en caso de liquidación. Pero si un acreedor tiene un rango preferente, entonces él recibirá una fracción mayor que la proporcional de los referidos activos. Si C tiene activos por 160 y adeuda 100 a X y 100 a Z , entonces tanto X como Z recibirán 80 si es que tienen el mismo rango. Sin embargo, si X tiene un rango preferente, entonces X recibirá 100, mientras Z recibirá solo 60.

Para evitar el hecho de tener que recibir una fracción menor de los activos de la empresa que se encuentra en situación de insolvencia, muchos agentes emplean la “*negative pledge clause*”. Se trata de una cláusula que prohíbe al deudor afectar sus bienes en garantía a favor de terceros. La prohibición trata de impedir que

claims will generally make it rational for them not to do so. Even trade suppliers, which are more commercially sophisticated than employees and consumers, are believed to have neither the time nor the expertise to evaluate individual firm risk” (Bebchuk y Fried 1997: 1299-300).

²² Los prospectos de emisión de papeles comerciales y de bonos corporativos no contienen cláusulas que permitan a los tenedores incrementar la tasa ante el mayor riesgo de contraparte. Esos prospectos, sin embargo, contienen cláusulas que posibilitan la aceleración de los plazos de repago en caso de que la clasificación de riesgo del emisor disminuya. Para que tal cosa ocurra, la clasificadora de riesgo debe modificar su clasificación inicial. Posteriormente, la asamblea de inversionistas (tenedores de los papeles y bonos) debe sesionar y decidir la aceleración de los plazos de repago por mayoría. Si bien estas cláusulas otorgan protección a los inversionistas, su finalidad no es compensar el mayor riesgo derivado de circunstancias que afectan al emisor, sino generar la posibilidad de recuperar inmediatamente la inversión. El logro de esta finalidad no está exento de costos de transacción relativamente altos en la medida en que los acuerdos se toman por mayoría.

terceros tengan un rango preferente en caso de insolvencia del deudor, ya que las garantías reales usualmente otorgan prioridad por efecto de las leyes que regulan la insolvencia. La violación de esta cláusula está sancionada con la aceleración del plazo para el repago²³.

Evidentemente, la “*negative pledge clause*” impone costos al deudor: el impedimento de afectar bienes en garantía a favor de terceros hace que las tasas de interés que estos últimos cobran no disminuyan. Sin embargo, el uso masivo de la “*negative pledge clause*” evidencia que los costos que impone son menores que los beneficios que genera. Esto significa que la cláusula en cuestión tiene valor en el mercado²⁴.

Los Bonos Cubiertos otorgan a sus tenedores superprivilegios en caso de insolvencia del emisor. Esto significa que aquellos instrumentos reducen la fracción de los acreedores no garantizados respecto de los activos del emisor (en caso de insolvencia). Los acreedores que hayan pactado una “*negative pledge clause*” pueden acelerar los plazos para el pago y dejar de asumir el mayor riesgo que los Bonos Cubiertos imponen sobre ellos. Es posible, sin embargo, que la aceleración de plazos para el pago genere una situación de iliquidez del emisor y que esta situación derive luego en una situación de insolvencia. Si ello ocurre, los acreedores en cuestión se encontrarán precisamente en la situación que trataron de evitar.

Los acreedores que no hayan pactado una “*negative pledge clause*” o una cláusula de ajuste de intereses quedarán irremediablemente afectados por los Bonos Cubiertos. El derecho a realizar los activos del *cover pool* reducirá la posibilidad de los referidos acreedores de obtener el pago de las sumas a las que tienen derecho²⁵. Dado que el patrimonio del emisor es finito, el beneficio que es conferido a los

²³ “Apart from trade credit, which contains few covenants, firms borrow from four sources: finance companies, banks, insurance companies, and the public (through debt issues). Lenders in the first three categories commonly require covenants [...] typical covenants explicitly mention subsequent secured debt as falling under the ban [...] Creditors enforce all of these restrictive covenants by making their violation an act of default [...]” (Schwarcz 2010: 217).

²⁴ “The widespread use of negative pledge covenants –provisions in loan agreements that severely restrict the borrower’s ability to incur secured debt– provides evidence that the creation of a security interest can often make unsecured creditors worse off. Unsecured creditors would not seek these provisions if these provisions did not make them better off. These provisions would not make unsecured lenders better off unless the creation of security interests prohibited by these provisions would not make them worse off” (Bebchuk y Fried 1997: 1311).

²⁵ “Both the Treasury and the FDIC sought to promote the covered bond as a substitute for securitization in the last year of the Bush administration. But the covered bond seems to have fallen off the Treasury agenda in the Obama administration, though it remains popular in Europe and in Canada. The FDIC in its role of deposit insurer has thus far limited its approval of covered bonds by insured banks to 4 percent of bank assets, no doubt **because the priority accorded covered**

tenedores de los Bonos Cubiertos tendrá como correlato el perjuicio impuesto a los acreedores antes indicados.

Esto significa que el emisor de Bonos Cubiertos realiza una transferencia de valor a favor de los tenedores de dichos bonos en la medida en que estos pueden realizar los activos del *cover pool* de manera preferente en caso de insolvencia. Dicha transferencia de valor supone la imposición de un costo para los acreedores que, por una u otra razón, no pueden incrementar las tasas de interés con el propósito de reflejar el mayor riesgo derivado del hecho de no poder realizar los activos del *cover pool* en caso de insolvencia²⁶. Por tanto, es claro que los Bonos Cubiertos son subsidiados por los referidos acreedores²⁷.

¿Cuál es el problema del subsidio? Desde una perspectiva económica, una actividad es eficiente si los costos que demanda son menores que los beneficios que genera.

Cuando las empresas deben asumir todos los costos asociados a cierta actividad, aquellas solo realizarán tal actividad si los beneficios derivados de la misma superan a los costos indicados, ya que los administradores deben maximizar el retorno de los accionistas. Si los costos en cuestión son asumidos por terceros, las empresas realizarán la actividad aun cuando no sea eficiente.

Si los beneficios que otorgan los Bonos Cubiertos están sustentados en una pérdida asumida por terceros, los emisores pueden emplear los referidos instrumentos de modo ineficiente²⁸.

bondholders necessarily reduces the availability of assets of insolvent banks for payment of insured deposits in the event of insolvency [...] (énfasis agregado) (Dam 2010: 46).

²⁶ “[...] suppose that a firm has non-adjusting creditors. Non-adjusting creditors are creditors who do not adjust the interest rate charged to the firm in response to events that alter the expected recovery of the loan should bankruptcy occur. Next, suppose that the firm needs to issue debt and must choose between secured and unsecured debt. If the firm issues secured debt, then the new creditor will demand a lower interest rate as compared with unsecured debt because the new creditor will be more confident of recovery in bankruptcy due to secured debt’s priority. **Secured debt reduces the value of non-adjusting creditors’ claims**, however. Because the new creditor’s claims are secured, the non-adjusting creditors will only recover in bankruptcy after the secured creditors are paid in full. Thus, **more secured credit means lower recoveries for other creditors**” (énfasis agregado) (Listokin 2006: 16).

²⁷ “[...] the use of a security interest can effect a transfer of bankruptcy value from nonadjusting creditors –creditors that do not adjust the terms of their loan to reflect the effect on them of the creation of security interest which [...] completely subordinate the nonadjusting creditors’ claim in bankruptcy. **This transfer of value effectively act as a “subsidy” for the use of a security interest by reducing the apparent cost (or increasing the apparent benefit) to the borrower and the secured creditor of using a security interest.** This “subsidy” in turn, can lead to the use of inefficient security interest” (énfasis agregado) (Bebchuk y Fried 1997: 1293-4).

²⁸ Esto ocurrirá si los beneficios generados por los Bonos Cubiertos son inferiores a los costos que tales bonos imponen a los demás acreedores del emisor.

b. Desincentivos para mantener la disciplina del mercado

Los Bonos Cubiertos ofrecen a sus tenedores superprivilegios ante una situación de insolvencia del emisor. Esto, sin duda, es altamente apreciado por los inversionistas. Hemos visto que estos superprivilegios generan mayores riesgos para los demás acreedores del emisor, en la medida en que tales acreedores no podrán contar con los activos del *cover pool* en caso de que se presente la referida situación de insolvencia. Hemos visto también que algunos de esos acreedores están en condiciones de ajustar sus tasas de interés y que otros no están en condiciones de hacer tal cosa, por lo que terminan asumiendo el costo de los superprivilegios otorgados a los tenedores de los Bonos Cubiertos.

Además del problema del subsidio, los superprivilegios generan desincentivos para mantener la disciplina del mercado. Veamos por qué.

Las leyes de insolvencia usualmente impiden que los acreedores: (i) exijan el pago de las deudas, (ii) realicen compensaciones y (iii) embarguen los activos del deudor. Por otro lado, estas leyes obligan a restituir los pagos efectuados dentro del “período de sospecha” así como los pagos en fraude. ¿Por qué? Porque solo protegiendo los activos de la empresa insolvente los acreedores pueden tomar una decisión racional (basada en un análisis costo-beneficio) respecto del destino que aquella ha de seguir (continuar en el mercado o abandonar el mercado)²⁹.

¿Qué ocurre cuando algunos acreedores no enfrentan las restricciones indicadas? La experiencia reciente permite suponer que en tal supuesto los acreedores en cuestión tomarán más riesgo del que hubiesen tomado en caso de haber estado expuestos a las restricciones comentadas, lo que afecta la disciplina del mercado³⁰.

En los Estados Unidos el Bankruptcy Code establece que para las operaciones de repo y las operaciones de derivados financieros no son aplicables las

²⁹ “The automatic stay is a core element of any attempt to reorganize under the Code. By shielding the debtor’s assets and preventing a race that rewards the first creditor to the courthouse, it avoids dismemberment of a firm with going-concern value and facilitates a collective proceeding in which the parties (debtor and creditors) can negotiate the terms under which the firm will continue as a going concern” (Edwards y Morrison 2004: 5).

³⁰ “[...] bankruptcy priority perniciously weakens market discipline in the derivatives and repo markets because the stronger counterparties know that they often enough will be paid even if their derivatives or repo counterparty fails. Were Bankruptcy Code superpriorities not so broad, the failed firms’ financial trading partners would have anticipated that they might not be paid in if they had weak counterparties that failed. Understanding this, they would have further incentivized to lower their exposure [...]” (Roe 2011: 542).

restricciones que la situación de insolvencia del deudor impone a los acreedores³¹. Esto significa que un acreedor en una operación de repo o en una operación de derivado financiero puede exigir al deudor insolvente el pago pactado, ejercer el derecho de compensación, embargar los bienes de tal deudor y retener los montos que este último hubiese pagado dentro del período de sospecha. Por otro lado, a tal acreedor no le resultan aplicables las reglas de transferencias fraudulentas³².

Estos superprivilegios generan incentivos perversos. En efecto, debido a que repos y derivados son productos menos riesgosos que todos los demás, en la medida en que no están expuestos a las restricciones usuales que produce una situación de insolvencia, su demanda será alta en términos comparativos. Muchos agentes del mercado estarán dispuestos a tomar estos productos por encima del nivel adecuado (de acuerdo a un análisis de riesgo de contraparte).

Se puede argumentar que este razonamiento es meramente especulativo. La reciente crisis, sin embargo, prueba lo contrario.

AIG era un jugador clave en el mercado de los *credit default swaps* (“CDS”). Cuando AIG quebró en septiembre de 2008, su afiliada financiera tenía una exposición de USD 400.000 millones en CDS. En ese momento, el capital total de AIG ascendía apenas a USD 100.000 millones.

Goldman Sachs (“GS”) era uno de los *trading partners* más importantes de AIG. En el año 2008, GS había ofrecido cobertura por USD 14.000 millones a ciertos tenedores de instrumentos vinculados al mercado inmobiliario. GS tomó cobertura de AIG contra esa exposición, obteniendo ganancias de USD 50 millones por el diferencial entre el precio cobrado a los referidos tenedores y el precio pagado a AIG. El contrato celebrado entre AIG y GS establecía que si

³¹ “Derivatives receive treatment in bankruptcy superior even to asset securitization. Whereas asset securitization transactions remain vulnerable to recharacterization as secured financings, 2005 amendments to the Bankruptcy Code under the Bankruptcy Abuse Prevention and Consumer Protection Act of 2005142 (“BAPCPA”), effectively rendered derivatives immune from recharacterization based on economic substance, even if the transactions transparently resemble loans, as one court recently confirmed” (Simkovic 2009: 281).

³² “Why are derivatives contracts treated differently? [...] Congress reasoned that special treatment of derivatives was necessary to prevent the “insolvency of one commodity or security firm [from] spreading to other firms and possibly threatening the collapse of the affected market”. It believed that: ‘The prompt liquidation of an insolvent’s position is generally desirable to minimize the potentially massive losses and chain reaction of insolvencies that could occur if the market were to move sharply in the wrong direction’. Congress, then, carved derivatives out of the scope of the automatic stay in order to reduce the likelihood of systemic risk, i.e., the possibility that insolvency of a party to a derivatives contract might expose a counterparty and that counterparty’s counterparties to financial distress, which would destabilize financial markets” (Edwards y Morrison 2004: 7).

AIG perdía su clasificación de riesgo (AAA), GS podía exigir la constitución de colaterales. Cuando, efectivamente, AIG perdió la referida clasificación de riesgo, GS y otras empresas con contratos similares exigieron a AIG la constitución de colaterales adicionales. Si AIG hubiese estado expuesta a GS por una operación diferente a las que generan superprivilegios en caso de insolvencia, la exigencia de constitución de colaterales no hubiera procedido. Sin embargo, como AIG estaba expuesta a GS por CDS, AIG no pudo gozar de la protección que normalmente ofrecen las leyes de insolvencia al patrimonio de la empresa deudora.

AIG intentó recuperar los colaterales entregados a GS, argumentando que los mismos excedían la exposición de AIG. A pesar de la lucha mediática, GS no restituyó colateral alguno. Al final, las exigencias de colaterales generaron la quiebra de AIG³³.

Bear Stearns (“BS”), como otros bancos de inversión, había adoptado la práctica de financiarse a través de repos. En el momento de su quiebra, BS tenía una exposición (*overnight*) en repos de USD 100.000 millones. Sus activos totales sumaban USD 400.000 millones. Sus activos en el mercado de repos representaban ocho veces su capital total.

Cuando BS comenzó a experimentar problemas, sus contrapartes liquidaron las operaciones de repo y tomaron los activos subyacentes. De un momento a otro BS se quedó sin una cuarta parte de sus activos totales. De haber tenido la protección patrimonial que usualmente las leyes de insolvencia otorgan a

³³ “The collateral AIG paid over on the eve of its bankruptcy was conceptually a preference, one that bankruptcy law would ordinarily void and force the recipient to return to the bankrupt estate, so that all of AIG’s creditors could share the collateral’s value. **Were the preference exceptions unavailable, Goldman would have had more incentive to structure safer AIG dealings early on, because it ought to have feared it could not keep late-posted collateral**” (énfasis agregado) (Roe 2011: 551). “With AIG, the derivatives exclusions played an unambiguously problematic role. AIG’s fortunes went into a freefall after it was forced to begin posting collateral for its large portfolio of CDSs (which were written on pools of mortgage-related securities) due to a ratings downgrade. AIG’s counterparties repeatedly ratcheted up their collateral demands, to the point where compliance threatened to cannibalize the company. **If the CDSs had been subject to an automatic stay in the event of bankruptcy, AIG could have just said no to the collateral demands, knowing that bankruptcy would offer a stay and a breathing space for arranging a response to the company’s financial distress.** In addition, if the CDSs had been subject to bankruptcy’s preference provision, last-minute collateral grabs would have been avoidable as preferential transfers. The special exclusions from the stay meant that AIG had no choice but to accede to the collateral demands, and the preference exclusion meant there would have been no way to recover anything from favored creditors like Goldman Sachs, which also received billions of dollars more as a result of the AIG bailout” (énfasis agregado) (Jackson y Skeel 2012: 166).

las empresas deudoras, los acreedores de BS no hubieran tomado los activos subyacentes de los repos. Esto habría viabilizado la reestructuración de BS³⁴.

Por otro lado, y esto es lo más importante, si el Bankruptcy Code no hubiese otorgado un trato especial a las operaciones de repo, BS no habría obtenido el financiamiento que obtuvo a través de tales operaciones. En efecto, sin la posibilidad de tomar los activos subyacentes a los repos ante una situación de insolvencia, es razonable suponer que los prestamistas de BS no habrían aceptado una estructura financiera que comprometiera la cuarta parte de los activos totales de BS en corto plazo³⁵.

En ese escenario, BS hubiese tenido que obtener financiamiento de fuentes más tradicionales, en las que se considera no el riesgo del activo colateralizado, sino el riesgo del deudor.

Lehman Brothers (“LB”) mantenía operaciones de derivados financieros con J.P. Morgan por la suma de USD 20.000 millones. Antes de su colapso, LB intentó reestructurar sus deudas a través de un proceso de *bankruptcy*. Con base en sus derechos contractuales, J.P. Morgan tomó activos de LB por USD 17.000 millones y solicitó la constitución de colaterales adicionales por la suma de USD 5.000 millones. Un acreedor ordinario no hubiese podido hacer tal cosa. J.P. Morgan logró liquidar sus posiciones y obtener colaterales adicionales gracias a los superprivilegios del Bankruptcy Code. A pesar de la extracción de valor,

³⁴ “As Bear Stearns bled cash in early March 2008, it consulted a team of bankruptcy lawyers about the possibility of a bankruptcy filing. If the bankruptcy exclusions were an effective mechanism for dampening a run, allowing a Bear Stearns bankruptcy should have been a live option. In reality, Bear Stearns’s repo counterparties ran even before the bankruptcy decision was made, and Treasury Secretary Henry Paulson and then-New York Federal Reserve President Timothy Geithner rejected bankruptcy as unthinkable. Not only did regulators have little confidence that bankruptcy’s special repo and derivatives provisions would dampen the risk of a run, they worried that a mass sale of repo collateral could drive down the values of mortgage-related securities and further destabilize the markets. This calculus suggests that **the very exclusions that were justified as reducing systemic risk**—allowing counterparties to terminate (and sell collateral) notwithstanding the automatic stay—**can actually exacerbate it through the very sale of that collateral when the troubled institution is a large player in the relevant markets, as Bear Stearns was**. The concerns that the special exclusions would not stop a run, and that they might even trigger one, are issues that arose once Bear Stearns had become financially distressed—that is, they are ex post concerns” (énfasis agregado) (Jackson y Skeel 2012: 164).

³⁵ “Because Bear’s repo counterparties could size and sell their security, as they were exempt from the Code’s stay against collateral liquidation after any potential filing to reorganize under Chapter 11, they were even less concerned with Bear’s viability and liquidity than ordinary secured creditors, who are themselves Code-favored but not as extensively. **Absent superpriorities, Bear would not have been as able as to finance a quarter of its total assets in the repo market for as long as it did, as easily as it did**” (énfasis agregado) (Roe 2011: 552-3).

Barclays estuvo interesada en adquirir las operaciones de LB. La inexistencia de un estado de protección patrimonial impidió que la adquisición se realizara³⁶.

¿Qué demuestran estos casos? Un funcionario de AIG declaró lo siguiente:

“It seems shocking to me that Goldman would become so exposed to AIG and kept doing deals with them and laying on the risk” (Roe 2001: 550).

La sobreexposición de GS puede deberse tanto a un comportamiento estratégico de GS³⁷ como a un comportamiento estratégico de AIG³⁸. En todo caso, es razonable suponer que la referida sobreexposición no se habría producido si es que el Bankruptcy Code no hubiese contemplado una superprotección para los acreedores en operaciones de derivados financieros.

³⁶ “The second contribution of the derivatives exclusions to Lehman’s losses is exemplified by J.P. Morgan’s ability to seize and sell Lehman’s assets immediately before it collapsed. Owed roughly \$20 billion by Lehman, J.P. Morgan froze \$17 billion in securities and cash and demanded a \$5 billion payment. Because of the special treatment of derivatives, Lehman could not prevent J.P. Morgan from selling the assets by filing for bankruptcy, had little choice but to make the payment, and could not expect to retrieve the payment in a subsequent bankruptcy [...] **Lehman was able to sell its investment banking operations to Barclays even without the stay**, and over 700,000 derivatives contracts were terminated and netted without causing Lehman’s counterparties to fail. **But the absence of the automatic stay sowed considerable confusion and contributed to a large loss of value at the outset of the case.** ‘Lacking the full benefit of a ‘breathing space’ within the contours of the bankruptcy code,’ Harvey Miller, the lead attorney in the Lehman bankruptcy, told Congress a year later, the beginning of the case was ‘a period of perpetual crisis’” (énfasis agregado) (Skeel y Jackson 2012: 165).

³⁷ “Internal Goldman Sachs e-mails released on Capitol Hill Saturday show how the firm used bets on mortgage securities in a bid to profit as the housing market began to plummet several years ago. A lawmaker set to grill company executives on Tuesday says the documents show that Goldman executives knew their bets would profit the firm [...]” (Meinero 2010).

³⁸ “AIG sold roughly \$440 billion in protection on CDOs through credit default swaps. As a protection seller, AIG resembled a borrower who accepts a relatively small amount of money now in return for a promise to pay a larger amount of money in the future. Because AIG had many anonymous creditors, none of its creditors were aware of the full extent of AIG’s CDS exposure. Although AIG disclosed the notional amount of its CDS contracts, this information was not sufficient to evaluate its exposure for three reasons. First, some of the CDS contracts could have offset one another if AIG were a protection buyer as well as a protection seller. Second, because the specific debts on which AIG had written protection were not disclosed, it was difficult to know to what extent the CDS contracts were correlated with one another. And third, AIG’s disclosures were misleading with respect to the value of its CDS portfolio and the amount of collateral that it would need to post. Without detailed communication among creditors (protection buyers), AIG was able to deceive its creditors until a rush of margin calls made its collapse imminent” (Simkovic 2009: 288).

El mismo razonamiento es aplicable para el caso de BS. Si es que el Bankruptcy Code no hubiese contemplado una superprotección para los acreedores en operaciones de repos, estos últimos no hubiesen otorgado a BS financiamiento en la magnitud en la que lo hicieron. En efecto, sin tal superprotección, el financiamiento a través de repos habría sido más riesgoso y, por tanto, más costoso (los acreedores habrían exigido tasas de interés más altas). Ante esto, BS habría tomado menos financiamiento a través de repos. Por tanto, BS no habría comprometido la cuarta parte de sus activos totales en operaciones de repo. Sin esta sobreexposición, BS habría tenido más posibilidades de reorganizarse y subsistir³⁹.

¿Cómo se relacionan estos casos con los Bonos Cubiertos?

Al igual que los repos y los derivados, los Bonos Cubiertos gozan de superprivilegios en caso de insolvencia. En el Perú, los superprivilegios se extienden a tres situaciones: (i) intervención, (ii) disolución y (iii) liquidación⁴⁰.

Los Bonos Cubiertos, como hemos visto, constituyen pasivos del emisor; el *cover pool* solo es un mecanismo de garantía. Los tomadores de estos instrumentos deben analizar tanto el riesgo de contraparte, como el valor y el riesgo del colateral.

Así como en el mercado estadounidense los agentes tomaron (sea de manera estratégica o de manera negligente) más exposición en repos y derivados de la que hubiesen tomado en caso de no contar con el conjunto de superprivilegios antes descritos, es posible que en el mercado local los agentes tomen más exposición en Bonos Cubiertos de la que hubiesen tomado en caso de no contar con superprivilegios.

Se puede argumentar que el caso de los repos y de los derivados financieros no es comparable con el de los Bonos Cubiertos, en la medida en que, a diferencia de los primeros, estos últimos solo pueden ser emitidos con la opinión favorable

³⁹ “These overnight sale and repurchase contracts were effectively loans, with the difference between the repurchase price and the sale price as the interest rate. **Because the Code’s priorities made these repos safer for Bear’s counterparties, the Code enabled Bear to substitute short-term hot money for safer longer-term financing.** A primary attraction for Bear’s overnight lenders was that the loans were less risky because they were favored financially by the Code’s superpriorities, enabling those lenders to charge Bear a bit less than otherwise [...] **If the Congress raised counterparties risk for repos back up to the strong but incomplete secured creditors levels, then the counterparties to a future Bear would have more reason to than Bear’s actual counterparties had in 2007 to want a stable counterparty.** And firms like Bear would have more reason to keep themselves stable, because they could not so easily lower their cost of capital by using the overnight repo Code priorities [...] **If the strong counterparty bears more risk in the derivative and repo transactions, it will charge more. As it charges more, it will sell less**” (Roe 2011: 256-7) (énfasis agregado).

⁴⁰ El artículo 15 del Reglamento de Bonos Hipotecarios Cubiertos establece que caso de intervención, disolución o liquidación del banco emisor, la totalidad de los activos de respaldo quedan excluidos de la masa.

previa del regulador⁴¹. Esta opinión, sin embargo, puede agravar el problema en la medida en que los inversionistas pueden confiar más de lo que deberían en el visto bueno del regulador y relajar sus estándares de diligencia (tal como ocurrió en el caso de las clasificadoras de riesgo en la reciente crisis financiera).

La existencia de superprivilegios reduce los incentivos para tomar decisiones con base en el riesgo de contraparte. Los acreedores suelen concentrarse en el colateral y en los privilegios en caso de insolvencia, relajando el monitoreo de las actividades de la contraparte⁴². Esto afecta la disciplina del mercado, pues, con base en la concentración en el valor del colateral, los acreedores terminan tomando más exposiciones de las que deberían tomar.

c. Incremento del riesgo de quiebra

Si las leyes de insolvencia no establecieran restricciones a los derechos de los acreedores, estos tratarían de cobrar “como sea”. El cobro desorganizado y agresivo de las deudas terminaría con la desintegración de la empresa. Ello no siempre sería eficiente, ya que la empresa podría valer más sin ser desintegrada (incluso con los cambios resultantes de una reestructuración). El hecho de que las referidas leyes impongan restricciones a los acreedores impide una actuación irracional de los mismos, en la medida en que los fuerza a tomar una decisión en función de un análisis costo-beneficio que tome en consideración el valor de la empresa en marcha *versus* el valor de la empresa liquidada⁴³.

⁴¹ El artículo 10 Reglamento de Bonos Hipotecarios Cubiertos establece que la emisión de estos instrumentos requiere la opinión previa favorable de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

⁴² “[...] **the special treatment dampens counterparties’ incentives to screen and monitor.** A counterparty that can be confident it will be protected will be less careful about whom it contracts with—that is, it may not screen carefully—and it is less likely to actively monitor the actions of its contractual partners” (énfasis agregado) (Jackson y Skeel 2012: 167). “Once they know they can seize the collateral, **they monitor the collateral, not primarily the creditworthiness of the counterparty.** Once they know they can obtain eve-of-bankruptcy collateral free from preference attack, they have less reason to worry about overall counterparty risk than do less privileged creditors” (énfasis agregado) (Roe 2011: 588).

⁴³ “Just as Banks with illiquid assets are vulnerable to massive, near simultaneous requests from depositors for cash, leveraged firms with illiquid assets are susceptible to runs. If creditors sense a weakened debtor, then strong, favored creditors have reason to rush the debtor to repay. By so pressuring the debtor, they may dismember a firm that was valuable intact or whose diminishing value could have been better preserved if restructured. Bankruptcy preference and automatic stay rules can stymie such runs: a bankruptcy court can recall such repayments made to creditors in the ninety days before bankruptcy. This rule encourages the major financial creditors to negotiate contractual standstill agreements, under which each major creditor agrees not to pursue its remedies against the firm, so that a peaceful solution can be negotiated” (Roe 2001: 565).

En consecuencia, cuando una empresa deudora ingresa a una situación de insolvencia (sea por voluntad propia o por voluntad de sus acreedores), se incrementa la posibilidad de que aquella renegocie de forma ordenada el pago de sus deudas y siga operando en el mercado.

¿Qué ocurre si existen acreedores con superprivilegios? ¿Estarán dispuestos a aceptar una reestructuración de los pasivos?

Ante una situación de iliquidez del emisor, es razonable suponer que los tenedores de los Bonos Cubiertos tratarían de realizar los activos subyacentes al *cover pool* y recuperar sus inversiones. Esto incrementaría el riesgo de la quiebra del emisor. Si los referidos tenedores no tuvieran la posibilidad de realizar los referidos activos, entonces aquellos necesariamente tendrían que efectuar, junto con los demás acreedores del emisor, un análisis de costo-beneficio sobre las opciones disponibles: (i) reestructuración de los pasivos o (ii) disolución y liquidación. Esto significa que la inexistencia de superprivilegios incrementa la posibilidad de continuidad del negocio y, por consiguiente, la posibilidad de que los depositantes, los proveedores y los demás acreedores reciban (algo de) lo que les corresponde.

Se puede argumentar, otra vez, que este razonamiento es meramente especulativo. El caso de Long Term Capital Management (“LTCM”), sin embargo, prueba lo contrario.

Al 31 de agosto de 1998, LTCM mantenía una cartera de derivados por un valor nominal de USD 1,4 billones. En números gruesos, LTCM mantenía *swaps* por USD 750.000 millones, futuros por USD 500.000 millones y opciones por USD 150.000 millones. Se estima que LTCM tenía 60.000 operaciones en sus libros con más de 75 contrapartes.

A finales de septiembre de ese mismo año, LTCM acumulaba pérdidas por un valor igual al 50% de su capital (Edwards y Morrison 2004: 9). Ante el temor extendido de que no pudiera cumplir con sus contratos, el Federal Reserve Bank of New York organizó un rescate financiero con fondos privados. Los acreedores más importantes de LTCM (14 bancos y fondos de inversión) aceptaron inyectar USD 3.600 millones al capital de este fondo y asumir la responsabilidad de resolver sus dificultades financieras.

¿Por qué los acreedores más importantes de LTCM participaron en un rescate organizado por una autoridad federal? William McDonough, presidente del Federal Reserve Bank of New York, declaró lo siguiente:

“[an] abrupt and disorderly close-out of LTCM’s positions would pose unacceptable risks to the American economy” (Edwards y Morrison 2004: 10).

De acuerdo con McDonough, si las contrapartes de LTCM procedían a liquidar sus posiciones de forma simultánea en el mercado de los derivados, muchos participantes sin conexión con LTCM se verían afectados de forma adversa. Este hecho desataría una incertidumbre de proporciones considerables, que irremediablemente afectaría los precios.

En la industria de los derivados financieros, las cláusulas de *cross-default* son universales. Si es que LTCM incumplía un contrato y la contraparte declaraba el *default*, las demás contrapartes harían lo mismo. Como todos los acreedores en operaciones de derivados financieros tienen los mismos superprivilegios, un *cross-default* generalizado hubiese desatado un intento de toma de activos generalizado. Evidentemente, solo algunos acreedores hubiesen logrado cobrar. Aquellos que no lograran tal cosa, incumplirían sus contratos con terceras partes (en la medida en que los agentes se cubren con posiciones inversas a las que ofrecen). Una cadena de incumplimientos se desataría⁴⁴. Esto era lo que la Reserva Federal temía⁴⁵.

⁴⁴ “In derivatives markets, contractual counterparties rely on mark-to-market valuation principles coupled with periodic margin payments or calls for additional collateral to minimize their exposure to credit risk, or to non-payment by a counterparty. Given this institutional structure, **any default by LTCM would have caused all derivatives counterparties to terminate their contracts with LTCM and to liquidate whatever assets they had under their control.** (Not to have done so would have been to risk even greater potential losses.) Thus, **the Federal Reserve’s actions were directed at preventing the whole sale liquidation of LTCM’s positions by rescuing LTCM before it defaulted on any of its obligations.** Had the creditors put LTCM into formal bankruptcy, they could not have stopped this wholesale liquidation. **The potential fallout from a wholesale liquidation of LTCM’s positions, had that occurred, was threefold.** First, a “funnel” effect might have occurred if all parties tried to liquidate their positions with LTCM at the same time. As they all ran for the door, **very few would get through before prices collapsed**—especially since LTCM’s positions constituted a sizeable portion of the total outstanding in some assets. Second, when the prices of LTCM’s assets plummeted, **there could have been a serious “knock-on” effect because some banks and other financial firms (such as other hedge funds) were holding positions similar to LTCM’s.** They too would have suffered substantial losses, which could have triggered additional defaults. Third, the widespread liquidation of LTCM’s positions together with the knock-on effect would have caused significant price changes which, through a “chain reaction” in derivatives markets, could have inflicted substantial losses on LTCM’s counterparties, possibly causing them to have to default on their obligations to other parties. In particular, LTCM’s counterparties may not have been able to make payments on other derivatives contracts that they entered into as a hedge against their LTCM positions. **This could have led to additional liquidations of assets as parties scrambled to collect what they were owed.** From the perspective of these concerns, the Fed simply played a role similar to that of a trustee in bankruptcy in a situation where a gap in the existing bankruptcy laws did not enable creditors and counterparties to institute an orderly bankruptcy and liquidation proceeding that was in all of their interests. In the scenario of wholesale liquidation, the fallout from LTCM might have directly threatened the solvency of some major banks and securities firms. Banks and securities firms were major lenders to LTCM, and almost certainly were also the major derivatives counterparties to LTCM (and probably other hedge funds as well). They also appear to have been holding in their own trading accounts many of the same positions held by LTCM and other hedge funds. Even if outright insolvencies could have been avoided, the Federal Reserve may have feared that the result could still have been a credit crunch that might threaten the U.S. economy and possibly worsen the Asian deflation problem” (énfasis agregado) (Edwards 1999: 202).

⁴⁵ “At the root of the Federal Reserve’s concern was the current U.S. insolvency law. As we have seen, current U.S. bankruptcy law exempts derivatives counterparties from the normal operation

Para evitar el escenario descrito, la Reserva Federal convenció a los acreedores más importantes de LTCM de rescatar a este fondo. Esos acreedores actuaron racionalmente, comparando qué era menos costoso: (i) inyectar capital a LTCM o (ii) enfrentar un *default* generalizado⁴⁶.

Si los acreedores de repos y de derivados no hubiesen tenido los superprivilegios contemplados por el Bankruptcy Code, el empleo masivo de las cláusulas *cross-default* no hubiese generado los riesgos antes descritos. En efecto, aun si tales acreedores hubiesen liquidado los contratos con LTCM y exigido los pagos en forma simultánea, los activos de LTCM habrían estado protegidos contra embargos o medidas similares. Por esta razón, los acreedores en cuestión tendrían que haber analizado la posibilidad de reestructurar los pasivos de LTCM. El peor escenario hubiera sido la liquidación ordenada de esta empresa. La intervención de la Reserva Federal no hubiera sido necesaria⁴⁷.

of the bankruptcy code: from the automatic stay provisions of the code. Thus, LTCM's derivatives counterparties could have terminated and liquidated their derivatives contracts with LTCM. Had this occurred, the effects would have been analogous to a 'bank run' on LTCM's assets, possibly resulting in the systemic ramifications articulated by Federal Reserve officials" (Edwards y Morrison 2004: 10).

⁴⁶ "This explains why LTCM's counterparties did not attempt to close out their positions and seize collateral when LTCM entered financial distress. Instead, with encouragement from the Fed, they put an additional \$3.6 billion into LTCM to ensure that it remained solvent so that they would have time to unwind LTCM's derivatives positions in an orderly fashion. **For the counterparties, the additional investment in a failing LTCM was obviously viewed as less costly than the expected losses from the wholesale liquidation of LTCM's positions and collateral.** As the President's Working Group on Financial Markets put it, "[t]he self-interest of these firms was to find an alternative resolution that cost less than they could expect to lose in the event of default" (énfasis agregado) (Edwards y Morrison 2004: 12).

⁴⁷ "[...] **one view of the potential for LTCM to have caused a systemic crisis is that this crisis was precipitated by the very provisions of the Bankruptcy Code that were designed to assure stability in derivatives markets.** Had these provisions not been adopted, it is very likely that there would not have been either an 'abrupt and disorderly close-out of LTCM's positions' or an 'unwinding [of] LTCM's portfolio in a forced liquidation,' and that there would have been no need for the Federal Reserve to intervene to prevent a 'seizing up of markets ... [that] could have potentially impaired the economies of many nations, including our own.' While counterparties of LTCM may have suffered losses had they been stayed by the Code, it is unlikely that these losses would have been large enough to bring down large banks and securities firms. If they had been stayed by the Code, LTCM's major creditors almost certainly would have opted to facilitate a bankruptcy-supervised creditor 'work-out' by putting in more capital and reorganizing the ownership structure of LTCM, just as they did under the Federal Reserve arranged work-out. Indeed, as subsequent events showed, it was clearly in the collective interest of LTCM's counterparties and creditors to avoid a 'run' on LTCM and the accompanying 'firesale' of its assets. Thus, **in the absence of the Bankruptcy Code's special treatment of derivatives, Fed intervention may have been unnecessary**" (énfasis agregado) (Edwards y Morrison 2004: 13).

La existencia de superprivilegios es más grave cuando los acreedores tienen derechos dinámicos sobre los activos del deudor. En efecto, si tales acreedores pueden tomar los activos afectados en garantía en caso de insolvencia, la posibilidad de reestructurar los pasivos disminuye en función del valor monetario o de la importancia operativa de tales activos, pues los acreedores que no tienen privilegios pueden considerar que sin los activos referidos la empresa no podrá superar la situación de insolvencia que atraviesa. Ahora bien, si los acreedores con superprivilegios tienen derecho a exigir la segregación de activos adicionales para recuperar su exposición y realizar la ganancia prometida, la posibilidad de reestructurar los pasivos disminuye aún más.

Esto significa que, ante un escenario no deseado de estrés, las posibilidades de que el emisor de Bonos Cubiertos sea reestructurado disminuyen en función del impacto que tenga el ejercicio de los superprivilegios concedidos a los titulares de esos bonos. A la inversa, las posibilidades de que el referido emisor quiebre se incrementan en función del impacto en cuestión.

La quiebra de un banco puede generar efectos colaterales altamente costosos, de los que el pánico de los ahorristas es el más letal.

Debido a la función económica que los bancos cumplen en un sistema de mercado, es en interés de todos reducir la posibilidad de que los bancos quiebren si es que la reestructuración es una opción económicamente eficiente. La existencia de un colateral preferente y dinámico genera una distorsión: el divorcio entre el factor cuantitativo y el factor cualitativo. Si los tenedores de Bonos Cubiertos tienen una exposición de 100 y los demás acreedores tienen una exposición de 200, una solución eficiente en términos de Kaldor-Hicks requiere que todos los acreedores del banco emisor estén premunidos del mismo poder de decisión. Por efecto de la ley, los tenedores de Bonos Cubiertos tienen más poder que los demás acreedores, en la medida en que sus derechos preferentes sobre los activos del *cover pool* tienen impacto en la continuidad de las operaciones del banco emisor. Ejerciendo tales derechos, los tenedores de Bonos Cubiertos pueden generar la quiebra del banco emisor, aun cuando tal cosa no sea eficiente.

Si los Bonos Cubiertos no concedieran superprivilegios, sus tenedores tendrían el mismo poder de decisión que los demás acreedores del banco emisor. El factor cuantitativo y el cualitativo no estarían divorciados. En este contexto, lo que decidiese la mayoría (en términos cuantitativos) sería eficiente.

6. ALTERNATIVA

Generalmente, la titulización no tiene un efecto neto adverso en los acreedores no garantizados del originador, en la medida en que aquella solo supone un intercambio de activos (p.e., flujos futuros por efectivo).

Como hemos visto, los Bonos Cubiertos difieren de la titulización en dos aspectos sumamente importantes. Primero, mientras que los Bonos Titulizados operan con colaterales estáticos, los Bonos Cubiertos operan con colaterales dinámicos. Segundo, mientras que los Bonos Titulizados no ofrecen recurso contra el originador, los Bonos Cubiertos sí ofrecen recurso contra el emisor. Por tanto, mientras que los titulares de los Bonos Titulizados toman pérdidas cuando los activos subyacentes o los colaterales resultan insuficientes, los titulares de los Bonos Cubiertos no toman pérdidas en caso de que los colaterales resulten insuficientes.

Los Bonos Titulizados no presentan los efectos nocivos descritos en este trabajo. Si las políticas de originación de los créditos hipotecarios son correctamente reveladas al mercado, el empleo de los Bonos Titulizados no debe generar temor alguno.

El Perú es un país en crecimiento con cifras macroeconómicas alentadoras. Sin embargo, el Perú no es (aún) un país desarrollado. Desafortunadamente, existen carencias en muchas áreas. Una de ellas es la vivienda.

El desarrollo sostenido de un mercado de viviendas es casi imposible sin un sistema financiero eficiente. Cuando un sistema financiero es pequeño, es de interés de todos alentar a los bancos a originar créditos hipotecarios y a transferirlos al mercado de capitales. Esto genera un círculo virtuoso. Los bancos pueden prestar dinero sin necesidad de incrementar su capital regulatorio y, por tanto, sin necesidad de incrementar sus tasas de interés. De otro lado, los inversionistas con diferentes actitudes hacia el riesgo pueden suministrar los fondos necesarios para originar nuevos créditos. La titulización constituye una magnífica herramienta para lograr este propósito.

Tomando en consideración las características del mercado peruano, los Bonos Cubiertos no son atractivos para los bancos locales en términos regulatorios. Debido a que los *cover pools* deben permanecer en el balance de los bancos, la emisión de dichos bonos no tendrá impacto positivo alguno en el capital regulatorio de sus emisores. Esto significa que si un banco local emite Bonos Cubiertos, aquel tendrá que incrementar su capital regulatorio si desea incrementar su cartera de préstamos hipotecarios. Habida cuenta de que la titulización sí tiene un impacto

positivo en el capital regulatorio de los bancos, no parece razonable suponer que los bancos locales prefieran reemplazar los Bonos Titulizados por los Bonos Cubiertos.

7. CONCLUSIÓN

No existen razones para suponer que, en términos de bienestar social, los Bonos Cubiertos son superiores a los Bonos Titulizados; por el contrario, existen razones para suponer que estos últimos son superiores a los primeros.

Los Bonos Cubiertos imponen riesgos no deseados a los acreedores de los bancos emisores; algunos de esos acreedores pueden incrementar las tasas de interés, otros no. Esto significa que los Bonos Cubiertos son subsidiados por estos últimos acreedores. Los Bonos Titulizados no imponen los riesgos en cuestión, ya que suponen un intercambio de activos.

Los Bonos Cubiertos otorgan superprivilegios a sus tenedores. La experiencia de los repos y de los derivados financieros sirve como *proxy* para suponer que tales superprivilegios generan efectos nocivos: alteración de la disciplina del mercado e incremento del riesgo de quiebra. Los Bonos Titulizados no otorgan los superprivilegios en cuestión, por lo que no generan los efectos nocivos indicados.

Finalmente, los Bonos Cubiertos no tienen un efecto positivo en el capital regulatorio de los bancos, mientras que los Bonos Titulizados sí tienen tal efecto.

8. BIBLIOGRAFÍA

- AVESANI, Renzo G.; Antonio GARCÍA PASCUAL y Elina RIBAKOVA
2007 *The Use of Mortgage Covered Bonds*. IMF Working Paper. International Monetary Fund, pp. 4. Fecha de consulta 03/05/2012. <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2007/wp0720.pdf>>.
- BEBCHUCK, Lucian y Jessie FRIED
1997 “The Uneasy Case for the Priority of Secured Claims in Bankruptcy: Further Thoughts and a Further Reply to Critics”. En: *Cornell Law Review*, vol. 82, pp. 1293-4, 1297.
- BISWAS, Rita; David A. BUZEN y Hany A. SHAWKY
2009 *The Case for Covered Bonds: An Alternative Funding Model for the US Mortgage Market*, pp. 5. Fecha de consulta: 10/03/2012. <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1425137>.

CALOMIRIS, Charles W.

2008 *The Subprime Turmoil: What's Old, What's New, and What's Next*, pp. 81. Fecha de consulta: 04/02/2012. <<http://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2008/calomiris.10.02.08.pdf>>.

CARBÓ-VALVERDE, Santiago; Richard J. ROSEN y Francisco RODRÍGUEZ-FERNÁNDEZ

2011 *Are Covered Bonds A Substitute For Mortgage-Backed Securities?* FRB of Chicago Working Paper N° 114, pp. 8-9. <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1969550>.

CROSS, Graham

2008 “The German Pfandbrief and European Covered Bonds Market”. En: *The Handbook of Finance*. London: John Wiley & Sons, pp. 299.

DAM, Kenneth

2010 “The Subprime Crisis and Financial Regulation: International and Comparative Perspectives”. En: *Chicago Journal of International Law*, vol. 10, N° 2, pp. 46.

EDWARDS, Franklin

1999 “Hedge Funds and the Collapse of Long-Term Capital Management”. En: *Journal of Economic Perspectives*, vol. 13, N° 2, pp. 202.

EDWARDS, Franklin R. y Edward R. MORRISON

2004 “Derivatives and the Bankruptcy Code: Why the Special Treatment?”. En: *Columbia Law and Economics Research Paper*, 258, pp. 5. Fecha de consulta: 03/03/2012. <<http://www.hedgefund-index.com/edwards-derivatives.pdf>>.

EUROPEAN CENTRAL BANK

2008 “Covered Bonds in the EU Financial System”. En: *European Central Bank*, pp. 10. Fecha de consulta: 05/05/2012. <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/coverbondsintheeufinancialsystem200812en_en.pdf>.

JACKSON, Thomas y David SKEEL

2012 “Transaction Consistency and the New Finance in Bankruptcy”. En: *Columbia Law Review*, vol. 112, pp. 166.

LAURENT, Sandra

2001 *Capital Structure Decision: The Use of Preference Shares and Convertible Debt in the UK*, pp. 4-5. Fecha de consulta: 05/05/2012. <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=251648>.

LISTOKIN, Yair

2006 *Is Secured Debt Used to Redistribute Value from Tort Claimants in Bankruptcy? An Empirical Analysis*, pp. 16. Fecha de consulta: 01/05/2012. <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=909225>.

MEINERO, Mark

2010 “Goldman Knew It Profited in Crisis”. En: *CNN News*. Fecha de consulta: 28/04/2012. Disponible en: <http://money.cnn.com/2010/04/24/news/companies/Goldman_Senate_documents/index.htm?hpt=T1>.

MISCIA, Valentina

2009 *La Disciplina dei Covered Bond Emessi da Banche Italiane*. Italian Legal Scholarship Unbound Working Paper N° 2008-07/IT, pp. 6. Fecha de consulta: 03/02/2012. <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1122265>.

MODIGLIANI, Franco y Merton MILLER

1958 “The Cost of Capital, Corporation Finance & the Theory of Investment”. En: *The American Economic Review*, N° 48, pp. 268.

PACKER, Frank; Ryan STEVER y Christian UPPER

2007 “The Covered Bond Market”. En: *BIS Quarterly Review*, pp. 44-45, 48.

ROE, Mark

2011 “The Derivatives Market’s Payment Priorities as Financial Crisis Accelerator”. En: *Stanford Law Review*, vol. 63, pp. 542.

SCHWARCZ, Steven L.

2010 *The Conundrum of Covered Bonds*, pp. 13. Fecha de consulta: 05/05/2012. <http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2954&context=faculty_scholarship>.

SCHWARTZ, Alan

1989 “A Theory of Loan Priorities”. En: *The Journal of Legal Studies*, vol. 18, N° 2, pp. 226-7.

SIMKOVIC, Michael

2009 *Secret Liens and the Financial Crisis of 2008*, pp. 281. Fecha de consulta: 25/03/2012. <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1323190>.

SNOWDEN, Kenneth

2010 *Covered Farm Mortgage Bonds in the Late Nineteenth Century U.S.* NBER Working Paper N° 16242, pp. 5. <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1651426>

TRIANSTIS, George

1992 “Secured Debt”. En: *The Journal of Legal Studies*, vol. 21, N° 1, pp. 227.

LA OFERTA “NO TAN” PÚBLICA

ANTONIO GUARNIZ IZQUIERDO¹

1. INTRODUCCIÓN

En su muy famoso y frecuentemente mal citado –o citado fuera de contexto– cuento “En el cielo de los conceptos jurídicos. Una fantasía”, Ihering crítica mordaz y despiadadamente a los juristas excesivamente teóricos, que pierden de vista que su disciplina tiene por objeto ayudar a regular la realidad.

Siguiendo esta moraleja, siempre que se elabora un concepto jurídico debería tenerse presente cuál es la función que cumple, para qué se creó, qué necesidades está destinado a satisfacer. Los conceptos jurídicos, si seguimos a Ihering, no son creados para satisfacer la mente ociosa de un jurista sino para resolver problemas.

Esto es en especial importante porque todos los que ejercemos el Derecho elaboramos constantemente conceptos jurídicos, o los modificamos, a través de la práctica privada que genera costumbre o a través de las decisiones vinculantes de los tribunales administrativos o judiciales que generan la jurisprudencia. En ambos casos –costumbre y jurisprudencia–, fuentes del Derecho.

Este artículo tiene por objeto discutir el concepto de oferta pública. Este concepto tiene la particularidad de ser utilizado en el contexto relativamente “nuevo” de la regulación del mercado de valores pero, al mismo tiempo, ha sido intensamente utilizado y desarrollado en el contexto del derecho civil y en el de la protección al consumidor.

¹ El presente artículo expresa la opinión personal del autor, que no es necesariamente compartida ni compromete la opinión de ninguna de las instituciones de las que él es parte o con las cuales se encuentra afiliado.

Debo explicar por qué las comillas en “nuevo” cuando me refiero al mercado de valores.

El fenómeno de la oferta “al público”, junto con el de la contratación en masa, la contratación por adhesión y la contratación con arreglo a cláusulas generales, tiene su origen en la Revolución Industrial, en la segunda mitad del siglo XVIII, con la masificación de la producción y del consumo. El mercado de valores, sin embargo, no es menos antiguo que eso. La Bolsa de Valores de Ámsterdam, considerada la más antigua del mundo, fue fundada en el año 1602, casi un siglo y medio antes del inicio de la Revolución Industrial.

Pese a ello, la actual forma de la regulación del mercado de valores peruano fue adoptada recién en la década de 1990 –junto con las reformas de cambio de modelo económico que precedieron a la Constitución de 1993, entre las que también se encuentran las normas de protección al consumidor– y se diseñó en gran medida a imagen de la regulación española, que a su vez se inspiró parcialmente en la Securities Act estadounidense del año 1933, que fue una consecuencia directa de la Gran Depresión que empezó en 1929.

Por consiguiente, mientras que nuestros civilistas peruanos han tenido tiempo de analizar y utilizar el concepto de oferta “al público” durante buena parte del siglo XX –el Código Civil de 1984 ingresó estos conceptos en la legislación positiva peruana pero la discusión doctrinaria existía desde mucho antes–, la utilización del concepto de “oferta pública” en los contextos del mercado de valores y de la protección al consumidor en el Perú datan de las reformas liberales de inicios de la década de 1990. Por lo tanto, ha habido menos tiempo para que el concepto sea discutido en el Perú por aquellos dedicados a dichas áreas del Derecho.

Es en este momento cuando la moraleja del cuento de Ihering parece aplicable al caso. Me parece interesante poner a prueba si cuando nos referimos a la oferta “al público” o la “oferta pública” en realidad hablamos del mismo concepto; si, siquiera, necesitamos el mismo concepto para ambas situaciones; o si, tal vez, estamos hablando de cosas distintas, con funciones distintas y que solo tienen la casualidad de tener denominaciones similares. Las siguientes líneas tratarán de lidiar con esa pregunta.

2. LA OFERTA AL PÚBLICO Y LA CONTRATACIÓN MASIVA EN EL CÓDIGO CIVIL

La oferta al público, en el ámbito del Derecho Civil, está íntimamente ligada al fenómeno de la contratación masiva, al igual que la contratación por adhesión y

la contratación con arreglo a cláusulas generales, con las que muchas veces se le confunde.

Tal como lo señala De la Puente (2011: 15-22), la contratación por adhesión fue la primera respuesta del Derecho en relación con la contratación masiva. Se refiere al fenómeno de contratos que una misma persona –quien formula la oferta– desea celebrar con una cantidad indeterminada de personas que tienen necesidades iguales. Ciertamente es que el consentimiento para la formación del contrato siempre requiere la aceptación pura y simple de la oferta –puesto que cualquier “aceptación” que no sea conforme a la oferta se entiende como una contraoferta, según lo establece el artículo 1376 del Código Civil– pero la contratación por adhesión presupone que antes de dicha aceptación no hubo una oportunidad para negociar los términos contractuales. Ahora bien, probablemente no hubo “oportunidad” de negociar pero tampoco hubo “necesidad” de hacerlo. El contrato por adhesión es pre-redactado por aquel que espera celebrar una gran cantidad de contratos iguales –por lo tanto, es un especialista en el negocio que da origen a dicho contrato–, mientras que sus contrapartes muy probablemente no celebran ese tipo de contratos con una frecuencia comparable. Quien formula la oferta, por lo tanto, conoce respecto de las necesidades de sus clientes y prepara un contrato que, en su experiencia, satisface las necesidades de todos ellos, al menos en lo indispensable para que estos se avengan a celebrar el contrato.

Dado que las necesidades de los clientes, pese a ser similares, no son exactamente iguales, vino un segundo desarrollo: la contratación a través de cláusulas generales. Así, el ofertante puede tener cláusulas –las cláusulas generales– que son aplicables a todos los futuros contratantes porque responden a sus necesidades comunes, y también tener cláusulas –las cláusulas especiales– que recogen las particulares necesidades y preferencias de algún cliente en particular.

Nótese que los conceptos de contratación por adhesión y de contratación por cláusulas generales –que son distintos– no fueron desarrollados con fines tuitivos del receptor de la oferta (que después se denominaría “consumidor”), sino con el objeto de explicar el cada vez más dinámico tráfico comercial. En su esencia, estos conceptos no requieren una finalidad de protección para existir en el Derecho. No obstante ello, nuestro Código Civil consagra dos disposiciones proteccionistas en relación con este tipo de contratos. La primera determina la invalidez de una serie de disposiciones –exoneraciones o limitaciones de responsabilidad, facultades para suspender la ejecución del contrato, rescindirlo o resolverlo, etc.– cuando favorecen a la parte que ha redactado las cláusulas generales y estas no han sido aprobadas administrativamente (artículo 1398 del Código Civil). La segunda

establece que las cláusulas dudosas deben interpretarse a favor de la parte que no redactó las cláusulas (artículo 1401 del Código Civil).

Por su parte, en este contexto de la contratación en masa, la denominada “oferta al público” es un concepto que tiene una finalidad muy específica: evitar que mediante la aplicación de las normas tradicionales sobre contratación, se entiendan legalmente celebrados más contratos que los que resulta comercialmente razonable.

La norma civil (artículo 1373 de nuestro Código Civil) establece que el contrato queda perfeccionado en el momento y en el lugar en que la aceptación es conocida por el ofertante. Esto implica que, por ejemplo, cuando un comerciante difunde una oferta a través de un aviso televisivo o periodístico y esa oferta es conocida por miles o incluso millones de personas, dicho ofertante podría quedar teóricamente vinculado con una cantidad exorbitante de contrapartes, aun cuando no tenga una cantidad igualmente exorbitante de recursos para cumplir con todos esos compromisos.

La “oferta al público” es, en este contexto, una mal llamada “oferta” puesto que la legislación peruana le niega tal calidad, cambiándola por la de “invitación a ofrecer”, según lo establece el artículo 1388 del Código Civil (De la Puente 1998: 233-40). De este modo, la “oferta al público” (De la Puente 1991a: 418) no tiene los efectos legales de una oferta puesto que no obliga al proponente a celebrar un contrato en caso de que alguien responda a ella.

Consecuentemente, el concepto de oferta al público –“policitación”, si adoptamos la propuesta de De la Puente– no está pensado como una forma de protección al público sino al proponente, toda vez que este último recibe el beneficio de no encontrarse legalmente vinculado a través de un contrato con todas aquellas partes que desean aceptar su “oferta”. O, mejor dicho, el concepto está pensado para la protección del tráfico comercial, por la vía de librar al proponente de la obligación de quedar vinculado a través de una cantidad de contratos que harían claramente impráctica la difusión de información a través de medios masivos de comunicación.

La doctrina contractual nos indica que el punto diferenciador entre la policitación y una oferta es el carácter recepticio. La oferta, para ser tal, debe encontrarse dirigida a una persona determinada. En la “oferta al público” o policitación, no se cumple este requisito puesto que la propuesta se dirige a un número indeterminado de destinatarios.

3. LA OFERTA PÚBLICA EN EL MERCADO DE VALORES

El concepto de oferta pública es uno central a la doctrina del derecho del mercado de valores. Es la divisoria a partir de la cual, la regulación tuitiva es aplicable o no a las transacciones con valores mobiliarios entre particulares.

¿Por qué cuando el accionista mayoritario de una pequeña empresa invita a su mejor amigo a invertir en su negocio ofreciéndole acciones –cosa que ocurre todos los días en todos los países del mundo– la Ley del Mercado de Valores no es aplicable? Ciertamente, el problema no es que no pueda haber asimetría informativa. Es muy seguro asumir que, en la inmensa mayoría de los casos, el dueño de una empresa conoce más de ella que lo que puede conocer cualquier tercero ajeno. No es necesario que la empresa o que la inversión sean grandes para que esta asimetría se presente.

La razón por la que dejamos que esta relación quede íntegramente sujeta a la Ley General de Sociedades y al Código Civil –cuyas normas son comparativamente “liberales”, en el sentido de que son menos proteccionistas– es que asumimos que en una contratación privada existen mecanismos de control social más eficientes y menos costosos que la norma estatal. Asumimos que las partes contratan en función de la confianza mutua que se tienen y que esa confianza se basa en relaciones personales –familiares, amicales u otros similares– que les permiten alcanzar determinado nivel de autoprotección. Cuando esto falla, además, aun son aplicables las normas del Código Civil respecto de dolo, error, lesión, excesiva onerosidad de la prestación, etc., que resguardan cualquier tipo de contrato.

Cuando la contratación se realiza de manera masiva, el sistema legal no asume que estos mecanismos alternativos de control social necesariamente existen o que van a funcionar adecuadamente; en consecuencia, genera una serie de disposiciones que tienen por objeto proteger a la parte que considera débil en la relación. En la normativa general del Código Civil, el Estado asume que el consumidor es la parte débil de la relación –aunque esto no sea necesariamente cierto en la totalidad de los casos– y por eso lo protege (Stiglitz y Stiglitz 1994). En el caso de la normativa del mercado de valores, el consumidor –que aquí se llama “inversionista”– tiene necesidades aún más grandes de información (Payet 1996) y, por lo tanto, la asimetría informativa es más severa y, siguiendo la misma lógica que inspiró las normas proteccionistas del Código Civil, existen más razones para considerarlo la parte débil en los contratos que se celebran entre el emisor y el inversionista. La regulación del mercado de valores es, de hecho, bastante más proteccionista que la del Código Civil o la de protección al consumidor cuando se trata de una

oferta pública. En esas normas, aun cuando la contratación se dirija al público en general, no existen reglamentos que detallen la información que debe entregarse al consumidor, cómo debe ser la oferta, cómo debe ser la aceptación, etc. Menos aún se sujeta la realización de la oferta a un previo procedimiento administrativo.

En el mercado de valores, pues, el concepto de oferta pública tiene por objeto determinar cuándo es que el Estado hará aplicables sus regulaciones más proteccionistas. El concepto, al revés del descrito en el apartado anterior, no tiene como función determinar cuándo es que se entiende formado un contrato.

A continuación, desarrollaré aquellos puntos de contacto en los que podría existir potencialmente un conflicto entre la normativa del Código Civil y la del mercado de valores.

4. LOS PUNTOS DE CONTACTO

a. Contratación por adhesión

Considerando la teoría general de la contratación masiva del Código Civil, cabe preguntarse si en las ofertas públicas de valores mobiliarios² puede hablarse de cláusulas generales de contratación y de contratación por adhesión.

Este último punto resulta el más sencillo. Para definir si se trata de un contrato por adhesión, lo único que necesitamos hacer es verificar si previamente a su celebración existe un proceso de negociación.

En este extremo, la práctica de una oferta pública de valores mobiliarios implica un proceso ciertamente prolongado. Desde el inicio del procedimiento, cuando se trata de instrumentos de deuda, el emisor entra en contacto con las clasificadoras de riesgo y va modelando su oferta –incluyendo, por ejemplo, las garantías que acompañarán a los valores mobiliarios por ofrecerse– en función de la clasificación de riesgo que desea obtener. Esto implica determinado nivel de ajustes y modificaciones a su futura oferta, para asegurarse de que sea bien recibida por las clasificadoras de riesgo.

² Me refiero, por cierto, a las ofertas públicas primarias y a las ofertas públicas secundarias que se realizan fuera de un mecanismo centralizado de negociación. Es decir, me refiero a las ofertas en las que existe la obligación de entregar un prospecto y en las que la oferta misma es definida en gran medida por una de las partes. En la contratación en un mecanismo centralizado de negociación, por el contrario, ambas partes se sujetan a un régimen previamente definido por un tercero –la entidad que administra dicho mecanismo centralizado de negociación y las normas reglamentarias aprobadas por el regulador del mercado de valores– y ninguna de ellas está en posición de determinar por sí sola los términos contractuales dejando a la otra parte la única decisión de celebrar o no el contrato.

Asimismo –y ya hablando indistintamente de valores de deuda o de participación–, una vez ingresado el expediente a evaluación de la Superintendencia del Mercado de Valores, el emisor acompañado por el intermediario –a quien nuestra normativa llama torpemente “estructurador”– suele visitar a los más importantes inversionistas (el denominado “*road show*”) para presentarles los valores que planea emitir (a través del prospecto preliminar) y obtener intenciones de compra –no vinculantes para ninguna de las partes– o “lecturas de mercado” en función de las cuales eventualmente puede ajustar algunos de los términos de su oferta final con la finalidad de asegurarse el éxito de la colocación.

No obstante dicho proceso, sin embargo, en mi opinión, no llega a existir una negociación entre las partes. Y ello por varias razones. La primera es que la oferta, una vez lanzada, no va a alcanzar únicamente a aquellos que formaron parte del “*road show*” o que fueron consultados durante las “lecturas de mercado”. La segunda razón es que todos los potenciales compradores no actúan al unísono y, por lo tanto, la modificación que se realizó a la oferta por sugerencia del inversionista “X” no necesariamente fue consultada y es satisfactoria para el inversionista “Y”. La tercera razón es que la práctica implica que la contratación final se lleva a cabo mediante un proceso de subasta, en el que las negociaciones previas resultan finalmente irrelevantes. Es posible que el emisor haya negociado cada punto del contrato con un potencial inversionista y que finalmente, como resultado de la subasta, ese inversionista termine no adjudicándose ningún valor mobiliario. En consecuencia, desde mi punto de vista, es claro que la contratación en una oferta pública en el mercado de valores es efectivamente por adhesión.

b. Cláusulas generales de contratación

Por su parte, en relación con el hecho de que se trata de una contratación sujeta a cláusulas generales, la respuesta no es tan clara.

En efecto, el artículo 1392 del Código Civil establece que las cláusulas generales de contratación son aquellas redactadas previa y unilateralmente por una persona o entidad, en forma general y abstracta, con el objeto de fijar el contenido normativo de una serie indefinida de futuros contratos particulares. La primera pregunta, entonces, sería: ¿en un contrato de emisión en el mercado de valores se forman una serie indefinida de contratos futuros particulares? Pues en principio no, pero sería necesario examinar los diferentes tipos de contrato dependiendo del valor mobiliario por emitirse. Para mayor simplicidad, únicamente analizaré las obligaciones y las acciones.

Así, en un contrato de emisión de títulos de deuda –bonos o papeles comerciales–, la Ley General de Sociedades resulta aplicable con sus normas sobre emisión de obligaciones (artículo 304 y siguientes de la Ley General de Sociedades, concordada con los artículos 86 y 98 de la Ley del Mercado de Valores). Lo primero que llama la atención en estas normas es que en el caso de la emisión de títulos de deuda, todos los obligacionistas actúan como una sola parte, puesto que la ley los constituye en sindicato y, por consiguiente, forman colectivamente una sola voluntad. Así, por ejemplo, para modificar el contrato de emisión se requiere la conformidad de las dos “partes” del contrato: el emisor y el sindicato. El contrato podrá modificarse si el sindicato así lo acuerda con el emisor, aun cuando algún miembro de dicho sindicato haya manifestado su oposición votando en contra en la correspondiente asamblea.

Como consecuencia de lo anterior, no puede decirse que todas aquellas cláusulas contractuales redactadas por el emisor antes de la colocación en una emisión de títulos de deuda constituyan cláusulas generales de contratación, puesto que no están orientadas a normar una serie indefinida de futuros contratos particulares sino que los inversionistas en realidad se adhieren al contrato sin formar nuevos contratos independientes. En toda la emisión existe un solo contrato y no una “serie indefinida de futuros contratos particulares”.

En el caso de la emisión de acciones, la situación no es muy distinta. El documento que rige los derechos y obligaciones que tiene un inversionista al adquirir acciones de una sociedad es el estatuto de dicha sociedad. Cuando los inversionistas, a través de una oferta pública, suscriben o adquieren acciones emitidas por una empresa, no están celebrando cada uno de ellos un contrato independiente sino que se están adhiriendo al “contrato” de sociedad celebrado inicialmente por los fundadores³. Tampoco en este caso, entonces, hay una “serie indefinida de futuros contratos particulares” que se celebran en virtud de cláusulas generales sino que hay un solo contrato al que se adhieren más individuos con el correr del tiempo.

Ahora bien, hasta aquí me estoy refiriendo a simples contratos de emisión. En los programas de emisión, sin embargo, el panorama resulta diferente. Y esto es de especial importancia porque desde que se introdujo en el Perú la normativa relacionada con los programas de emisión de valores, la gran mayoría de los

³ No desconozco que existe una nutrida discusión doctrinaria respecto de si la sociedad “es” un contrato, un “acto colectivo”, un “negocio social” o una “institución”. Sin entrar demasiado en la discusión, es mi opinión que sin importar que la sociedad “sea” una institución o cualquier otra categoría que se le quiera asignar, indudablemente nace a través de un contrato.

emisores opta por llevar a cabo sus ofertas públicas a través de programas de emisión en lugar de hacerlo mediante simples emisiones.

En un programa de emisión, la lógica de las cláusulas generales de contratación sí se presenta de manera teóricamente impecable. En los programas de emisión existen contratos marco, que contienen cláusulas que serán aplicables a todas las emisiones que se lleven a cabo dentro de dicho programa –estas serían las cláusulas generales de contratación– y existen contratos complementarios, cada uno de los cuales establece cláusulas que únicamente serán aplicables a la emisión particular a la que dicho contrato complementario se refiere –estas serían las cláusulas particulares– siendo importante destacar que en el momento de fijarse el contenido normativo del programa mediante el contrato marco, el emisor desconoce con exactitud cuántas emisiones particulares habrá de realizar a través de dicho programa de emisión. Por lo tanto, estamos exactamente ante la presencia de cláusulas –en el contrato marco– que rigen el contenido normativo de “una serie indefinida de futuros contratos particulares”. En tanto se trate de emisiones de valores realizadas a través de programas de emisión, este razonamiento es aplicable por igual a las obligaciones –bonos o papeles comerciales–, a las acciones o a cualquier otro tipo de valor mobiliario.

c. Aprobación administrativa

He querido dejar para el final el tema de la aprobación administrativa. Este asunto es sumamente importante y discutible en el caso de los contratos de emisión de valores mobiliarios, como pasaremos a ver a continuación.

Habiéndose establecido que en la mayoría de los casos la contratación en las ofertas públicas de valores mobiliarias se realiza por adhesión y de acuerdo con cláusulas generales⁴, es relevante determinar si estas cláusulas son o no aprobadas administrativamente, en los términos que el Código Civil pretende asignarle a dicha aprobación administrativa.

Este tema es muy delicado. Los contratos de emisión típicamente contienen una gran cantidad de estipulaciones cuyo objeto es precisamente limitar la responsabilidad del emisor, del representante de los obligacionistas, del colocador e incluso, en la medida de lo posible, de los firmantes del correspondiente prospecto informativo. Dichas limitaciones de responsabilidad, además, son de particular importancia en la normativa del mercado de valores por cuanto

⁴ Véase la nota 7.

el régimen de responsabilidad en las ofertas públicas es bastante más exigente y riguroso que el régimen común de responsabilidad del Código Civil. En efecto, la Ley del Mercado de Valores y el Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios, siguiendo el modelo de la Securities Act de 1933 de los Estados Unidos, establecen la obligatoriedad de presentar a los inversionistas un prospecto informativo cuando se realice una oferta pública.

Asimismo, dichas normas establecen un régimen de responsabilidad muy estricto en caso de inexactitud o insuficiencia en la información del prospecto informativo. Para exonerarse de responsabilidad, los firmantes del prospecto deben acreditar que han actuado con la debida diligencia (por eso, a esta defensa judicial se le llama “*due diligence defense*”) acreditando que realizaron una investigación razonable que los llevase a considerar que el prospecto estaba completo (por extensión, a la investigación misma se le ha dado en llamar “*due diligence*”, incluso cuando no se usa en el contexto del mercado de valores; por eso es que a los procesos de revisión de información de una empresa se les conoce con ese curioso nombre).

Resulta entonces muy relevante establecer si las cláusulas de limitación de responsabilidad para el emisor, el representante de los obligacionistas, el “estructurador” y las demás personas participantes en la redacción de las cláusulas generales de contratación son válidas o no, en virtud del artículo 1398 del Código Civil.

Lo primero que tendríamos que considerar es el artículo 17 de la Ley del Mercado de Valores que, además, debería leerse en concordancia con el artículo 4 del Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios. Estas normas señalan que los valores que vayan a ser materia de oferta pública deben inscribirse en el Registro Público del Mercado de Valores, siendo que tal inscripción **solo** se encuentra sujeta al requisito de presentación de información y que para ello no se requiere **autorización administrativa previa**.

Para entender cabalmente este lenguaje es necesario remontarse a los antecedentes de la Ley del Mercado de Valores.

La versión anterior de la vigente Ley del Mercado de Valores fue la aprobada mediante Decreto Legislativo 755. Esta norma, aprobada en el año 1991, fue la primera reforma liberal que se produjo en el mercado de valores peruano y que lo dejó diseñado básicamente como existe en la actualidad. Antes del Decreto Legislativo 755, con un entendimiento distinto del rol del Estado en la economía, el papel que cumplía el regulador del mercado de valores –entonces llamada Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores– era más intervencionista

que el modelo actual. En materia de ofertas públicas, la Conasev realizaba un análisis de la solvencia del potencial emisor y solo lo autorizaba a acudir al mercado cuando estaba persuadida de sus posibilidades de cautelar adecuadamente el dinero de los inversionistas. De hecho, como parte de los requisitos para la evaluación del expediente, la Conasev requería al emisor un estudio de factibilidad y análisis de flujos de caja. A través de estos documentos, el regulador perseguía asegurarse de que la emisión tenía un “buen sustento” económico. Es decir, en el caso de títulos de deuda, que el emisor pudiera cumplir con pagar el importe adeudado a los inversionistas. Esta evaluación, desde luego, era mucho más dudosa cuando se trataba de ofertas de acciones⁵.

Como era de esperarse, la reforma liberal de la década de 1990 se mostró inmediatamente incompatible con aquel modelo. Al igual que ocurriría con el consumidor en general en casi todos los demás mercados, la protección que preconizaba esta reforma era una protección informativa: el Estado se aseguraría de que el inversionista reciba toda la información necesaria para adoptar su decisión de inversión pero era este —el inversionista— quien finalmente debía evaluar si el riesgo de la inversión era adecuado para él.

Así, una de las reformas más importantes que trajo consigo el Decreto Legislativo 755 fue este concepto de que la Conasev no realizaría un análisis de la solvencia del emisor, limitándose únicamente a requerirle información que luego sería puesta a disposición de los inversionistas. Ello estaba consagrado en el artículo 47 de dicha norma, que establecía que **“la inscripción de un valor en el Registro sólo está supeditada al cumplimiento de los requisitos fijados en el artículo anterior, sin que corresponda el examen de la situación económico-financiera del emisor, ni autorización administrativa previa”**.

Cuando se aprobó la actual versión de la Ley del Mercado de Valores (mediante el Decreto Legislativo 861, que ha sufrido tres modificaciones parciales importantes pero que, básicamente, es la misma norma aprobada en

⁵ En una oferta de títulos de deuda, es claro que se trata de determinar si la deuda se puede pagar en los términos y plazos pactados. La parte discutible del estudio no radica en el objetivo sino en los supuestos utilizados para desarrollarlo. En una oferta de acciones o de otros títulos de participación, sin embargo, es bien discutible cuál es el objetivo de la evaluación. ¿El estudio de factibilidad debe determinar si las acciones van a revaluarse, si van a producir dividendos? Es más, ¿cuán rentable debe ser la acción (es decir, cuánto rendimiento debe producir sumando dividendos y ganancias de capital) para que el riesgo se considere adecuado y a qué plazo es que tiene que evaluarse este riesgo? Lo cierto es que no existe una respuesta para ello, pues esto depende de los plazos y expectativas de cada inversionista. Es por esta razón que, en el contexto del mercado de valores, la clasificación de riesgo no es aplicable a las acciones ni a ningún título de participación. Está reservada para los títulos de deuda.

1996), varios artículos cambiaron de orden en un intento por mejorar la técnica legislativa. Es así como el antiguo artículo 47 termina fusionado y reformulado en el actual artículo 17 de la Ley del Mercado de Valores. Este último artículo, como ya he dicho antes, debe leerse además complementado por el artículo 4 del Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios, que ratifica el sentido de esta interpretación al señalar que la oferta pública de valores mobiliarios “solo” se encuentra sujeta al requisito de la inscripción en el Registro Público del Mercado de Valores y, cuando sea aplicable, a la clasificación de riesgo de los valores mobiliarios.

Consecuentemente, debe notarse que la expresión “autorización administrativa” citada en el artículo 17 de la Ley del Mercado de Valores, claramente es utilizada en un contexto diferente del que establece el artículo 1398 del Código Civil. En la normativa del mercado de valores, el señalar que la actuación del regulador no constituye una autorización administrativa tiene por objeto enfatizar que el Estado no debe “autorizar” las emisiones de valores ni las ofertas públicas, en el sentido de que no debe realizar exámenes de solvencia respecto de los emisores.

Ahora bien, asumiendo que la interpretación que propongo es correcta y que la Ley del Mercado de Valores no se opone a que la actuación del regulador en la inscripción de valores mobiliarios materia de oferta pública sea considerada una “autorización administrativa” para efectos del Código Civil, ¿podríamos decir que efectivamente la actuación de la Superintendencia del Mercado de Valores se ajusta a lo requerido por el Código Civil para ser considerada como tal?

Si bien la Superintendencia del Mercado de Valores no ha sido específicamente encargada por ley expresa y con remisión a las normas del Código Civil para que apruebe administrativamente las cláusulas generales de contratación, en mi opinión es innegable que cumple esa función. En efecto, cualquiera que ha realizado un trámite de inscripción de valores para oferta pública podrá dar fe de que el regulador de ninguna manera se limita a realizar un control de legalidad y a asegurarse de que la información es puesta a disposición de los inversionistas. Por el contrario, el regulador prácticamente negocia los contratos de emisión y, en muchos casos, impone cláusulas y términos contractuales, poniendo en ello un claro sesgo que pretende ser proteccionista⁶ hacia los inversionistas.

Podemos discutir si este es el papel deseable para el regulador del mercado de valores. Podría argumentarse que el mandato de protección de los inversionistas

⁶ En algunos casos, lamentablemente, una idea errada del proteccionismo lleva al regulador a insistir en cláusulas que son nocivas para el mercado y, a la larga, terminan perjudicando al propio inversionista.

no debería ir tan lejos como incidir en términos comerciales. Sin embargo, lo que sí resulta claro es que aun bajo la lectura más conservadora de cuál es el rol que debe cumplir el regulador del mercado de valores en un trámite de inscripción, no cabe duda de que revisa la idoneidad de los términos contractuales en función de su aptitud para regular el tráfico comercial y en el sentido de su equidad. Es decir, aun bajo la versión más débil del rol de la Superintendencia del Mercado de Valores respecto de un trámite de inscripción de oferta pública, esta entidad cumple la función para la cual se introdujo la aprobación administrativa de las cláusulas generales de contratación en el Código Civil: control de idoneidad y control de equidad (De la Puente 1991: 148-9).

Por lo tanto, en mi opinión, la participación del regulador del mercado de valores sí constituye –o, al menos, debería constituir– una aprobación administrativa de las cláusulas generales de contratación que pudiera haber en una oferta pública de valores mobiliarios. Consecuentemente, las limitaciones de responsabilidad y demás rubros señalados en el artículo 1398 del Código Civil sí tienen validez en este tipo de contratos por haber sido aprobados administrativamente.

d. Carácter recepticio

A pesar de haber señalado la distinta finalidad que cumplen los conceptos de “oferta al público” en el Código Civil y de “oferta pública” en la normativa del mercado de valores, es inevitable que ambos se encuentren en algún momento.

Curiosamente, muy a pesar de la distinta finalidad ya descrita, el legislador de la normativa del mercado de valores empieza por definir la oferta pública como una “invitación adecuadamente difundida dirigida al público en general o a determinados segmentos de éste” para realizar actos jurídicos referidos a valores mobiliarios (artículo 4 de la Ley del Mercado de Valores). Es decir que, asumiendo cierta rigurosidad en el legislador, deberíamos concluir que este ha caracterizado a la oferta pública como una “policitación”.

Habíamos indicado previamente que la doctrina ha establecido el carácter recepticio como el elemento diferenciador entre una oferta y una policitación (u oferta al público). Mientras que una oferta, para ser considerada como tal, tiene que encontrarse dirigida a una persona determinada, la policitación está dirigida a destinatarios indeterminados.

Desafortunadamente, en mi opinión, resultaría erróneo usar este mismo criterio del carácter recepticio para calificar a una oferta como “pública” en el marco de la normativa del mercado de valores.

Imaginemos que un emisor decide que quiere ofrecer sus valores a personas naturales pues, de hecho, no le interesa que los inversionistas institucionales inviertan debido a que son más “incómodos”, en el sentido de que están al tanto de la marcha de la empresa, piden información, etc.⁷. Para estos propósitos, recurre a una práctica [desafortunadamente] común para el mercadeo de otro tipo de productos: adquiere una base de datos que contiene nombres, direcciones, correos electrónicos y niveles de ingresos de 3.000 personas naturales. De esta lista, selecciona a 2.000 personas cuyos ingresos le hacen presumir que tienen un excedente que pueden dedicar a inversiones y les envía cartas personalizadas –dirigidas a cada uno de ellos, es decir, con carácter recepticio– proponiéndoles que inviertan en su empresa, adquiriendo los valores mobiliarios que desea emitir.

Si nos apegamos al criterio del Código Civil, estas cartas no califican como una póliza sino como una oferta. Por lo tanto, no se trata de una “oferta al público”. Si este mismo criterio sirviera para la normativa del mercado de valores, no siendo una “oferta pública”, no resultarían aplicables todas las normas tuitivas entre las que, por ejemplo, se encuentra la obligación de inscribir previamente los valores en el Registro Público del Mercado de Valores y la obligación de entregar un prospecto informativo. De hecho, la Ley del Mercado de Valores y sus normas reglamentarias no resultarían aplicables en absoluto y nos encontraríamos ante una oferta sujeta únicamente a las normas generales del Código Civil y de la Ley General de Sociedades.

Esto, sin embargo, contradice claramente la finalidad del concepto de oferta pública en los términos de la normativa del mercado de valores.

En la regulación del mercado de valores, el factor clave para la calificación de una oferta como pública no es el carácter recepticio (que puede o no existir) sino qué es lo que se considera un “segmento del público” al que esa oferta está dirigida.

Por supuesto, si el público en general es el universo de todos los individuos que participan en el mercado, estrictamente hablando un individuo solo constituye un subconjunto –y, por lo tanto, un segmento– de ese universo. El tema relevante es, por lo tanto, determinar a partir de cuántos individuos o entidades estamos hablando de un segmento lo suficientemente relevante como para justificar la aplicación de las normas tuitivas del mercado de valores.

⁷ De hecho, esta es la razón fundamental por la que en los mercados sofisticados tiene razón de ser el trabajo del intermediario (“*underwriter*”). El emisor siempre puede contactar directamente a los inversionistas institucionales: son grandes jugadores, son conocidos y son un número relativamente reducido. El valor del intermediario consiste en encontrar inversionistas pasivos, toda vez que cuanto más pasivos son, menos “incómodos” resultan al emisor.

Para formarnos una idea, el criterio de “segmento del público” como factor que califica a una oferta como pública o como privada se encuentra desarrollado en el Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios. El artículo 6, inciso d) de dicha norma introduce dos criterios definitorios para la calificación: (i) la necesidad de protección y (ii) el interés público.

Por un lado, el citado reglamento señala que existe segmento del público, cuando se trata de un conjunto de personas que requieren la tutela del Estado –vía la revelación de información– para poder tomar decisiones de inversión. Por el otro lado, ese número de personas tiene que ser tal que se considere que involucran un interés público.

El Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios, siguiendo el modelo de la Securities Act de 1933 y de la Regulation D estadounidenses, no establece un número exacto de personas que generarán indubitadamente la aplicación de las reglas sobre oferta pública. Sin embargo, aun en medio de esa incertidumbre, la norma estadounidense y la peruana tienen aproximaciones absolutamente diferentes al mismo fenómeno.

En efecto, ni para la ley de los Estados Unidos ni para la ley del Perú existe un “número mágico” de destinatarios de la oferta que la tornarán en oferta pública y por debajo del cual se considere que una oferta es necesariamente privada. Sin embargo, la aproximación de la ley federal estadounidense es el establecimiento de lo que ellos llaman “puertos seguros” (*safe harbors*). Es decir, situaciones en las que existe una presunción legal de que hay oferta privada.

Así, la Regulation D señala que se presumirá privada una oferta cuando esté dirigida a cualquier número de inversionistas acreditados y, como máximo, a treinta y cinco inversionistas “no acreditados” (Reglas 505 y 506 de la Regulation D). Sobre este punto es conveniente precisar que la Regulation D exige que incluso aquellos destinatarios de la oferta que sean inversionistas “no acreditados” deben tener los conocimientos y experiencia en asuntos financieros y de negocios que les permitan evaluar los méritos y riesgos de la inversión propuesta. Asimismo, debe tenerse en cuenta que la definición de inversionista acreditado es bastante objetiva de acuerdo con la Regulation D, y depende de requisitos económicos –nivel de ingresos o nivel de patrimonio– y de conocimiento de materias financieras y económicas.

Ahora bien, siendo una presunción, tampoco es que la Regulation D sea la única forma de realizar ofertas privadas. Es posible que una oferta llevada a cabo de una manera completamente distinta a lo descrito por la Regulation D sea igualmente considerada como privada debido a su propia naturaleza; pero si no

sigue las instrucciones de la Regulation D, el emisor siempre correrá el riesgo de que el regulador no concuerde con su criterio. El efecto del puerto seguro es dar, precisamente, seguridad jurídica. Si un emisor sigue al pie de la letra los parámetros establecidos por la Regulation D –salvo por desviaciones insignificantes, calificadas por la norma–, puede tener la seguridad de que el regulador considerará y tratará su oferta como una oferta privada y, consecuentemente, no le resultará exigible el previo registro ni la entrega del prospecto informativo.

Por su parte, el Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios tiene la aproximación absolutamente inversa. Señala que se presume que existe un “segmento del público” cuando el conjunto de destinatarios de la oferta está conformado por un número igual o mayor de cien personas.

La presunción del Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios, sin embargo, no otorga seguridad jurídica sino todo lo contrario: está pensada para el beneficio del regulador y no para el beneficio del privado; lo cual resulta absurdo porque, siendo el regulador quien aprueba, interpreta y aplica las normas, no requiere de presunciones para sancionar una conducta que considera contraria al ordenamiento. Por el contrario, el privado sí necesita un mecanismo que le asegure encontrarse en total cumplimiento de la normativa. Así, al revés de lo que ocurre con la regulación de puertos seguros, el emisor nunca puede seguir una serie de instrucciones que, cumplidas al pie de la letra, le otorgarán seguridad de que está observando la ley. Si la oferta está dirigida a 99, 70 o 40 personas –es decir, por debajo del número establecido en la presunción–, siempre existe la posibilidad de que el regulador considere que la oferta es pública de todas maneras. La presunción juega absolutamente al contrario. Es más bien el regulador quien, habiendo constatado que la oferta está dirigida a cien o más personas, recibe el beneficio de no necesitar mayor probanza.

La norma peruana tiene tres defectos adicionales que conviene resaltar.

El primer defecto es la propensión a que la norma se malinterprete. Efectivamente, no solo numerosos partícipes del mercado sino en ocasiones hasta el mismo regulador, han utilizado la norma del Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios como si fuera a la inversa. Es decir, en muchos casos, los aplicadores de la norma operan como si por debajo del número de cien destinatarios, la oferta se presumiera privada. En realidad es al revés. Por encima de cien se presume pública, pero por debajo de cien no existe presunción alguna. Cuando los destinatarios son menos de cien, es necesario analizar caso por caso si la oferta es o no pública.

Un segundo defecto es la dificultad de aplicar la presunción. Dado que es una presunción pensada a favor del regulador y no a favor del privado, esta cobra relevancia sobre todo en las acciones de fiscalización. Cuando el regulador pretende verificar si una oferta es pública, lo que va a revisar usualmente será el número de inversionistas que adquirieron los valores mobiliarios. Sin embargo, los adquirentes no representan el número de personas que recibió la oferta sino el número de personas que la aceptó. Imaginemos, por ejemplo, que un emisor realiza una oferta no registrada de acciones y la dirige a quinientos potenciales inversionistas. De ellos, ochenta aceptan la oferta y suscriben las acciones. Cuando el regulador realice su inspección, verá ochenta suscriptores –número inferior al de la presunción– pero la oferta en realidad debería presumirse pública porque fue **dirigida** a más de cien personas, independientemente de que no todas ellas la hayan aceptado. Es sumamente importante enfatizar este aspecto: una oferta es pública por el número de personas a las que se dirige, no por el número de personas que la acepta.

Finalmente, el tercer defecto de la norma peruana sobre oferta pública es que la presunción ha sido establecida en un número que es en realidad ilógicamente elevado. La norma estadounidense, siendo un mercado mucho más desarrollado y con participantes del mercado que tienen un nivel mucho más alto de sofisticación y de capacidad económica, presume que es privada una oferta que se dirige a no más de 35 inversionistas que, aun cuando no sean acreditados, cuenten con el conocimiento y la experiencia necesarias para evaluar los riesgos y méritos de las inversiones que se les proponen. En el Perú, cuyo mercado de valores es más joven y menos desarrollado, un emisor puede dirigirse a noventa inversionistas que no tengan sofisticación alguna y no existe presunción alguna de que la oferta sea pública. ¿No hay aquí un evidente desbalance entre los números involucrados? ¿No es ilógico que en el mercado con inversionistas –en promedio– más preparados, los mínimos legales sean más exigentes que en un mercado con inversionistas –en promedio– menos preparados?

e. Necesidad de protección e interés público

Hemos visto, pues, que la doctrina del mercado de valores considera que la aplicación de la normativa sobre oferta pública debe estar sujeta a la combinación de dos elementos en el grupo de personas –“segmento del mercado”– que recibe la oferta: necesidad de protección e interés público.

La necesidad de protección se refiere a que los inversionistas carezcan de la sofisticación y del acceso a información necesarios para evaluar por sí mismos los méritos y los riesgos de las inversiones ofrecidas. El interés público, por su parte, se refiere al número.

Así, para poner el caso extremo, si una oferta de valores está dirigida únicamente a un inversionista, no podrá considerarse de ninguna manera como una oferta pública, aun cuando ese único inversionista tenga la mayor necesidad de protección que uno pueda imaginar –por ejemplo, digamos que se trata de un inversionista analfabeto–, porque para que haya oferta pública se necesita un interés público. Es decir, se necesita de una colectividad.

Para irnos al otro extremo, si una oferta de valores se encuentra dirigida a un millón de inversionistas absolutamente sofisticados⁸, a pesar del número, esa oferta no debería ser considerada como una oferta pública porque la intervención del Estado es muy costosa y no se justifica que el Estado intervenga para proteger a estos inversionistas, toda vez que ellos pueden hacerlo por sí mismos.

De hecho, esto último es una norma expresa en nuestro ordenamiento jurídico. El artículo 5 de nuestra Ley del Mercado de Valores –tomado, a su vez, de la sección 4 (6) de la Securities Act de 1933 estadounidense– establece que se presume que es privada la oferta dirigida exclusivamente a inversionistas institucionales. La presunción no toma en cuenta el número. Podrían ser mil inversionistas institucionales e igual existiría la presunción de que se trata de una oferta privada.

Ahora bien, para medir la sofisticación de un inversionista, la regulación del mercado de valores atiende conjuntamente a un elemento económico y un elemento intelectual. El elemento económico se refiere a que el inversionista cuente con los recursos necesarios para asumir los riesgos de la inversión, es decir, que tenga los suficientes ingresos o el suficiente patrimonio como para poder soportar la pérdida en caso de que la inversión resulte desfavorable. El elemento intelectual se refiere a que el inversionista cuente con el conocimiento y la experiencia en materias financieras y de negocios que le permitan entender y evaluar los méritos de la inversión propuesta. En resumen, la sofisticación viene a ser la capacidad de entender –elemento intelectual– y asumir –elemento económico– los riesgos de una inversión.

Así, una persona que tiene una muy buena posición económica gracias a sus actividades como diseñadora de interiores o como oftalmólogo, puede tener la

⁸ Imaginemos por un momento que en un determinado mercado existe efectivamente un millón de personas que cumpla con ese requisito.

capacidad para asumir una pérdida económica grande pero probablemente no tendrá la capacidad para entender los riesgos de la inversión. Por el contrario, un recién graduado de una maestría en finanzas puede tener los conocimientos para entender las inversiones pero no los ingresos o el patrimonio para asumir las eventuales pérdidas. Ninguno de ellos, por lo tanto, sería un inversionista sofisticado y la normativa consideraría que cualquiera de ellos necesita la protección de la regulación del mercado público de valores.

En el más extremo de estos casos, es posible que una persona tenga tanto dinero que aun cuando no cuente con el elemento intelectual de sofisticación, la normativa pueda asumir que lo diligente y razonable es que se asesore antes de invertir, pues tiene los medios para hacerlo. Ese es el criterio que subyace a una norma como el artículo 5, inciso b) de la Ley del Mercado de Valores, que establece que se considera privada la oferta de aquellos valores cuyo valor mínimo de suscripción o de colocación –el que sea menor– excede los S/. 250.000,00 (esta cifra se ajusta por inflación, al año 2012 debe ser aproximadamente S/. 433.000,00 o US\$ 167.000,00). La lógica sería que una persona que invierte semejante cantidad de dinero tiene los recursos para asesorarse convenientemente, y si no tiene ella misma los conocimientos necesarios, lo que correspondería a una actuación diligente sería que busque dicha asesoría. En mi opinión, si bien ese criterio es válido, debe evitarse pues resulta muy peligroso para el interés público. En efecto, llevando el argumento al límite, la regulación toda del mercado de valores no debería existir puesto que “si el inversionista fuera diligente” requeriría por sí mismo todas las protecciones e información que la normativa exige. En la realidad, por el contrario, lo que una persona sofisticada considera como “diligencia mínima” no se corresponde necesariamente con lo que ese criterio significa para el ciudadano común.

Ahora bien, los extremos son fáciles, pero en la realidad los casos son muy difíciles de evaluar. Pongamos, por ejemplo, el caso de los inversionistas habituales. En muchos de los escándalos que ha habido en el mercado de valores peruano –Argos, Trust, Abila & Calpe, etc.– los investigados han argumentado que los inversionistas supuestamente perjudicados no eran pequeños inversionistas sino inversionistas sofisticados. El argumento típico es que se trataba de inversionistas que participaban regularmente en el mercado de valores y que tenían años realizando inversiones de este tipo.

Resulta evidente que si una persona es inversionista regular en el mercado de valores, cuenta con la capacidad económica para invertir pero ¿acaso el hecho de que lleve años realizando inversiones en el mercado de valores realmente garantiza

que tenga el conocimiento necesario para ello? Es decir, una persona puede llevar décadas utilizando una tarjeta de crédito pero esto no necesariamente significa que sabe cómo funcionan las fechas de facturación, cuáles son los cargos y comisiones que se cobran o cuál es la diferencia entre comprar con crédito rotativo o por cuotas. Es más, normalmente no es el caso y el sistema no está diseñado bajo el supuesto de que el usuario –aun el usuario regular– deba entender esas cosas. ¿Por qué, entonces, asumir que un inversionista regular en el mercado de valores tiene conocimientos en materia de inversiones por el simple hecho de realizarlas?

La aplicación de las normas sobre oferta pública, por lo tanto, está basada en un análisis que supone un delicado equilibrio entre el número de destinatarios y el nivel de sofisticación de los destinatarios, e incluso el solo análisis del nivel de sofisticación de los destinatarios ya es una tarea suficientemente complicada.

Propondré un ejemplo final para ilustrar este punto.

En julio del año 2000, Telefónica S.A. planeaba poner en práctica un programa impulsado por su casa matriz denominado “Plan Global de Opciones sobre Acciones de Telefónica S.A.” o “Programa TIES”. El programa consistía en ofrecer a los trabajadores de Telefónica S.A. y sus afiliadas en todo el mundo la suscripción de determinado número de acciones y la posibilidad de recibir gratuitamente un número de opciones de compra sobre acciones adicionales, como parte de la remuneración variable que los participantes en el programa recibirían.

Preocupados de que esta distribución de acciones pudiera ser entendida como una oferta pública –se estimaba que, en el Perú, el programa estaría dirigido a 5.611 trabajadores, de los cuales 638 eran personal obrero– la empresa formuló una consulta a la entonces Conasev para dilucidar si tendrían que sujetarse al Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios.

La Conasev opinó que el Programa TIES no constituía una oferta pública por cuanto no había interés público. La Conasev concluyó que: (i) los destinatarios de la oferta tendrían acceso a la información relevante de la empresa por su propia posición dentro de ella, y (ii) la empresa no realizaba el Programa TIES con el objetivo de obtener el máximo beneficio posible por el precio de venta de las acciones sino con el objetivo de generar fidelidad por parte de sus trabajadores. Por estas razones, la Conasev concluyó que los destinatarios de la oferta no tenían necesidad de protección estatal y, por tanto, no había un interés público involucrado.

Lo curioso del caso es que estos hechos corresponden exactamente con uno de los más importantes precedentes sobre oferta pública en las cortes de los Estados Unidos. En el caso “Securities and Exchange Commission vs. Ralston Purina

Co.” (Corte Suprema de los Estados Unidos, 1953. 346 US. 119. 73 S. Ct. 981, 97 L.Ed. 1494)⁹, el regulador del mercado de valores de los Estados Unidos –la Securities and Exchange Commission– demandó judicialmente a la empresa para que se le ordene, como medida cautelar, la suspensión de una oferta que venía dirigiendo a un grupo de sus trabajadores.

Purina sostuvo que la oferta no podía ser considerada como “pública” porque no estaba dirigida a sus trabajadores en general –en cuyo caso, la empresa estaba de acuerdo en que se trataría de una oferta pública– sino que estaba dirigida a determinados “trabajadores clave”.

Al resolver el caso, la Corte Suprema de los Estados Unidos sostuvo que la Securities Act de 1933 debía ser aplicable a todas aquellas personas que tuvieran la necesidad de protección que otorgaba dicha ley. En tal sentido, la Corte señala que el concepto “trabajadores clave” propuesto por la empresa no estaba caracterizado por personas que tuvieran la sofisticación necesaria para evaluar la inversión. El concepto estaba referido más bien al liderazgo, influencia del trabajador, percepción por parte de la gerencia, etc. De este modo, un trabajador muy poco sofisticado podía ser destinatario de la oferta porque tenía liderazgo en su grupo de trabajo, su empleador pensaba que tenía potencial para hacer carrera en la empresa o era un ejemplo para sus compañeros.

Por estas razones, en el caso Purina, la Corte Suprema de los Estados Unidos declaró que la oferta realizada a los trabajadores era una oferta pública.

El punto de mi comparación entre el caso Telefónica y el caso Purina no es tratar de demostrar que el criterio adoptado por la Conasev fuera errado –aunque en realidad no estoy de acuerdo con él–, sino ilustrar cómo el criterio es tan elusivo y complejo que casos diferentes pueden tener distintos resultados de acuerdo con los criterios valorativos del regulador. Es más, el caso Purina es un precedente que declara que este tipo de ofertas constituyen una oferta pública, pero el caso fue resuelto en ese sentido por la Corte Suprema de los Estados Unidos luego de que las dos instancias inferiores habían resuelto en el sentido contrario. Difícilmente puede hablarse de un concepto sencillo de aplicar.

f. Los inversionistas institucionales

Un último punto que quisiera tratar en este trabajo es el de los inversionistas institucionales. La Ley del Mercado de Valores no contiene una definición de

⁹ Para ver la sentencia de la Corte Suprema, junto con un análisis de sus implicancias, véase Coffee y Sale (2012: 333-8).

inversionistas institucionales. Solo una enumeración de determinados individuos que deben ser tratados como tales. Por su parte, el Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios desarrolla un poco más el concepto en su Séptima Disposición Final. En esta norma, en adición a la enumeración de inversionistas institucionales contenida en la Ley, se consignan criterios objetivos –aunque exclusivamente patrimoniales– para evaluar si una persona natural o jurídica puede o no ser considerada como inversionista institucional.

Conceptualmente, los inversionistas institucionales son algo más que sofisticados. Los inversionistas institucionales son los inversionistas profesionales. Son aquellos que se dedican a realizar inversiones. En otras palabras, no solo tienen la capacidad económica y el conocimiento sino que, además, la realización de inversiones financieras es su actividad habitual. Además de ello –aunque esto no es parte de la “definición”–, los inversionistas institucionales en muchos casos reúnen el dinero de muchos otros inversionistas, con lo cual constituyen un mecanismo a través del cual los pequeños inversionistas pueden invertir profesionalmente. Así, más allá de que, dependiendo del esquema legal, los recursos que invierten puedan ser considerados como propios o de terceros, los bancos, los fondos mutuos o de inversión y las compañías de seguros, por ejemplo, invierten recursos que en realidad provienen de cientos, miles o incluso millones de inversionistas.

Siendo este el concepto, el Reglamento de de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios falla de manera importante al incluir criterios para calificar a un inversionista como institucional por el solo hecho de que tenga dinero. Así, la referida norma indica que se puede considerar inversionista institucional a una persona cuyo patrimonio neto individual o conyugal iguala o supera los S/. 2.000.000,00 y cuyos ingresos netos individuales o conyugales sean iguales o superiores a los S/. 750.000,00. Esto me parece un despropósito, puesto que contraría el concepto subyacente a toda la regulación.

5. A MODO DE CONCLUSIÓN

Supongo que todos los mercados están determinados por la situación económica de sus participantes. El mercado de valores no solamente es la excepción sino que probablemente es el ejemplo más claro de esta hipótesis.

Lo menciono porque es muy probable que el concepto de oferta pública no haya merecido la atención que debe en la regulación del mercado de valores peruana, como consecuencia de que, conceptualmente, en el Perú ha habido relativamente pocas ofertas “realmente” públicas. Me explico.

Como mencioné más arriba, el mercado de valores peruano empezó su real desarrollo fundamentalmente a partir de las reformas económicas y legales de inicios de la década de 1990. En ese momento, el país estaba tan deprimido económicamente que buscar “ahorro público” era prácticamente una utopía. El público simplemente no tenía ahorros. En consecuencia, si el nivel de ingresos de la población no permite que el ciudadano tenga ahorros y, por lo tanto, posibilidades de invertir, no tiene sentido dirigirse a ese público para buscar financiamiento.

A este hecho hay que sumarle el que en un –a mi criterio equivocado– intento de promover el mercado de valores (Guarniz 2003), el Estado Peruano estableció exoneraciones tributarias que solo beneficiaban a las ofertas públicas y no a las privadas.

Combinando estas dos circunstancias, el mercado de valores peruano ha estado lleno de ofertas formalmente dirigidas al público –y, por lo tanto, ofertas públicas en todo el sentido legal de la palabra– pero que en la realidad eran únicamente pensadas para que participen inversionistas institucionales. En este contexto, la posibilidad de que una persona se dirija al público en general a obtener recursos sin otorgarle la protección de las normas del mercado de valores era un riesgo bajo para el regulador: en el público no hay muchos recursos y las ofertas privadas no eran económicamente convenientes por el tema tributario.

Sin embargo, esto está cambiando. Afortunadamente, la situación económica en el Perú ha mejorado sustancial y sostenidamente desde inicios de la década de 1990 y ha renacido una clase media que cada vez crece más. Se empieza a generar el fenómeno de que el público en general pueda efectivamente tener ahorros y posibilidades de inversión. Por lo tanto, es mi opinión que conforme este fenómeno se siga afianzando, va a ser cada vez más importante tener una clara definición de cuáles son las circunstancias en las que la regulación tuitiva debe intervenir, puesto que en el futuro cercano la posibilidad del abuso puede convertirse en un riesgo bastante más real de lo que solía ser en los últimos años y, consecuentemente, la necesidad de protección y el interés público reclamarán acción por parte del Estado.

6. BIBLIOGRAFÍA

COFFEE, John y Hillary SALE
2012 *Securities Regulation. Cases and Materials*. 12^a ed. Nueva York: Foundation Press, pp. 333-8.

DE LA PUENTE Y LAVALLE, Manuel

2011 “Las cláusulas generales de contratación y la protección al consumidor”. En: *Themis*, 31, pp. 15-22.

1998 “Oferta al público”. En: *Themis*, 42, pp. 233-40.

1991a *El contrato en general*. Lima: Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú. Tomo 2, pp. 418.

1991b *El contrato en general*. Lima: Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú, pp. 148-9.

GUARNIZ IZQUIERDO, Antonio

2003 “La promoción del mercado de valores en el Perú”. En: *Ius et Veritas*, 26.

PAYET, José Antonio

1996 “Razones para regular el mercado de valores”. En: *Themis*, 33.

STIGLITZ, Rubén y Gabriel A. STIGLITZ

1994 *Defensa de los consumidores de productos y servicios*. Buenos Aires: La Rocca.

CATASTROPHE BONDS

CHRISTOPH A. KERN

1. INTRODUCTION

In today's highly populated world, natural phenomena as well as human behavior which in earlier times would have had only relatively limited consequences can easily develop into disasters harming millions of people and destroying valuable property. Suffice it to mention the 2005 hurricane Katrina, whose devastating consequences were not only due to the particular intensity of the storm, but also a consequence of adventurous zoning, or the terrible aftermath of the 2011 earthquake in Japan and the following tsunami which, combined with careless human behavior, brought about the nuclear catastrophe of Fukushima.

The unprecedented risks of our world and our lifestyle are particular acute with regard to mass events. Where hundreds of thousands of people come together on a small lot of land, e.g., on a square or an acre for an open-air festival or in a stadium, errors in the organization or terrorist attacks can have enormous effects. Sad illustrations for organizational deficiencies are frequent panics of pilgrims in Mecca or a similar panic on the 2010 "Love Parade", a techno festival, in the German town of Duisburg. An example for a terrorist attack is the bombing during the 1996 Olympic Summer Games in Atlanta.

Apart from the immediate harms to the visitors, a catastrophe during a mass event can also bring about enormous economic harm to the organizers, the sponsors and all the enterprises whose business depends on an undisturbed process of the event. To cover or at least attenuate these risks, the organizers of mass events traditionally bought insurance. However, after 9/11, insurance companies considerably raised the insurance premium for such event insurance

contracts, as the danger of terrorist attacks seemed to be much higher. This, in turn, made organizers think about another way of insuring the risks of mass events: catastrophe bonds. Depending on how it is structured, a catastrophe bond¹ offers the same protection as traditional insurance; and this often at lower costs, because it directly taps the capital markets. In the first half of 2012 alone, catastrophe bonds and insurance-linked bonds of over \$3.6 billion have been issued. According to observers, this is the second best first six months to the year this market has ever experienced (Artemis 2012b).

Using the example of the catastrophe bond issued to insure the 2006 soccer World Cup in Germany, this article aims at familiarizing the reader with some of the characteristic features of such bonds and the possibilities to modify the structure to adapt them to special circumstances. After a short history of catastrophe bonds, a presentation of their basic structure and a few words on the bond market, the article provides detailed information on the catastrophe bond insuring the 2006 soccer World Cup – a catastrophe bond which is particularly interesting, as it was the first to cover terrorism risk and the first to cover risk to a sports event. Previous bonds have been limited to traditional perils such as earthquakes, hurricanes, and windstorms (Freshfields Bruckhaus Deringer 2003-2004: 2). For a comprehensive understanding, the article first introduces the reader to the particularities of the 2006 soccer World Cup transaction as compared to other catastrophe bonds. It then describes in more detail the structure of the transaction. Thereafter, it focuses on the insurance of the protection buyers and the risk position of the investors. As both of them bear the credit risk of the special purpose entity that issued the bond, this risk is discussed in a separate part. Before concluding, the article makes some remarks on the rating of these particular catastrophe bonds.

2. HISTORY

The invention of catastrophe bonds would not have been possible without the bigger phenomenon of securitization (Cummins 2008: 23-5). Securitization² has

¹ Catastrophe Bonds (“cat bonds”) are also called “catastrophe-linked securities” or “insurance-linked securities”.

² Securitization can be described as “the sale of equity or debt instruments, representing ownership interests in, or secured by, a segregated, income-producing asset or pool of assets, in a transaction structured to reduce or reallocate certain risks inherent in owning or lending against the underlying assets and to ensure that such interests are more readily marketable and, thus, more liquid than ownership interests in and loans against the underlying assets.” (Shenker and Colletta 1991: 1369, 1374-5).

its origins in the mortgage pass-through certificates first issued by the Government Sponsored Entities active in the secondary mortgage market.³ Since the late 1980s, other assets than mortgages have successfully been securitized,⁴ and ever more complicated structures emerged. In the 1990s, “Synthetic Securitization” grew out of the marriage of Asset Backed Securities and financial derivatives.⁵ In a typical “funded” synthetic ABS transaction, the credit risk of a reference pool of assets is transferred to the issuer—and, consequently, to the bondholders—by means of a credit default swap (Bell and Dawson 2002: 549-50, 552-3). Investors in such ABS buy so-called credit-linked notes. From the invention of synthetic securitization it was only a small step to the development of catastrophe bonds (“cat bonds”), which actually are catastrophe-linked securities.

The first in the industry to use cat bonds were the reinsurers.⁶ In 1906, when an earthquake devastated California and caused damages of the then incredible amount of \$500 million, 1880 founded Munich Re did not go bankrupt. Today, however, even the largest reinsurers would hardly be able to withstand a comparable event.⁷ This is why many reinsurers have started to outsource such risks at least in part. For example, in 2001—nearly one century after its impressive performance in connection with the California earthquake—Munich Re transferred parts of its payment obligations in the case of natural disasters to the capital markets. If California were struck by a serious earthquake, the Munich Re Bond called Prime Capital CalQuake & Euro-Wind could be worthless overnight.⁸ Today, insurance and reinsurance companies are still the typical sponsors of catastrophe

³ The Government Sponsored Entities (GSEs) are GNMA (Government National Mortgage Association, “Ginnie Mae”), FNMA (Federal National Mortgage Association, “Fannie Mae”) and FHLMC (Federal Home Loan Mortgage Corporation, “Freddie Mac”). Mortgage backed securities were first issued in 1970 in a transaction sponsored by GNMA, *see, e.g.*, Bhattacharya and Fabozzi, eds. (1996); Tevis (1991: 135-1); Committee on Bankruptcy and Corporate Reorganization of The Association of the Bar of the City of New York (1995: 527-7).

⁴ The first known *asset* backed securities were issued in 1985, when the Sperry Lease Finance Corporation securitized receivables from computer leasing. *See, e.g.*, Kane (2001: 69-104).

⁵ On the first Collateral Loan Obligations *see* Federal Reserve Board (1999: 2); Basel Committee on Banking Supervision (2001: 25-8); Nolan (2002: 333-66); Bell and Dawson (2002: 541, 557-60); Kern (2004: 71-4).

⁶ On the history *see* Lundquist (1999: 799, 801-2) (noting that cat bonds originally were created in the wake of Hurricane Andrew).

⁷ *Cf.* Lundquist (1999: 803) (noting that reinsurance premiums increased to record levels after Hurricane Andrew); Scordis (2004: 489-95) (citing S&P studies according to which after 9/11, premium rates went up thirty to fifty percent, and the breadth of coverage has been coming down).

⁸ Hammer (2003); Munich Reinsurance Company (2001) (on file with author); Business Wire (2001) (noting that Fitch had assigned a BB rating to the catastrophe linked notes).

bonds and use such bonds to transfer catastrophic risks from their business book to the capital markets.⁹ The capital markets are not only many times larger and more liquid than the reinsurance market, but their investors may also find such investments attractive because of their lack of, or at the very least low, correlation with the risks of other investments.¹⁰

3. BASIC STRUCTURE OF A CATASTROPHE BOND TRANSACTION

Catastrophe bond transactions, which allow insurers to transfer parts of their risk to the capital markets, have become more and more common throughout the last years. Usually, the insurer, via a special purpose vehicle (SPV)¹¹, issues plain vanilla fixed or floating rate instruments with a maturity of one or more years. The SPV reinvests the proceeds of the sale of the securities typically in high-investment grade securities. Repayment of the principal is only due if none of the described risks—natural disasters like hurricanes, typhoons or earthquakes, or man-made disasters like terrorist attacks—materialized in the geographic region and during the period of time specified in the risk transfer agreement with the SPV and reiterated in the terms and conditions of the catastrophe-linked notes. If the specified catastrophic event occurs, the issuer is completely or partly freed of the obligation to repay the principal of the bonds. In the worst case, the notes become worthless.¹² In exchange for the increased risk, the bondholders are paid interest at rates that can be several basis points higher than the call money rate.¹³

⁹ Cf. the Catastrophe Bond & Insurance-Linked Securities Deal Directory provided by Artemis, available at <http://www.artemis.bm/deal_directory/> (last visited 29 July 2012); Moody's (2004: 2) (on file with author).

¹⁰ See, e.g., Lalonde (2005: 135-3); Cummins (2008: 27).

¹¹ In this context, the SPV is sometimes called Special Purpose Reinsurance Vehicle (SPRV), e.g., Rhee (2005: 435-501); Moody's (2004: 2); see also Lundquist (1999: 804) (using the expression "Special Purpose Reinsurance Company"); Cummins (2008: 26) ("Single Purpose Reinsurer", SPR). On the mechanism of the "protected cell", see McMillan (2001: 131-40); Frankel and LaPlume (2000: 203, 220-3).

¹² For more details, see, e.g., McMillan (2001: 140-1); Moody's (2004: 2-6); Rhee (2005: 502-3).

¹³ See, e.g., Munich Re (2001) (noting that the notes issued by PRIME Capital CalQuake & EuroWind Ltd. were priced at 750 basis points over LIBOR, and the notes issued by PRIME Capital Hurricane Ltd. were priced at 650 basis points over LIBOR).

4. THE CATASTROPHE BOND MARKET

To date, the volume of the cat bond market is still relatively small, as compared to the overall bond market. Nevertheless, it has grown considerably over the last years and can now be considered an established part of the bond market.¹⁴

Before the financial crisis, Moody's had rated a little more than forty cat bonds from end-1996 to January 2004 for a total of about \$6.2 billion in rated securities. Issuance of cat bonds had been stable at around \$1 billion per year until 2003, when the total of rated notes increased to about \$1.5 billion (Moody's 2004: 2). Despite a high investor interest, the expected rapid growth of the cat bond market¹⁵ did not occur as predicted. This was commonly attributed to four factors: (1) uncertainties as to the accounting treatment of special purpose reinsurance vehicles, (2) uncertainties as to the appropriate regulatory framework if securitizations are done onshore, (3) a lack of a "pass through" tax treatment or other tax incentives, and (4) an underdeveloped information market on natural catastrophes which limit the size of the investment community.¹⁶

Although these four factors have subsisted at least in part, in the years since 2005, however, the market has seen an important growth.¹⁷ This is even more remarkable as other segments of the bond market have, since then, suffered considerably under the consequences of the financial crisis (Wattman and Feig 2008). The 2011 earthquake in Japan affected only few catastrophe bonds (Zolkos 2011: 20; Mangat 2011: 8). In the first half of 2012 alone, the volume of newly issued catastrophe bonds and insurance-linked bonds amounted to more than half of the volume issued from end-1996 to January 2004 (Retkwa 2012; Schmutz and Dubinsky 2009: 30).¹⁸

¹⁴ For an overview of both the market and the literature, see Cummins and Weiss (2009: 493, 495-501).

¹⁵ *E.g.*, in 1999, Lundquist (1999: 811) concluded: "The future looks bright for insurance securitization."

¹⁶ For the U.S., see Rhee (2005: 505); see also McMillan (2001: 148 et seq.). The same is true for most European countries, *cf.* Trott and Jenkins (2003: 49-2) (focusing on regulatory issues). *But see* Cummins (2008: 42-5) (doubting that regulatory issues are really decisive); from another point of view, Rode *et al.* (2000: 111-3).

¹⁷ For statistical data, see Cummins (2008: 31 et seq.).

¹⁸ *Cf.* Artemis (2012b).

5. THE CATASTROPHE BOND INSURING THE 2006 SOCCER WORLD CUP

Before the background of this development, one may wonder whether the presentation and discussion of a transaction that took place with respect to an event in 2006 still is of interest. We believe it is. Not only was this transaction the first to cover terrorism risk and the first to cover risk to a sports event. It also served to insure one single event without participation of an insurer. Last but not least, the transaction was based on a factual situation which is very easy to imagine, and is therefore particularly appropriate to catch the reader's interest. This being said, let us now have a look at the background and then go into the details.

a. Background

The soccer World Cup, which takes place every fourth year, is said to be the world's most popular sporting event, with television audiences which surpass the viewing figures for all other sporting events, like the summer Olympic Games, the World Series and the Superbowl.¹⁹ In 2006, Germany hosted the soccer World Cup.²⁰ The organizer of the soccer World Cup is FIFA, what stands for Fédération Internationale de Football Association, the world governing body of association football.²¹ FIFA's gross revenues from the soccer World Cup represent more than 90% of FIFA's total revenue (Moody's 2004). This revenue stems from the sale of the right to broadcast the event, from marketing rights and other sources.

Some of FIFA's marketing partners require event cancellation insurance to secure the repayment of prepaid amounts. Traditionally, FIFA bought "standard" event insurance contracts. However, after 9/11, insurers for the 2002 soccer World Cup in Japan and Korea withdrew from the cancellation insurance policy. This put FIFA in a very difficult and awkward situation.²² FIFA then decided that any future protection should be immune from this risk. Regarding the 2006 soccer World Cup, the premiums insurance companies wanted to charge for such protection were deemed too high by FIFA. FIFA therefore decided to have resort to a catastrophe bond.²³

¹⁹ Moody's (2003: 1) (on file with author).

²⁰ See generally FIFA World Cup™ 2006; for the 2006 soccer World Cup, see FIFA World Cup Germany™ 2006.

²¹ Cf. FIFA Statutes Art. 2: "The objectives of FIFA are: ... (b) to organise its own international competitions; ..."; see also Art. 34(1)(c), 37.

²² See, e.g., BBC 2001; World Cup Soccer and Global Football Information 2002.

²³ FIFA (2003) (on file with author); N.N. (2003); Thomas (2003: 727-53) (noting that the primary benefit of catastrophe bonds is that such bonds directly respond to the unwillingness of reinsurers to cover terrorism risk).

b. Particularities as Compared to Insurer-Sponsored Catastrophe Bonds

The 2006 soccer World Cup Catastrophe Bond transaction was special in at least two respects.²⁴ First, the risk insured was very precisely defined and relatively limited: Cancellation of the soccer World Cup. Second, the transaction was not sponsored by an insurance or reinsurance company, intending to transfer some of its own financial risk if a specified event that would have a negative impact on the insurer's business occurs. Rather, in the case at issue, it was the entity in need of insurance itself, the potential insurance purchaser, which sponsored the transaction. In such a structure, the insurance company as an intermediary has been eliminated.

Economically, the elimination of the insurer as an intermediary in a single event insurance situation makes sense: In such transactions, there is no need for a pooling. By contrast, a traditional insurer-sponsored catastrophe bond typically covers the insurer's financial risk from a big number of insurance contracts. Only the pooled risk of all the insurance contracts is big enough to make the effort of structuring a cat bond transaction worthwhile; the ordinary individual policyholder could never issue a bond on its own. In addition to this scale-related aspect, normally, the intermediary is also necessary to allow a definition of the risk born by the issuer in general terms, e.g. "Earthquake in California of at least 4 on the Richter scale", without regard to the loss an individual policyholder might experience.²⁵ In the FIFA transaction, in contrast, the risk is unique, so that there

²⁴ The description of the transaction is mostly based on Moody's *Pre-Sale Report* (2003). The author is grateful to Ronnie Wheeler, Moody's Investors Service - Client Service Desk Representative for providing him with this report. The pre-sale report addresses the structure and characteristics of the transaction based on the information provided to Moody's as of August 29, 2003. Therefore, certain issues in the actual transaction may be different from what is described herein. The present article simplifies the structure. For example, the article does not deal with the feature of different classes of notes (class A notes and class B notes). Errors are the author's alone. *See also* Trott and Jenkins (2003).

²⁵ *Cf.* Lundquist (1999: 802) (noting that a principal write-down under earthquake cat bonds usually is triggered by an earthquake reaching a certain magnitude on an index or based on actual losses). Moody's (2004: 3-6) distinguishes four classes of cat bonds according to their loss triggers: parametric losses, modeled portfolio losses, index losses, and indemnity losses. In *parametric transactions*, the triggering event is the magnitude of a certain parameter (e.g., magnitude of an earthquake). In *modeled portfolio loss transactions*, the payout to the protection buyer (and, consequently, the losses to the investors in the securities) is based on a model analysis of a synthetic portfolio of assets exposed to the peril covered. This synthetic portfolio is used as a proxy to the sponsor's exposure in its book of business. In order to minimize its basic risk, the sponsor defines the synthetic portfolio as close as possible to its actual book of business. In *index-based transactions*, the payout is tied to industry-wide losses caused by the qualified event. In certain cases, the payout

is no question of pooling and no need of an intermediary for abstracting from the individual losses. This and the fact that the insured risk is of a scale that allows the efficient structuring of a cat bond, furnish an explanation for the economic logic behind the elimination of the intermediary.

Transactions of this type are of course only available for large-scale risks of major companies. A comparable transaction was used by Oriental Land Co. (“Oriental”), which operates Tokyo Disneyland. Oriental wanted to issue a catastrophe bond in order to hedge the risk that a large earthquake might strike close to Tokyo Disneyland, which is six miles outside Tokyo. In the event of an earthquake in the vicinity of the park, the issuer would not be required to repay an amount of principal ranging from 25% to 100%, depending on the size of the earthquake and how far away from the park the earthquake was (Freeman 2004: 884; Asian Times Online 1999).²⁶ The bonds matured in 2004, and from then on, Oriental has been using other means of insuring the earthquake risk (Oriental Land Company Ltd 2011).

c. Transaction Structure

In spite of these particularities, the soccer World Cup cat bond had much in common with traditional cat bond or insurance securitization transactions.²⁷ It was structured as follows: FIFA “transferred” the cancellation risk to the issuer, a special purpose vehicle called Golden Goal Finance Ltd. (“Golden Goal”). This “transfer” was effectuated by way of a derivative contract, the Transfer Agreement, between FIFA and Golden Goal. The Transfer Agreement was designed to permit FIFA to insure, through Golden Goal, for the account of FIFA’s marketing partners (the “Protection Buyers”), the losses they could suffer should the 2006 soccer World Cup be cancelled. FIFA paid a fixed-rate premium to Golden Goal for the reinsurance.²⁸ For the same reasons as under U.S. law – i.e., mainly tax and insurance

is tied directly to the actual insurance payments or losses made by the sponsor. However, Moody’s notes that such *indemnity loss transactions* have apparently fallen out of favor. *See also* Trott and Jenkins (2003: 49) (distinguishing between book-of-business structures, index-linked or synthetic structures, and parametric structures); Cummins (2008: 27-8) (distinguishing industry loss indices, modeled loss indices, and parametric indices).

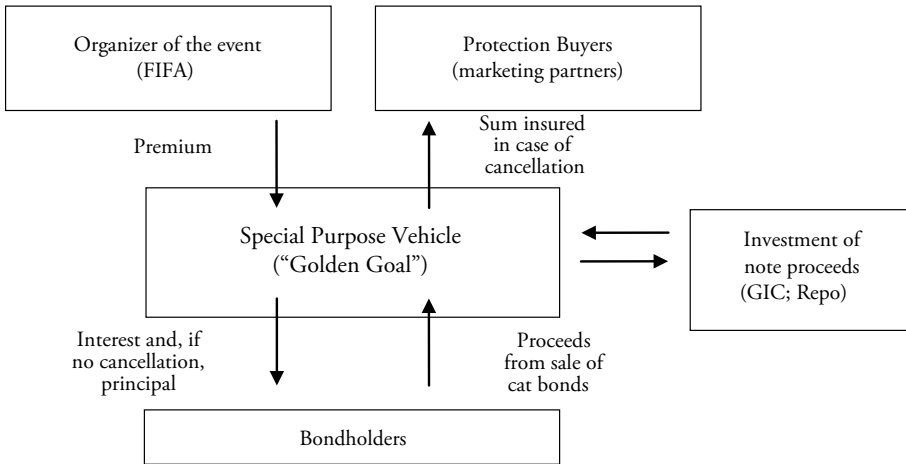
²⁶ *See also* Cummins (2008: 26).

²⁷ For a description, *see, e.g.*, Lundquist (1999: 804-6).

²⁸ This premium, together with any earnings of the investment of the sale proceeds under the reverse repo or the GIC, is used to pay Golden Goal’s expenses as well as interest on the cat bonds to investors. This is a typical feature of cat bond transactions; *see* Lundquist (1999: 805).

law considerations —,²⁹ Golden Goal was an offshore vehicle, incorporated neither in Germany nor in the U.K. or Switzerland, but on the Channel Island Jersey.

Golden Goal sold different classes of notes to the bondholders and invested the proceeds of the notes sale with a reverse repo transaction or in a GIC. The bondholders' claim for repayment of principal was contingent, for if the 2006 soccer World Cup had been cancelled, they would not have been repaid the principal, but the issuer's assets would have been liquidated and the proceeds would have been paid to the Protection Buyers.³⁰



²⁹ See Rhee (2005: 501) with note 321 (noting that SPRVs are typically incorporated in the Cayman Islands or Bermuda); Lundquist (1999: 804); Trott and Jenkins (2003: 49, 51-52) (noting that depending on the domicile of the debt securities issuer and the nature of the instruments, it may be that an investor will itself be deemed to be an insurer); Miller (2002: 481, 557-9); Kempe (1998), at D-6 (noting that "Bermuda, Cayman, Guernsey and the Isle of Man, among others, are renowned for their insurance industries. Bermuda is the third largest insurance market outside London and New York.").

³⁰ According to the transaction documents, it was up to FIFA to nominate the Protection Buyers. However, FIFA itself could not be named as a Protection Buyer. The reason behind this requirement was that if FIFA could itself receive the amount of the protection, this could be an incentive for FIFA to cancel the World Cup. The importance of this requirement becomes clear if one takes into account that it was in FIFA's discretion to cancel the event. For this reason, FIFA had made several Representations and Covenants in the transaction documentation, which were designed to ensure that FIFA was able and attempted whatever possible to stage the event (see Moody's 2003: 7). More importantly, there were strong financial incentives for FIFA not to cancel the event without good cause; see Moody's (2003: 1, 8).

d. Position of the Protection Buyers

As a consequence of the terms of their contractual relationship with FIFA, the marketing partners would have had a claim against FIFA in case of cancellation. However, the loss of revenue as well as the liability in case of cancellation might have caused FIFA's insolvency. Therefore, the marketing partners wanted this claim to be insured. Under the catastrophe bonds, FIFA's marketing partners would have received the sum insured from the Special Purpose Vehicle if and only if the Settlement Criteria had been met. The first criterion was, of course, the cancellation of 2006 soccer World Cup. However, FIFA would have been allowed to cancel the event only if several requirements had been met. The two most important requirements were the following: If the event had not been completed by 9 July 2006, FIFA would have been obliged to attempt completion in Germany on or before 31st August 2007. If completion in Germany had not been possible, FIFA would have been obliged to attempt relocation to another State and completion on or before 31st August 2007. In addition, the Protection Buyers would have received nothing if the cancellation had been the consequence of certain clearly defined circumstances, inter alia, a bankruptcy of FIFA or the national Organization Association; a radioactive contamination in excess of 1000 square kilometers within Germany, unless caused by an Act of Terrorism;³¹ a boycott or a war;³² unavailability of the necessary stadia in which the event had to be staged at a certain date. Moreover, certain procedural requirements would have had to be met.

The protection FIFA's marketing partners got from this transaction involved several particularities: They had no claim against a highly rated and supervised insurance company, but only a claim against the Special Purpose Vehicle which had issued the catastrophe bonds. Consequently, the Protection Buyers bore the credit risk of the Special Purpose Vehicle – a risk that we will analyze more closely after having discussed the position of the bondholders.

³¹ Act of Terrorism was defined as “any act or acts of one or more persons, whether or not agents of a sovereign power, for political, religious, ideological or similar purposes including the intention to influence any government and/or the public, or any section of the public and whether the loss or damage resulting there from is accidental or intentional.”

³² Boycott was defined to mean “(i) the teams of four or more national associations that had qualified to play in the 2006 FIFA World Cup™ withdraw prior to, or are excluded or are eliminated from playing in, the 2006 FIFA World Cup™ for any reason whatsoever and are not replaced by FIFA, or (ii) through the actions of the teams of four or more national associations that had qualified to play in the 2006 FIFA World Cup™, scheduled matches cannot take place or be played in their entirety.”

e. Position of the Bondholders

The bondholders' risk mirrored the insurance of the marketing partners as protection buyers. Actually, the bondholders were paid back their principal in full on 30th September 2006, as the 2006 soccer World Cup had taken place as scheduled. They would have been paid back at the latest in December 2009 if the event had been completed only in 2007. They would have lost their original principal amount if between 1st January 2006 and 31st August 2007, the event was finally cancelled. In any case, having a claim for the payment of principal and interest against the Special Purpose Vehicle as issuer, the bondholders also bore the credit risk of the Special Purpose Vehicle.

f. Credit Risk of the Special Purpose Vehicle

We have seen that both the marketing partners as protection buyers and the bondholders bore the credit risk of the Special Purpose Vehicle, Golden Goal Ltd. On the one hand, a special purpose vehicle is not a highly rated and supervised insurance company, working on the traditional and well-tested concept of diversification of risks.³³ On the other hand, however, as the term special purpose vehicle implies, this entity is not engaged in any ordinary business; rather, it is a mere "legal shell" whose only activities consist in issuing the catastrophe bonds, collecting the proceeds from the sale of the bonds, investing the proceeds – in our case, in eligible securities with a reverse repo transaction or in a GIC (Guaranteed Investment Contract)³⁴ – and paying out interest to the bondholders, and the liquidation value of its investment to the bondholders – in our case, 25% in December 2005 and either (again) the noteholders (remaining 75%) – or the protection buyers depending on whether or not the insured event occurred – in our case, depending on whether or not the 2006 soccer World Cup was cancelled.

It follows that a special purpose vehicle is not engaged in any risky business activity; it has no employees and no physical plant; its only assets are the proceeds

³³ Cf. Lakdawalla and Zanjani (2012: 449-50).

³⁴ "GIC" is the abbreviation for "Guaranteed Investment Contract". The definition of a GIC varies. In 1995, the Arizona legislature defined the term "Guaranteed Investment Contract" as "an investment contract, funding agreement or guaranteed interest contract in which an insurance company agrees to guarantee a fixed or variable rate of interest or a future payment that is based on an index or any other similar criteria and that is payable at a predetermined date on monies that are deposited with the insurance company without regard to the continuance of human life." A.R.S. § 20-208 (Supp. 1995).

from the sale of the bonds or the assets in which the proceeds are invested; and its only liabilities are the (contingent) claim of the protection buyers if the insured event occurs – in our case, the cancellation of the 2006 soccer World Cup – and the respective claims of the investors.

In all transactions involving a special purpose vehicle, one should consider two particular risks:³⁵ the risk of substantive consolidation³⁶ and the risk of recharacterization (Pantaleo *et al.* 1996: 159, 160-2; Mancini 1993: 873, 885 *et seq.*; Plank 1991: 287-311). (Lahny IV: 818 *et seq.*). In the transaction at issue, the only substantive consolidation to be considered was substantive consolidation with FIFA. However, this would have presupposed the insolvency of FIFA and a court finding that the creditors of FIFA should have access to the assets of the Special Purpose Vehicle. As the assets of the Special Purpose Vehicle did not stem directly from FIFA—a feature that is different from traditional ABS transactions (Frankel and LaPlume 2000: 210)—this risk could be considered very small. In addition, FIFA insolvency was an “excluded event”, as mentioned above. This meant that if FIFA had become insolvent at any time during the process, investors would have received 100% of their principal back (Trott and Jenkins 2003: 50).

Recharacterization is an important problem in traditional “funded” ABS transactions, where the originator transfers assets to the SPV. The crucial question there is: Sale or Secured Loan? In our transaction, however, there was no such transfer of assets from FIFA to the Special Purpose Vehicle. Consequently, there was no recharacterization risk. It follows that the Special Purpose Vehicle was bankruptcy remote, *i.e.*, its creditors (Protection Buyers and investors) bore only the risk of losses in the Special Purpose Vehicle’s assets.

The risk of losses in the Special Purpose Vehicles assets, in turn, can be significant, as the financial crisis spurred by the reckless pricing of mortgage loans in the U.S. has shown. In our case, however, it was very small – which it should always be in cat bond transactions. Originally, the only asset of the Special Purpose Vehicle was cash stemming from the sale of the bonds to the investors. The Special Purpose Vehicle invested the proceeds from the sale in certain securities specified

³⁵ See generally Kern (2004: 215 *et seq.*) (discussing the various risks of ABS transactions which use an SPV structure).

³⁶ Cf. *In re Auto-Train Corp., Inc.*, 810 F.2d 270, 276 (D.C. Cir., Jan. 30, 1987); *In re Continental Vending Mach. Corp.*, 517 F.2d 997, 1000 (2d Cir., June, 5, 1975); *Chemical Bank New York Trust Co. v. Kheel*, 369 F.2d 845, 847 (2d Cir., Dec. 2, 1966); *In re Augie/Restivo Baking Corp., Ltd.*, 860 F.2d 515, 518 (2d Cir., Oct. 24, 1988); *Eastgroup Properties v. Southern Motel Ass’n, Ltd.*, 935 F.2d 245, 248 (11th Cir., July 11, 1991); Kors (1998: 381-451); Lahny IV (2001: 815-59 *et seq.*).

in the transaction documents (“Eligible Securities”) or in GIC accounts. As the investment in securities normally entails market risk, the Special Purpose Vehicle in our case had to hedge this risk if it wanted to invest in securities by entering in reverse repo transactions with a repo counterparty. In these repo transactions, the repo counterparty had to agree to repurchase the securities at a higher price at a specific future date. As for the securities, there were no eligibility criteria if the repo counterparty had a rating of Prime-1/A1; if the repo counterparty had a rating of Prime-1/A2, the Special Purpose Vehicle was obliged to invest only in cash or cash equivalents. At any rate, the transaction documents required that the repo counterparty have a minimum rating of Prime-1/A2; if the Special Purpose Vehicle had found no suitable repo counterparty, it would have been obliged to deposit the cash proceeds into GIC accounts.³⁷ In that case or if Golden Goal had initially invested in GIC accounts, there was a requirement that the GIC provider have a minimum rating of Prime-1/A2.³⁸

6. THE RATING OF CAT BONDS

Ratings of catastrophe bonds, like ratings of any other bonds, address all required interest and principal payments to be ultimately received, as provided for by the governing documents of a transaction. In other words, ratings are based on the probability and amount of loss investors might ultimately experience (Moody’s 2004: 1, 6). However, the rating of catastrophe bonds involves important particularities, for the likelihood that a given catastrophe will occur as well as the likely severity of losses to investors resulting from such catastrophe have to be taken into account. Critical observers think that the rating of catastrophe bonds causes rating agencies considerable difficulties (Partnoy 1999: 619, 674-5). From this background, it is interesting to note that Standard&Poor’s refused to rate the Golden Goal Finance Ltd. Transaction (Woo 2004: 6; The Congress of the United States, Congressional Budget Office [hereafter CBO] 2005: 24). Moody’s rating of the class A notes was A3 (Moody’s 2005) (on file with author).

³⁷ The rating requirement for the repo counterparty was set up to address the risk that in case of a decrease in market value of the securities, the Special Purpose Vehicle would have born the full exposure to the credit risk of the repo counterparty.

³⁸ Similarly as with regard to the repo counterparty, this rating requirement was set up to address the credit risk of the GIC provider. It was even more important, as the money was directly deposited with the GIC provider and there were no securities that could have been sold.

Most parts of the structure of a catastrophe bond transaction can be rated as if it were a normal structured finance transaction, because they do not differ from traditional asset-backed securities transactions (e.g., the overall transaction structure, the bankruptcy remoteness and the credit risk of the Special Purpose Vehicle, the credit risk of the other intermediaries involved in the transaction). Even natural hazards, in particular cancellation because of an earthquake, flood, storm etc., are nowadays seen as not being too difficult to assess. Some firms have successfully specialized in such risk assessments.³⁹

By contrast, it is extremely problematic to estimate terrorism risk and to use such estimates in the rating process of the respective catastrophe bonds.⁴⁰ According to a 2005 CBO paper, the spread of those estimates was more than twice the usual spread of estimated risks for natural disasters, reflecting the greater uncertainty of terrorism risk (CBO 2005).⁴¹ Moody's had developed a methodology for rating catastrophe bonds (Moody's 2004: 6-9), pursuant to which it evaluated independently the models used by the catastrophe-modelling firms.⁴²

Again, our catastrophe bond insuring the 2006 soccer World Cup is an informative example. To assess the terrorism risk for this transaction, Moody's employed a decision tree approach, similar to that provided by the risk-modelling firm RMS (Moody's 2003: 11).⁴³ Event-trees are widely used in probabilistic risk analyses of critical industrial facilities.

In a first decision tree, Moody's asked how likely it was that the 2006 soccer World Cup in Germany was a terrorist target. It considered the risk of the soccer World Cup as compared to other sporting events, the question of whether logistical resources for terrorists generally and in Germany are important, whether an interdiction of a terrorist attack due to prior intelligence was probable, and

³⁹ There are firms which have specialized in developing models to assess the risk to which cat bond investors are exposed; inter alia Applied Insurance Research (AIR), based in Boston; EQE International, Inc. (EQECAT), based in Oakland, California; and Risk Management Solutions, Inc. (RMS), based in Newark, California.

⁴⁰ For an overview of terrorism risk assessment practices and tools used in the insurance industry (AIR Worldwide Corporation 2005) (on file with author).

⁴¹ See also Woo (2004).

⁴² For the Golden Goal transaction, RMS performed the risk analysis; see Risk Management Solutions (RMS) 2003 (on file with author).

⁴³ The RMS report was based on game theory, which suggests that the targets of future attacks and likelihood of success can be modelled by understanding the operational and behavioural characteristics of terrorist operations; see Trott and Jenkins (2003: 51).

whether an attack would have such damaging effects that FIFA would have cancelled the entire 2006 soccer World Cup.

In a second decision tree, Moody's investigated the possibility of an act of terrorism affecting the 2006 soccer World Cup, taking into account historical data of other sporting events during or before which terrorist attacks or even acts of war occurred. On a first level, it came to the conclusion that the risk of a terrorist attack during the 2006 World Cup in Germany was rather low, as Germany is not a prime terrorist target and security would be high. It then derived from the events that occurred shortly before the 1998 World Cup in France that there was a considerable possibility of prior intelligence of a terrorist attack. The risk that an attack be successful was regarded as low. Finally, Moody's took into account that in the past, sporting events were cancelled or postponed only very rarely even when acts of terrorism occurred.

Moody's therefore concluded that it "has gained comfort that the steps required to be completed before affecting the event seem consistent with the ratings that [it has] assigned to the notes." (Moody's 2003: 10). This is an interesting formulation, because it implies—or at least suggests to imply—that Moody's in a first step rated the notes without considering the terrorism risk and then asked whether this rating was consistent with the fact that also a cancellation due to terrorist acts is to be insured. It is hard to say whether such an approach could have any influence on the assessment of the overall amount of risk by the rating agency. Does the "consistency" test tend to be less severe than a traditional rating? Or is it just an expression of the difficulty of rating man-made risk? On the merits, however, the result—a comparatively low risk of complete cancellation due to a terrorist attack—seemed to be plausible, and fortunately was proven correct by reality.

7. CONCLUSION

It has often been said that in the last decades, the distinctions between the various forms of financial transactions have blurred. Catastrophe bonds are a fascinating example of how innovative structured finance transactions can offer an alternative to traditional financial products like insurance (Cummins 2005: 187-222).⁴⁴ Of course, catastrophe risks do by no means disappear if they are insured by bonds. It is crucial that rating agencies, but first and foremost the investors in the

⁴⁴ See generally Cummins and Weiss (2009: 493-5).

bonds correctly assess the risk and, insofar as the investors are concerned, their capability to cope with a complete loss of their investment. Then, and only then, catastrophe bonds may help to protect the economy in coping with the ever-increasing risks of our modern world.

8. BIBLIOGRAPHY

AIR WORLDWIDE CORPORATION

2005 “Terrorism Risk Assessment: Best Practices for Insurers and Reinsurers”.

ARTEMIS

2012a “The Catastrophe Bond & Insurance”. In: *Linked Securities Deal Directory*. Last visited: 29/07/12. <http://www.artemis.bm/deal_directory>.

2012b “Catastrophe Bond Notional Volume in the First-Half of 2012 Upsized by 56%”. In: *Artemis*. July 27, 2012. Last visited: 29/07/2012. <<http://www.artemis.bm/blog/2012/07/27/catastrophe-bond-notional-volume-in-the-first-half-of-2012-up-sized-by-56/>>.

ASIAN TIMES ONLINE

1999 “Tokio Disneyland Operator to Sell \$200m in Earthquake Bonds”.

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION

2001 “Consultative Document: Asset Securitisation”. Annex 1.

BBC SPORT

2002 “World Cup Soccer and Global Football Information – Soccerphile”. In: *Insurance Bombshell Threatens World Cup*. Last visited: 29/07/2012. <<http://www.soccerphile.com/soccerphile/archives/wc2002/ne/ar/ib.html>>.

2001 “FIFA Finds New Cover”. In: *BBC Sport*. October 29, 2001. Last visited: 10/2001. <http://news.bbc.co.uk/sport1/hi/football/world_cup_2002/1626598.stm>.

BELL, Ian and Petrina DAWSON

2002 “Synthetic Securitization: Use of Derivative Technology for Credit Transfer”. In: *Duke Journal of Comparative & International Law*, vol. 12, pp. 541-61.

BHATTACHARYA, Anand and Frank FABOZZI

1996 “The Expanding Frontiers of Asset Securitization”. In: *Asset Backed Securities* 1, 3.

BUSINESS WIRE

2001 “Fitch Rates Prime Capital Catastrophe Linked Notes”. In: *Business Wire*. January 26, 2001. Last visited: 29/07/2012. <<http://www.thefreelibrary.com/Fitch+Rates+PRIME+Capital+Catastrophe-Linked+Notes.-a069553889>>.

COMMITTEE ON BANKRUPTCY AND CORPORATE REORGANIZATION OF
THE ASSOCIATION OF THE BAR OF THE CITY OF NEW YORK

1995 “Structured Financing Techniques”. In: *Business Lawyer*, vol. 50, pp. 527-606.

CUMMINS, J. David

2008 “CAT Bonds and Other Risk-Linked Securities: State of the Market and Recent Developments”. In: *Risk Management and Insurance Review*, vol. 11, pp. 23-47.

2005 “Convergence in Wholesale Financial Services: Reinsurance and Investment Banking”. In: *The Geneva Papers*, N° 30, pp. 187-222.

CUMMINS, J. David and Mary A. WEISS

2009 “Convergence of Insurance and Financial Markets: Hybrid and Securitized Risk-Transfer Solutions”. In: *Journal of Risk and Insurance*, vol. 76, pp. 493-545.

FEDERAL RESERVE BOARD (FRB)

1999 “Capital Treatment for Synthetic Collateralized Loan Obligations”. In: *SR Letter 99-32*, pp. 2, November 15, 1999. Last visited: 29/07/2012. <<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/srletters/1999/sr9932a1.pdf>>.

FIFA

2011 *FIFA Statutes*. Last visited: 29/07/2012. <http://www.fifa.com/mm/document/affederation/generic/01/48/60/05/fifastatuten2011_e.pdf>.

2006a FIFA World Cup. <<http://www.fifa.com/aboutfifa/worldcup/index.html>>.

2006b “FIFA World Cup Germany”. Last visited: 29/07/2012. <<http://www.fifa.com/worldcup/archive/germany2006/index.html>>.

2003 *Media Information 2003-0088-CapitalMarket-E*.

FRANKEL, Tamar and Joseph W. LAPLUME

2000 “Securitizing Insurance Risks”. In: *Annual Review of Banking Law*, vol. 19, pp. 203-226.

FREEMAN, Louis S.

2004 “Tax Consequences of Business and Investment-Driven Uses of Financial Products”. In: *637 PLI/Tax*, pp. 707-884.

FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER

2003-2004 *Structured Finance News winter*, pp. 2

2003 “Freshfields Cheers World Cup Bond”. In: *International Financial Law Review*, vol. 22, N° 10.

HAMMER, Thomas

2003 “Wette auf den großen Sturm”. In: *Die Zeit*, N° 49. November 27, 2003. Last visited: 29/07/2012. <http://www.zeit.de/2003/49/G-Katastr_-Anleihen?page=all>.

KANE, Mary E.

2001 “An Introduction to the Asset-Backed Securities Market”. In: HAYRE, Lakhbir (ed.). *Salomon Smith Barney Guide To Mortgage-Backed and Asset-Backed Securities*, pp. 69-104.

KEMPE, Diana

1998 “The Role of Offshore Jurisdictions in International Finance”. In: *ABA Center for Continuing Legal Educ.*

KERN, Christoph

2004 *Die Sicherheit gedeckter Wertpapiere.*

KORS, Mary Elisabeth

1998 “Altered Egos: Deciphering Substantive Consolidation”. In: *University of Pittsburgh Law Review*, vol. 59, pp. 381-451.

LAHNY IV, Peter J.

2001 “Asset Securitization: A Discussion of the Traditional Bankruptcy Attacks and an Analysis of the Next Potential Attack, Substantive Consolidation”. In: *9 American Bankruptcy Institute Law Review*, pp. 815-85.

LAKDAWALLA, Darius and George ZANJANI

2012 “Catastrophe Bonds, Reinsurance, and the Optimal Collateralization of Risk Transfer”. In: *Journal of Risk and Insurance*, vol. 79, pp. 449-76.

LALONDE, David

2005 “Risk Financing”. In: GROSSI Patricia and Howard KUNREUTHER (eds.). *Catastrophe Modeling: A New Approach to Managing Risk*, pp. 135-64.

LUNDQUIST, Bertil

1999 “Catastrophe Bonds as a Method of Securitizing Insurance Risk”. In: *797 PLII Comm*, pp. 799-813.

MANCINI, Peter L.

1993 “Bankruptcy and the UCC as Applied to Securitization: Characterizing a Mortgage Loan Transfer as a Sale or a Secured Loan”. In: *Boston University Law Review*, vol. 73, pp. 873-95.

MANGAT, Joti

2011 “Japan: Catastrophe Bonds Dodge Quake Payout”. In: *Euromoney*, vol. 41, N° 504, p. 8.

McMILLAN, Todd V.

2001 “Securitization and the Catastrophe Bond: A Transactional Integration of Industries Through a Capacity-Enhancing Product of Risk Management”. In: *Connecticut Insurance Law Journal*, vol. 8, pp. 131-78.

MILLER, David S.

- 2002 “Distinguishing Risk: The Disparate Tax Treatment of Insurance and Financial Contracts in a Converging Marketplace”. In: *The Tax Lawyer*, vol. 55, pp. 481-584.

MOODY’S

- 2005 “Golden Goal Finance Limited, Current Rating List of 30 October 2005”.
2004 “Moody’s Approach to Rating Catastrophe Bonds Updated”.
2003 *Pre-Sale Report Golden Goal Finance Ltd.*

MUNICH REINSURANCE COMPANY

- 2001 “US\$ 300m Catastrophe Bonds for US and European Peak Risks Placed in the Capital Markets / Munich Re Diversifies Its Own Risk Management”. Press Release, 25 January 2001.

N.N.

- 2003 “Freshfields Cheers World Cup Bond”. In: *International Financial Law Review*, vol. 22, p. 10.

NOLAN, Anthony R.G.

- 2002 “Synthetic CLOs and Traditional Asset Securitizations: Legal and Regulatory Issues for Banks”. In: *843 PLI/Comm*, pp. 333–366.

ORIENTAL LAND COMPANY Ltd.

- 2011 “Announcement of Earthquake Risk Countermeasure Financing”. Last visited: 29/07/2012. <http://www.olc.co.jp/wpamu/wp-content/blogs.dir/71/files/2011/09/20110930_01e.pdf>.

PANTALEO, Peter et al.

- 1996 “Rethinking the Role of Recourse in the Sale of Financial Assets”. In: *Business Lawyer*, vol. 52, pp. 159-98.

PARTNOY, Frank

- 1999 “The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies”. In: *Washington University Law Review*, vol. 77, pp. 619-712.

PLANK, Thomas E.

- 1991 “The True Sale of Assets and the Role of Recourse”. In: *George Mason Law Review*, vol. 14, pp. 287-346.

RETKWA, Rosalyn

- 2012 “Catastrophe Bonds Could Break \$5 Billion Mark This Year”. In: *Institutional Investor*, vol. 46, p. 54.

RHEE, Robert J.

- 2005 "Terrorism-Risk in a Post-9/11 Economy: The Convergence of Capital Markets, Insurance, and Government Action". In: *Arizona State Law Journal*, vol. 37, pp. 435-533.

RISK MANAGEMENT SOLUTIONS (RMS)

- 2003 "RMS Performs Risk Analysis for Securitization Covering Cancellation of the 2006 FIFA World Cup". In: *Insurance Journal*. October 8, 2003. Last visited: 29/07/2012. <<http://www.insurancejournal.com/news/international/2003/10/09/33031.htm>>.

RODE, David; Baruch FISCHHOFF and Paul FISCHBECK

- 2000 "Catastrophic Risk and Securities Design". In: *Journal of Psychology and Financial Markets*, vol. 1, pp. 111-26.

SCHMUTZ, Marcus and William DUBINSKY

- 2009 "Economic Turmoil Does Not Alter Value for Catastrophe Bonds Over Long Term". In: *National Underwriter*, pp. 14, 30.

SCORDIS, Nicos A.

- 2004 "Financing the Impact of Terrorism: Can Insurers Cope?". In: *St. John's Journal of Legal Commentary*, vol. 18, pp. 489-96.

SHENKER, Joseph C. and Anthony J. COLLETTA

- 1991 "Asset Securitization: Evolution, Current Issues and New Frontiers". In: *Texas Law Review*, vol. 69, pp. 1369-429.

TEVIS, Jeffrey B.

- 1991 "Asset-Backed Securities: Secondary Market Implications of SEC Rule 144A and Regulation S". In: *Pacific Law Journal*, vol. 23, pp. 135-222.

THE CONGRESS OF THE UNITED STATES, CONGRESSIONAL BUDGET OFFICE

- 2005 *Federal Terrorism Reinsurance: An Update*. 24 January 2005. Last visited: 29/07/2012. <<http://www.cbo.gov/ftpdocs/60xx/doc6049/01-05-Terrorism.pdf>>.

THOMAS, Jeffrey

- 2003 "Insurance Implications of September 11 and Possible Responses". In: *Urban Lawyer*, vol. 34, pp. 727-53.

TROTT, David and Grant JENKINS

- 2003 "How FIFA Sold Terrorist Risk to the Capital Markets". In: *International Financial Law Review*, pp. 49-52.

WATTMAN, Malcolm P. and Matthew FEIG

2008 “The Credit Crisis and Insurance-Linked Securities: No Catastrophe for Catastrophe Bonds”. In: *The Journal of Structured Finance*, vol. 14, pp. 80-5.

WOO, Gordon

2004 “A Catastrophe Bond Niche: Multiple Event Risk”. In: *NBER Insurance Workshop, Cambridge Massachusetts*. February 6–7, 2004. Last visited: 29/07/2012. <<http://www.nber.org/~confer/2004/insw04/woo.pdf>>.

ZOLKOS, Rodd

2011 “Few Japanese Cat Bonds Triggered by Earthquake”. In: *Business Insurance*, vol. 45, N° 14, pp. 1-20.

LAS CLÁUSULAS MAC EN FINANCIAMIENTOS Y ADQUISICIONES

FERNANDO MOLINA REY DE CASTRO

1. INTRODUCCIÓN: CRÓNICA DEL MAC Y LA CRISIS FINANCIERA

Tras varios años de crecimiento sostenido, las fusiones y adquisiciones de empresas (las “Adquisiciones”) en los Estados Unidos y sus fuentes de financiamiento llegaron a un abrupto fin en el año 2008. La crisis financiera o “*credit crunch*”, con su dramático impacto en bancos, firmas de *private equity* (los principales impulsores de Adquisiciones en los años precedentes) y en el mercado en general, paralizó las consolidaciones de empresas y su financiamiento.

Dentro de los muchos problemas derivados de la crisis, hubo uno que tuvo una repercusión contractual significativa. Muchas empresas habían acordado Adquisiciones o financiamientos previamente a la crisis que ahora no estaban en condiciones (o voluntad) de honrar. Para excusarse de concretar sus respectivas operaciones, compradores y acreedores decidieron acudir a una misma figura contractual: la ocurrencia de un “*material adverse change*” o “cambio material adverso” (“MAC”). Pocas veces un término contractual ha tenido un impacto y repercusión tan grande como el MAC en el contexto de la crisis financiera.

Tan pronto se comenzaron a sentir los efectos de la crisis financiera, dos operaciones significativas se vieron sujetas a alegaciones de MAC. En junio de 2009, el Bank of America pretendió impedir que se concrete su adquisición de Merrill Lynch argumentando la ocurrencia de un MAC, según este se había contemplado en su contrato de fusión. Este MAC se habría producido por las pérdidas inesperadas de US\$ 15,3 mil millones de Merrill Lynch previamente a la fecha prevista para el cierre de la adquisición (Gottschalk 2010: 1059).

Tanto la Federal Reserve como el Treasury de los Estados Unidos presionaron, sin embargo, para que la “amenaza” de Merrill Lynch no se materializara y la operación se cerrara.

Situación similar se produjo en febrero de 2007 cuando J.C. Flowers, Bank of America y JP Morgan, los potenciales compradores de Sallie Mae, la financista estadounidense de préstamos estudiantiles, pretendieron alegar la existencia de un MAC como consecuencia de la crisis financiera y la emisión de una norma que reducía los subsidios federales a los préstamos a estudiantes (Gottschalk 2010: 1059-0). No obstante, al igual que en el caso de Merrill Lynch-BofA, las discusiones sobre la adquisición de Sallie Mae no llegaron a las cortes. La empresa objetivo y los potenciales compradores llegaron a una transacción extrajudicial que determinó la cancelación de la compra y el refinanciamiento de la deuda de Sallie Mae.

Aunque no siempre con el mismo impacto mediático, discusiones en los mismos términos se extendieron en transacciones en los Estados Unidos y Europa, donde la crisis tuvo el impacto más significativo (Gottschalk 2010: 1058). Muchos compradores y acreedores pretendieron evitar cerrar sus operaciones o compromisos de financiamiento alegando un MAC. Y al igual que los dos casos antes indicados, la mayoría de las disputas acabaron en renegociaciones o arreglos extrajudiciales.

No ocurrió lo mismo, sin embargo, con la fusión entre Hexion Specialty Chemicals, Inc. (“Hexion”) y Huntsman Corporation (“Hunstman”) por un monto de US\$ 10.000 millones (Talley 2009: 756). Esta fusión iba a generar la empresa de productos químicos especializados más grande del mundo y fue entusiastamente celebrada por Hexion y el mercado en el momento de su revelación.

A las pocas semanas del anuncio del acuerdo, sin embargo, la crisis financiera se manifestó en todos sus alcances, lo que se reflejó en la situación financiera de Hunstman. El acuerdo de fusión entre ambas empresas contenía una cláusula MAC (aunque con varias exclusiones). A diferencia de otras operaciones, Hexion decidió ir al poder judicial, a la Delaware Court of Chancery, para impedir el cierre de la Adquisición, alegando, entre otros, la ocurrencia de un MAC.

El resultado del juicio fue desastroso para Hexion, además de sorprendente para el mundo legal estadounidense y para el mercado en general¹. El juez Lamb, de la

¹ Aunque, en realidad, ya las cortes de Delaware habían demostrado ser bastante restrictivas en su interpretación de las cláusulas MAC, como se verá más adelante.

Delaware Court of Chancery, consideró que Hexion no había logrado probar que había ocurrido un MAC y ordenó, alternativamente, el cumplimiento forzoso de la fusión (*specific performance*, algo no muy común en el derecho estadounidense) o una indemnización muy por encima del *termination fee* pactado en el acuerdo de fusión.

Poco después, Credit Suisse Securities (USA) LLC y Deutsche Bank Securities Inc., los financistas de Hexion en la Adquisición, desistieron de financiar la fusión, lo que motivó que ambos bancos fueran demandados tanto por Hexion como por Huntsman; procesos que culminaron en transacciones extrajudiciales (Sapino 2009, Cravath 2009).

El precedente de Hexion motivó un incremento significativo en la literatura sobre MAC en los Estados Unidos y otros países anglosajones; lo que contrastó con la casi inexistente referencia al MAC a finales del siglo XX, a pesar de que las cláusulas MAC han estado presentes en casi todos los modelos de contratos de Adquisición y financiamiento desde hace varias décadas (Gilson y Schwartz 2005: 331).

Aprovechando este desarrollo académico y jurisprudencial reciente, en este artículo se analizan las cláusulas MAC, su contenido, propósito y experiencia jurisprudencial. Se busca, pues, darle un contenido y ámbito de aplicación a un término eminentemente genérico y que puede hasta parecer gaseoso, en un contexto de contratos que normalmente se caracterizan por todo lo contrario; es decir, por un elevado nivel de especificidad.

Dado que no existe doctrina o jurisprudencia en la materia en el Perú y que el término surge de los países anglosajones, este artículo se basa fundamentalmente en la experiencia de los Estados Unidos y, en menor medida, el Reino Unido, y busca transmitir y en lo posible adecuar los frutos de esa experiencia a nuestra práctica legal². Es importante mencionar también que mucha de la bibliografía disponible es de transacciones sobre Adquisiciones, dado que las mayores controversias, tanto a nivel jurisprudencial como doctrinal, han sido en el ámbito de las compras de empresas. No obstante, creemos que las lecciones de esas discusiones enriquecerán también el análisis y discusión de los contratos de financiamiento.

² En ese mismo sentido, véase Nickig (2011), sobre la experiencia en Sudáfrica. En Sudáfrica tampoco hay experiencia jurisprudencial sobre las cláusulas MAC (aunque sí tiene una tradición anglosajona), por lo que se comentan similares precedentes de los Estados Unidos.

Este trabajo no pretende ser exhaustivo de todos los temas involucrados en la interpretación de las cláusulas MAC. Mayor desarrollo sobre temas en los que no profundizamos aquí (naturaleza jurídica, jurisprudencia de países de derecho civil) será necesario en el futuro para un estudio más completo de las cláusulas MAC.

En la sección 2, se describen y analizan las cláusulas MAC con base en la experiencia jurisprudencial comparada y en diversas fuentes académicas. En la sección 3, se analizan diversas justificaciones económicas para la existencia de las cláusulas MAC. La sección 4 propone algunos consejos para la redacción de cláusulas MAC, sobre la base principalmente de lo indicado en las secciones 2 y 3. La sección 5 concluye.

2. DECONSTRUYENDO LAS CLÁUSULAS MAC

2.1 Definición de MAC

De acuerdo con Nixon Peabody LLC, el 89% de los contratos de adquisición de empresas por valor de más de US\$ 100 millones celebrados entre junio del 2010 y el 31 de mayo del 2011 contenían una cláusula MAC (incluso más que el año anterior, que contempló 85%) (Nixon Peabody 2011). De las principales 100 operaciones, solo 2% carecían de una cláusula MAC como condición para el cierre de la Adquisición.

No existen estadísticas similares para contratos de financiamientos, pero su presencia es prácticamente invariable en todos ellos, con la salvedad de que las cláusulas MAC en financiamientos tienen más de un rol y no todos sus potenciales roles están presentes en cada contrato de financiamiento. Quizá la mejor muestra de su utilización es que la Loan Market Association (LMA) contempla la cláusula MAC en su modelo de contrato de financiamiento en Europa (Zakrzewski 2011: 334-56).

A continuación, un modelo de definición de MAC, que aplica tanto a contratos de Adquisición como de financiamiento. Después veremos las diferencias en su utilización en uno y otro:

“Efecto Sustancialmente Adverso” significa un efecto sustancialmente adverso en:

- (i) la condición financiera y/o económica, operaciones, negocios, propiedades o prospectos de la Compañía;

- (ii) la capacidad de la Compañía de cumplir con sus obligaciones de pago bajo los [Documentos del Financiamiento / Documentos de la Adquisición];
- (iii) la validez, eficacia o exigibilidad de los [Documentos del Financiamiento / Documentos de la Adquisición] o de las garantías constituidas o por ser constituidas por los Contratos de Garantía; y
- (iv) las condiciones del mercado de capitales y/o financiero y/o las condiciones financieras, políticas, económicas, legales, cambiarias, bancarias locales y/o internacionales y/o la situación política y/o económica de [la República del Perú].

Los cambios o efectos descritos en el inciso (iv) de la definición se conocen como “Market MAC” y encuentran comúnmente en las “cartas mandatos” que las empresas otorgan a los bancos para estructurar financiamientos (de deuda o capital), incluyendo las *commitment letters* que suscriben los bancos asumiendo la obligación de otorgar un financiamiento al deudor. En esa misma línea, en un contrato de financiamiento es posible que el Market MAC se encuentre como parte de las condiciones precedentes para el desembolso del financiamiento.

No es común, sin embargo, ver un Market MAC en un contrato de Adquisición o en otras secciones de los contratos de financiamiento, como se verá más adelante.

En muchos contratos, la definición de “Efecto Sustancialmente Adverso” solo incluye los incisos (i) al (iii) del modelo de definición, también conocido como “Business MAC”, mientras que el inciso (iv) o Market MAC es definido separadamente como “Cambio Sustancialmente Adverso”. En este trabajo, la referencia a las cláusulas MAC deberá entenderse como comprehensiva tanto del Efecto Sustancialmente Adverso como del Cambio Sustancialmente Adverso, es decir, del Business MAC y del Market MAC, aunque también abordaremos sus diferencias.

2.2 Utilización de las cláusulas MAC en contratos

En los contratos de Adquisición, la definición de MAC se utiliza fundamentalmente en el momento de determinar las condiciones de cierre de la compra. Una de las condiciones de cierre estándar es que no haya ocurrido un MAC. De existir un MAC, por lo tanto, el adquirente podría desistir de continuar la transacción. Cabe indicar que su existencia dentro de las condiciones de cierre presupone que la firma y el cierre de la operación no son simultáneos.

En el caso de los contratos de financiamiento, la definición del MAC se utiliza en distintas secciones del contrato. En primer lugar, dentro de las condiciones precedentes para cada desembolso o en la *commitment letter* para financiar a un deudor, la obligación de otorgar el financiamiento o realizar los desembolsos (*commitment*) de los bancos está sujeta a que no haya ocurrido un MAC. Así, la ocurrencia de un MAC será lo que se denomina un “*drawstop*” (Zakrzewski 2011: 345); un condicionamiento a la obligación de desembolso de los bancos. Tan pronto ocurre un MAC, los desembolsos pendientes se “paralizan”.

También se encuentra la definición de MAC en las declaraciones y garantías y en las obligaciones del deudor o vendedor. En estos casos, sin embargo, la definición de MAC busca “calificar” o condicionar la declaración o garantía o la obligación del deudor, dado que solo se entendería como incorrecta o falsa la declaración o como incumplida la obligación cuando las consecuencias de la falsedad o incumplimiento generen un MAC. Con ello, la definición de MAC protegería al deudor al condicionar o reducir la severidad de sus obligaciones y declaraciones frente a los bancos³.

Similar situación se produce cuando un “Evento de Incumplimiento” en un contrato de financiamiento contiene una referencia a MAC. Si para que se produzca el evento de incumplimiento es necesario que, además de que se produzca el hecho, este genere un MAC, será necesario este doble test para que el acreedor considere que ha habido un evento de incumplimiento y poder acelerar el préstamo.

Una última sección en la que se utiliza la definición de MAC es como evento de incumplimiento independiente. Aunque no en todos los contratos de financiamiento, el MAC como evento de incumplimiento se utiliza por muchos bancos como una cláusula general, que les permite incluir eventos o circunstancias negativos para el deudor que no estuvieron expresamente identificados en la lista de eventos de incumplimiento.

Ahora bien, resulta importante tener cuidado con la utilización del MAC tanto en la sección de declaraciones y garantías u obligaciones del deudor como en la de eventos de incumplimiento. Un ejemplo podría ser el de un contrato

³ Un ejemplo de una declaración del deudor “morigerada” por el MAC es el siguiente: “La Compañía no se encuentra en situación de incumplimiento respecto de ningún acuerdo, contrato, carga, deber, compromiso u obligación, **cuyo incumplimiento pueda razonablemente esperarse que genere un Efecto Sustancialmente Adverso**”.

De no haberse incluido un MAC, el deudor o vendedor sería responsable por el incumplimiento de cualquier contrato, por poco relevante que sea.

de financiamiento que establezca dentro de la sección de “Obligaciones del Prestatario” que este se obliga a cumplir con las normales legales, a menos que dicho incumplimiento no constituya un MAC. Si luego en la sección “Eventos de Incumplimiento” se establece que será evento de incumplimiento “el incumplimiento de las obligaciones del Prestatario bajo el Contrato que genere un Efecto Sustancialmente Adverso”, en el fondo estaremos obligando al prestamista a evidenciar que ha ocurrido MAC dos veces: tanto para acreditar el incumplimiento de la obligación como para demostrar que dicho incumplimiento constituye un evento de incumplimiento.

En estos casos, por lo tanto, es mejor que el MAC se utilice en una sola sección. Los bancos, naturalmente, preferirán que se utilice en la de eventos de incumplimiento, dado que de esa manera el incumplimiento de la obligación se produciría más fácilmente, y si bien tendría que acreditarse el MAC para decretar el Evento de Incumplimiento, el banco ya tendría la posibilidad de ejercer los derechos que el “incumplimiento” a secas, produce, como es el caso del derecho a ser informado del evento, eventualmente suspender desembolsos, etc.

2.3 Interpretando el MAC

De la revisión de la definición de MAC anteriormente indicada, se aprecia que son dos los principales elementos que componen el MAC: (i) la existencia de un cambio o efecto, (ii) que es sustancialmente (*materially*) adverso.

La carga de la prueba de estos elementos es de quien pretende alegar su existencia. Aunque esto podría parecer evidente, no lo es necesariamente. En la medida en que la inexistencia de un MAC es una condición precedente para un financiamiento o una Adquisición, se podría entender que la parte a cargo del cumplimiento o verificación de las condiciones debe demostrar que no ha habido un MAC. Así lo entendió Hexion en su demanda contra Hunstman. No obstante, el juez Lamb, de la corte de Delaware, sostuvo que la carga de la prueba estaba en la parte que busca excusar su cumplimiento bajo el contrato:

“[...] [M]aterial adverse effect clauses are strange animals, sui generis among their contract clause brethren. It is by no means clear to this court that the form in which a material adverse effect clause is drafted (i.e., as a representation, or warranty, or a condition to closing), absent more specific evidence regarding the intention of the parties, should be dispositive on the allocation of the burden of proof. Typically, conditions precedent are easily ascertainable objective facts, generally that a party performed some particular

act or that some independent event has occurred. A material adverse effect clause does not easily fit into such a mold, and it is not at all clear that it ought to be treated the same for this purpose. Rather, [...] it seems the preferable view, and the one the court adopts, that absent clear language to the contrary, the burden of proof with respect to a material adverse effect rests on the party seeking to excuse its performance under the contract”⁴.

En efecto, como dice la corte de Delaware, normalmente las condiciones precedentes son fáciles de obtener, a través de actos concretos (por ejemplo, si es necesaria una aprobación gubernamental, la resolución aprobatoria). En el caso del MAC, más allá de una declaración por parte del deudor o el vendedor de que no ha habido un MAC, resultaría excesivo pretender atribuir al deudor o vendedor “la prueba de la inexistencia” de un hecho.

A continuación, detallamos los dos elementos del MAC.

2.3.1 Existencia de cambio o efecto

En la definición de MAC se señala que ha ocurrido un cambio o efecto en relación con algo. Este “algo” se detalla en cada uno de los incisos de la definición.

El efecto en “la condición financiera y/o económica, operaciones, negocios, propiedades o prospectos de la Compañía” es el que ha sido objeto de mayor discusión y el que aquí analizamos con más profundidad. El principal elemento para determinar el efecto negativo en la empresa ha sido su impacto en sus estados financieros, concretamente la disminución en los ingresos⁵.

⁴ *Hexion Specialty Chems., Inc. v. Huntsman Corp.*, 965 A.2d 715, 722 (del.Ch. 2008) p. 41 También ver Talley (2009: 800-1). Traducción libre del texto citado a continuación:

“[...] Las cláusulas MAC son animales extraños, sui generis entre sus cláusulas contractuales hermanas. No es para nada claro para esta corte que la forma en que una cláusula MAC es redactada (i.e., como una declaración o garantía, o como una condición para el cierre), ante la ausencia de evidencia más específica sobre la intención de las partes, debería ser determinante sobre la asignación de la carga de la prueba. Típicamente, condiciones precedentes son hechos objetivos fácilmente determinables, generalmente que una parte cumplió con algún acto particular o que algún hecho independiente ha ocurrido. Una cláusula MAC no cabe fácilmente dentro de ese modo, y no es para nada claro que debería ser tratada de la misma manera para este propósito. Más bien, [...] parece ser la visión preferible, y la que la corte adopta, que ante la ausencia de lenguaje claro en contrario, la carga de la prueba respecto a un MAC descansa en la parte buscando excusar su cumplimiento bajo el contrato”.

⁵ Ver *In re IBP, Inc. v. Tyson Foods, Inc.*, 789 A.2d 14 (Del. Ch. 2001), p. 40. Zakrzewski también cita una sentencia inglesa (en el proceso sobre TR Technology Investment Trust plc) en la que se presupone que el MAC debe determinarse por referencia a los estados financieros de la compañía (Zakrzewski 2011: 346).

Así, en el caso Tyson contra IBP (“Tyson”), el precedente más importante sobre MAC en los Estados Unidos y cuya posición ha sido generalmente seguida por otros juzgados en ese país, la corte de Delaware consideró que para que se configure un MAC era necesario que se afecte “*the overall earnings potential*”, o el potencial de ingresos de la compañía como un todo⁶.

En el caso Hexion, la corte fue más en detalle incluso y sostuvo que el instrumento de medición apropiado para analizar los cambios en el negocio debía ser el Ebitda (*earnings before interest, tax, depreciation and amortization*), en lugar de, por ejemplo, la utilidad por acción (Gottschalk 2009: 1067)⁷. La corte en Hexion consideró que la estructura de capital de una compañía era indiferente en el contexto de una Adquisición, y que lo relevante para el adquirente eran sus ingresos operativos; la capacidad de la compañía de generar ingresos vinculados con el objeto del negocio, al margen de sus, por ejemplo, gastos financieros⁸.

A diferencia del caso de Adquisiciones, donde, de acuerdo con la teoría económica, la estructura de capital de una empresa es indiferente para determinar el valor de una empresa, en un financiamiento la estructura de capital sí es relevante, dado que un costo financiero elevado podría afectar la capacidad de pago de la empresa deudora. En estos casos, una revisión de los estados financieros en su conjunto debería ser más apropiada.

Dado que la variación en los estados financieros es el mejor indicador para determinar la existencia de un MAC, cabe preguntar qué ocurre con los litigios,

⁶ In re IBP, Inc. v. Tyson Foods, Inc., 789 A.2d 14 (Del. Ch. 2001), p. 40.

⁷ De acuerdo con Hexion:

“The issue then becomes what benchmark to use in examining changes in the results of business operations post-signing of the merger agreement—EBITDA or earnings per share. In the context of a cash acquisition, the use of earnings per share is problematic. Earnings per share is very much a function of the capital structure of a company, reflecting the effects of leverage. An acquirer for cash is replacing the capital structure of the target company with one of its own choosing. While possible capital structures will be constrained by the nature of the acquired business, where, as here, both the debt and equity of the target company must be acquired, the capital structure of the target prior to the merger is largely irrelevant. What matters is the results of operation of the business. Because EBITDA is independent of capital structure, it is a better measure of the operational results of the business. Changes in Huntsman’s fortunes will thus be examined through the lens of changes in EBITDA. This is, in any event, the metric the parties relied on most heavily in negotiating and modeling the transaction”.

⁸ Robert Miller cuestiona la referencia genérica a Ebitda y los estados financieros y considera que debería haber un cambio en los flujos de caja descontados a la compañía al costo promedio de capital (“WACC”, en inglés) que haga que la transacción deje de ser rentable en función del precio pago (Miller 2009: 99-204).

que no necesariamente tienen un impacto en los estados financieros (al menos mientras no hay un pronunciamiento exigible). Una posible respuesta es que deberá determinarse la probabilidad de la materialización del litigio y, en función de ello, analizar cuánto se ven afectados los estados financieros de la empresa, sobre la base de las provisiones que deban registrarse en ellos, de acuerdo con la normatividad contable. Las cortes de los Estados Unidos, sin embargo, han sido aún más restrictivas.

La determinación de si un litigio genera o no un MAC fue la principal materia discutida en “Frontier Oil”, uno de los casos más representativos sobre MAC en los Estados Unidos. En Frontier Oil, Holly Corporation (“Holly”), luego de acordar una fusión con Frontier Oil (“Frontier”), descubre la existencia de un significativo proceso judicial por contaminación ambiental en contra de una subsidiaria de Frontier. Como dato anecdótico, el proceso fue promovido por Erin Brockovich, cuya actividad en otro proceso sobre contaminación ambiental (contra la empresa PG&G) dio origen a la película que lleva su nombre (Dinucci 2008). En la demanda del proceso, se alega que la propia Frontier, empresa matriz, era directamente responsable por su subsidiaria.

La propia corte reconoció que el juicio podría tener consecuencias potencialmente “catastróficas” en Frontier, pero consideró que la existencia misma del litigio no era suficiente para establecer una expectativa razonable de un MAC. Para que ocurra un MAC, según la corte, Holly debería haber establecido cierto nivel y duración del potencial efecto⁹.

En el caso S.C. Johnson & Son, Inc. (“SJC”) contra DowBrands, Inc. (“DowBrands”), SJC celebró un acuerdo de compra de activos de DowBrands, incluyendo derechos de propiedad intelectual vinculados con un mecanismo de cierre corredizo de bolsas de plástico. Varios meses después, Tenneco Packaging and Specialty Consumer Products, Inc. (“Tenneco”) demandó a SCJ alegando que el mecanismo de cierre corredizo de la tecnología desarrollada por DowBrands, adquirida por SJC, violaba una patente obtenida por Tenneco.

Como resultado de dicho proceso judicial, SCJ demandó a su vez a DowBrands, sosteniendo que la demanda de Tenneco constituía un MAC. La corte sostuvo, sin embargo, que el litigio con Tenneco no constituía, por sí mismo, un MAC. De acuerdo con la corte, la sola decisión de un tercero de iniciar un juicio no acarrea un cambio en los activos de una compañía, a menos y hasta que una corte

⁹ Frontier Oil Corp. v. Holly Corp., No. Civ.A. 20502, 2005 WL 1039027 (Del. Ch. Apr. 29, 2005) p. 100. También ver comentario sobre la decisión de Gottschalk (2010: 1062-3).

declare fundada la demanda de dicho tercero y decida que el activo materia del juicio ya no puede ser usado en el negocio¹⁰.

Efectos futuros

Hay eventos que aunque son adversos para la empresa, no tienen un impacto inmediato en sus estados financieros, sino en su proyección futura. Un ejemplo es la pérdida de un cliente muy importante para la compañía, cuyos actuales contratos representan un porcentaje muy representativo de los ingresos totales.

En caso de *start-ups* o empresas con proyectos “*greenfield*” (proyectos de infraestructura o energía, principalmente, en los que no se ha iniciado la construcción), en las que los estados financieros no son la información más relevante, este análisis se hace aún más apropiado. La pérdida de una patente en una *start-up* tecnológica o de un permiso en un financiamiento de proyectos puede tener un impacto sustancial, aunque no inmediato. El impacto futuro de un evento que ha ocurrido hoy, aunque difícil de medir con exactitud, puede ser anticipado con un modelo financiero o las proyecciones de flujos futuros. Finalmente, el valor de una empresa es el valor descontado de sus flujos futuros (Gilson y Schwartz 2005: 331).

Las cortes estadounidenses e inglesas han considerado que para que un efecto futuro califique como MAC, es necesario que ello se indique expresamente en la definición de MAC. Esto se hace principalmente con la adición de “*prospects*”, cuya traducción podría ser “proyecciones” o “prospectos” (Zakrzewski 2011: 347; Grech 2003: 1488).

También se puede sostener que la redacción de que un evento o efecto “razonablemente podría tener un MAC” califica dentro de la categoría de situaciones que no han ocurrido aún pero que podrían ocurrir en el futuro (Zakrzewski 2011). En el caso *Cendant Corp. v. Commonwealth General Corp.*, en el que precisamente se discutió si dicha frase podría reemplazar a “prospectos”, la corte, no obstante parecer inclinarse a favor, finalmente consideró que era un tema de probanza por ser determinado por un jurado¹¹.

La inclusión o no de “*prospects*” en la definición de MAC es intensamente negociada en los contratos, dada la ambigüedad adicional que ese concepto genera. Empresas que saben con anticipación que sus proyecciones futuras son inciertas, dada la naturaleza de su negocio, suelen ser más resistentes a incluir

¹⁰ S.C. Johnson & Son, Inc. V. DowBrands, Inc. 167 F.Supp. 2d 657 (d.Del. 2001) (Grech 2003: 1492-3).

¹¹ *Cendant Corp. v. Commonwealth General Corp.*, 2002 EL 31112430 (Del. Super. Ct. 2002).

“*prospects*”. Eso sucede comúnmente en el caso de *start-ups* o empresas de alta tecnología o biotecnología (Grech 2003: 1488). Empresas en industrias más estables, en las que los resultados futuros son más fáciles de anticipar, están más dispuestas a aceptar dicho término (Grech 2003: 1489; nota al pie 46). Dentro de estas empresas podríamos incluir a empresas de generación eléctrica con contratos de suministro de largo plazo, empresas mineras con cobertura en el precio de sus minerales, etc.

Duración del evento o efecto

Otro tema por tomar en cuenta es la duración del evento o efecto. ¿Un evento que tiene un impacto importante pero limitado en el tiempo calificaría como MAC? ¿O es necesario que tenga un impacto permanente o estructural? La opinión de las cortes estadounidenses es que lo segundo.

En el caso Tyson, las cortes de Delaware sostuvieron que un cambio en los ingresos debe ser persistente en el futuro para que una cláusula de MAC pueda ser alegada¹². Una de las características del MAC, según Tyson, es que el evento tenga un efecto en los ingresos de la compañía de una manera significativa en cuanto a su duración (*durationally significant manner*)¹³.

Esa posición ha sido mantenida posteriormente en el caso Frontier¹⁴. Más recientemente, en Hexion, las cortes sostuvieron enfáticamente que, salvo evidencia en contrario, se asume que para que un MAC ocurra, el efecto debe ser significativo en el tiempo:

“In the absence of evidence to the contrary, a corporate acquirer may be assumed to be purchasing the target as part of a long-term strategy. The important consideration therefore is whether there has been an adverse change in the target’s business that is consequential to the company’s long-

¹² IBP, Inc. v. Tyson Foods, Inc. 789 A.2d 14, 68 (Del. Ch. 2001), p. 12. De acuerdo con Tyson: “A short-term hiccup in earnings should not suffice; rather the Material Adverse Effect should be material when viewed from the longer-term perspective of a reasonable acquirer”.

¹³ IBP, Inc. v. Tyson Foods, Inc. 789 A.2d 14, 68 (Del. Ch. 2001), p. 12.

¹⁴ Frontier Oil Corp. v. Holly Corp., No. Civ.A. 20502, 2005 WL 1039027 (Del. Ch. Apr. 29, 2005) p. 104. De acuerdo con la corte: “The forward-looking basis for evaluating an MAE as chosen by Holly and Frontier does not allow the Court to look at just one year (assuming, as one may here, that the short-term consequences would not significantly interfere with the carrying on of the business)”.

Nótese la aclaración entre paréntesis, sin embargo.

term earnings power over a commercially reasonable period, which one would expect to be measured in years rather than months”¹⁵.

Cabe indicar que hay excepciones a la regla del largo plazo. Así, en *Genesco, Inc. v. Finish Line, Inc.*, la corte se alejó de la tendencia jurisprudencial general y consideró que un cambio de duración corta (reducción en los ingresos en dos trimestres) podría constituir un MAC¹⁶. La conclusión de la corte se fundamentó, sin embargo, en aspectos específicos del acuerdo de fusión, por lo que no creemos que pueda extenderse de manera general a otro tipo de acuerdos.

La opinión jurisprudencial dominante sobre el necesario impacto a largo plazo del MAC ha sido materia de críticas. Así, por ejemplo, autores sostienen que hay adquirientes para los que el corto plazo es absolutamente fundamental, como es el caso de las empresas de *private equity*. Una empresa *private equity* no adquiere en función del largo plazo, sino de la posibilidad de reventa en el corto o mediano plazo (Browder 2009: 1153).

Desde la perspectiva de un financiamiento, la distinción jurisprudencial –referida a Adquisiciones– puede no ser del todo aplicable. Así, en un financiamiento a corto plazo, eventos que afecten la situación financiera del deudor a corto plazo serán evidentemente importantes (Zakrzewski 2011: 347). En un financiamiento a mediano o largo plazo, sin embargo, la posición de la jurisprudencia estadounidense (y al parecer, la inglesa) (Zakrzewski 2011: 347) parece tener más sentido. Si la empresa deudora sufre un evento sustancial en sus negocios pero cuyo efecto es de unos pocos meses, un acreedor puede estar en dificultades pretendiendo alegar un MAC si el deudor continúa cumpliendo con sus obligaciones de pago del financiamiento. Ahora bien, si este evento razonablemente impedirá al deudor cumplir con el pago de la deuda de las próximas cuotas, la alegación de un MAC podría resultar más apropiada.

Oportunidad del evento

Respecto al momento de ocurrencia del evento, existe consenso en que debe ocurrir posteriormente a la fecha de celebración del acuerdo de Adquisición

¹⁵ Ante la ausencia de evidencia en contrario, debe asumirse que un adquirente corporativo está comprando la empresa objetivo como parte de una estrategia a largo plazo. La consideración importante, por lo tanto, es si ha habido un cambio adverso en el negocio de la empresa objetivo que tiene consecuencias en el poder de la empresa de generar ingresos a largo plazo por un período comercialmente razonable, que uno esperaría que sea medido en años más que en meses (Hexion 2008: 39).

¹⁶ *Genesco, Inc. v. Finish Line, Inc.* 2007 WL 4698244 (Tenn. Ch. Dec. 27, 2007) p. 35-6. La corte, sin embargo, no consideró que existió un MAC, aunque por otras razones.

o financiamiento respectivo (Zakrzewski 2011: 347). Si el evento o efecto hubiera ocurrido antes, estaríamos más bien ante un escenario de inexactitud de declaraciones o garantías o de incumplimiento en la obligación de divulgación de información. Este aspecto resulta fundamental, sobre todo para acreedores que creen que una cláusula MAC comprende eventos preexistentes. En realidad, para eventos que han ocurrido previamente al acuerdo, el mecanismo de protección es la auditoría o *due diligence* y la asunción del riesgo por parte del deudor o vendedor sobre dichos eventos mediante la redacción de declaraciones y garantías lo suficientemente sólidas.

En Tyson, la corte fue muy clara en que para que exista un MAC era necesario que se acredite que ha ocurrido un cambio y no un evento conocido cuando el contrato de Adquisición fue celebrado¹⁷. Cuando se discutió el caso de Sallie Mae, asimismo, la empresa adquirida sostuvo que el MAC no aplicaba porque la emisión de la legislación presuntamente negativa ya había sido divulgada antes de la firma del acuerdo de Adquisición (Gottschalk 2010: nota al pie 68).

En Tyson, la corte consideró que el comprador sabía de los eventos que luego alegó constituían MAC. El hecho de que el comprador no haya pactado sobre ellos, implicaba que este había implícitamente asumido el riesgo de los mismos. Esta “*default rule*” o “norma supletoria” ha sido considerada económicamente más eficiente porque obliga al comprador a informar al vendedor sobre el riesgo y a negociarlo en el contrato (Grech 2003: 1512). De lo contrario, el comprador tendría el incentivo perverso de cerrar el contrato y alegar posteriormente el evento.

Siguiendo lo señalado por Tyson, si el adquirente o acreedor ya conocía del evento antes de la celebración del contrato, alegar un MAC no solo sería erróneo, sino que podría interpretarse como un acto de mala fe. Si el adquirente o acreedor conocía del evento negativo y celebró el acuerdo, se entiende que decidió asumir el riesgo del mismo. Es importante, por lo tanto, que los eventos negativos de significancia de la empresa adquirida o deudora y su impacto en la ejecución de la compra o financiamiento sean tratados específicamente en el contrato. El MAC solo debería regular los eventos que no son susceptibles de ser anticipados.

Eventos generales *versus* particulares

Por otro lado, hay eventos que, siendo significativos y negativos para la empresa, no la afectan de manera particular sino en conjunción con la industria, el país,

¹⁷ In re IBP, Inc. v. Tyson Foods, Inc., 789 A.2d 14 (Del. Ch. 2001). Ver también Gottschalk (2010: 1062).

o de manera más general, el mercado financiero internacional. Si eventos de naturaleza general están cubiertos o no por el MAC, es un tema que ha sido materia de considerable discusión, que fue exacerbada con la ocurrencia y efectos de la crisis financiera del 2008.

De acuerdo con Gilson, en el caso de una Adquisición, aunque fuera del control tanto del comprador como del vendedor, es más eficiente que sea el comprador quien asuma el riesgo de los eventos que él denomina “exógenos”, por estar en mejor posición de afrontarlos. Ello debido a que el vendedor no puede hacer nada para controlar dichos eventos entre la firma del acuerdo y el cierre, mientras que el comprador, una vez que asuma el control de la compañía, estará en posición de manejarlos posteriormente. Tal es el caso, por ejemplo, de cambios en la ley que regula la entidad o de una recesión (Gilson y Schwartz 2005: 345-6).

En la línea de lo sostenido por Gilson, en la mayoría de los contratos de Adquisición se excluyen de la definición de MAC los eventos “exógenos”. Así, en la encuesta de Nixon Peabody para el año 2011, los “cambios en las condiciones generales de la industria” son excluidos del MAC en un 89% de las transacciones (y en 77% de las principales cien transacciones del año), mientras que los cambios en la economía o negocio en general, son excluidos en un 88% de casos (y en un 82% de las cien principales transacciones) (Nixon Peabody 2011: 7).

En *Genesco v. Finish Line*, la Corte aplicó una cláusula MAC con la excepción de eventos “exógenos”, sosteniendo que la disminución de los resultados de Genesco se debía a una recesión generalizada y a factores generalizados tales como precios más altos de gasolina y de alimentos, aspectos hipotecarios y el incremento en deudas de estudiantes, que habían afectado a Genesco de manera similar al resto de la economía en general (Neaher 2012)¹⁸.

En el caso del Reino Unido, sin embargo, el Takeover Panel, ante un requerimiento de ocurrencia de un MAC de la empresa de publicidad WPP en su oferta de Tempus, aceptó que cambios en las condiciones económicas generales, como es el caso de los atentados terroristas del 11 de septiembre de 2011, puedan dar lugar a alegaciones de MAC (Zakrzewski 2011: 347)¹⁹.

En el caso de contratos de financiamiento, no existe evidencia estadística similar y es difícil anticipar qué sostendría una corte en caso se produzca una

¹⁸ *Genesco, Inc. v. Finish Line, Inc.* 2007 WL 4698244 (Tenn. Ch. Dec. 27, 2007) p. 35-6.

¹⁹ De acuerdo con el Takeover Panel: “The Panel considers that a change in general economic circumstances may legitimately be relied upon when seeking to invoke the *relevant* condition...” El Takeover Panel, sin embargo, no aceptó que haya ocurrido un MAC porque consideró que no se habían satisfecho los requisitos de “materialidad” (Takeover Panel Statement 2004).

situación “exógena”. Ha habido varios conflictos a raíz de la crisis financiera en los que los bancos, por un lado, han sostenido que esta constituye MAC y los deudores la han descartado, pero la mayoría de ellos, al menos en los Estados Unidos, fueron transados antes de un pronunciamiento judicial²⁰.

El modelo de la LMA y los contratos de financiamiento de entidades financieras no suelen contar con la exclusión de eventos “exógenos”, sin embargo, y es probable que los deudores no exijan consistentemente esta exclusión. Es posible que ello se deba a que, a diferencia de un contrato de Adquisición, en el caso de un financiamiento, el deudor siempre será la parte en mejor posibilidad de asumir el riesgo de eventos endógenos y exógenos.

Donde sí suele regularse los eventos exógenos es en el caso de la obligación de desembolso por parte de los acreedores. Es lo que denominamos como “Market MAC” en la sección 2.1. Los bancos van a evitar otorgar un financiamiento si es que ocurren eventos sustancialmente adversos en los mercados financieros o de mercado de valores. Ahora bien, el Market MAC no es tanto un evento que afecta a la empresa deudora como a la empresa acreedora y a su posibilidad de acceder a fondeo para el financiamiento. Aunque pueda sonar contraintuitivo, los bancos suelen atribuir al deudor el riesgo de que las condiciones para fondeo del banco se deterioren. Eso no solamente ocurre en el momento del desembolso de un financiamiento, sino también durante la vigencia del préstamo, con la cláusula de “costos incrementales”, que traslada al deudor los mayores costos del banco en fondear al deudor, aunque principalmente aquellos que resulten de cambios en la regulación prudencial.

No obstante, de manera general, al no haber excepciones explícitas sobre la condición de la industria o del mercado en general, es difícil anticipar si estos cambios constituyen un MAC en un contrato de financiamiento. Sí nos podemos animar a anticipar que períodos de desaceleración o deterioro predecibles deberían estar fuera de la regla de MAC. Eventos como El Niño en la industria pesquera, por ejemplo, pueden ser anticipados por los acreedores y negociados expresamente en los contratos de financiamiento, como en efecto se hace. Incluso, en el caso de la industria pesquera, los deudores suelen solicitar protecciones para dichos eventos, como períodos de gracia en el servicio de deuda. Como veremos en la sección 3, el MAC debería regular los eventos de ambigüedad o incertidumbre y no los riesgos intrínsecos del negocio.

²⁰ In Re Solutia Inc, *et al.*, In re Innkeepers USA Trust, *et al.*, etc. (Neaher 2012).

II.3.2 Sustancialmente adverso

La calificación de un evento o efecto como “sustancial” o “significativo” introduce un elemento adicional de vaguedad a la definición de MAC. Utilizamos ‘sustancial’ o ‘significativo’ como traducción del término ‘*material*’.

La determinación de si un cambio es “sustancialmente adverso” es, en nuestra opinión y, entendemos, en la de la mayoría de autores, una cuestión de hecho, que deberá determinarse por un juez o árbitro en función de la intención de las partes, según ha sido reflejada en los documentos y en sus negociaciones (Mehta 2008).

No obstante, algunos autores en Estados Unidos y el Reino Unido han equiparado el “*adverse change*” a instituciones contractuales anglosajonas tradicionales que autorizan a una de las partes a resolver el contrato (Somogie 2009: 108). Tal es el caso de las doctrinas de “*basic assumption*” y “*frustration of purpose*”. De acuerdo con el Second Restatement of Contracts, que busca recoger los principios jurisprudenciales y doctrinarios sobre contratos en los Estados Unidos, si luego de celebrado un contrato, el propósito principal de una parte es frustrado sin su culpa por la ocurrencia de un evento cuya no ocurrencia fue una asunción básica bajo la que el contrato fue celebrado, sus restantes deberes de cumplir con el contrato quedan sin efecto²¹.

Aunque la severa posición de las cortes estadounidenses (y algunas inglesas) frente a la invocación del MAC puede reforzar esta teoría, el hecho es que impone un estándar para alegar un MAC que es excesivamente alto. Si, como dice Zakrzewski, las partes querían utilizar un remedio contractual, en ese caso hubieran reproducido dicho remedio contractual. Asimismo, la teoría de “*frustration of purpose*” genera la terminación del contrato, mientras que los efectos del MAC no son la terminación del contrato necesariamente (aunque una aceleración tiene los efectos económicos de la resolución) (Zakrzewski 2011: 348-9).

En el caso de la legislación contractual peruana, las instituciones jurídicas que más se asemejarían al MAC serían las de “fuerza mayor” y “excesiva onerosidad de la prestación”, esta última una consecuencia de la “desaparición de la base del negocio” en términos similares a los contemplados en la legislación estadounidense (Benavides 1990: 379-80). La “frustración del fin del contrato”, aunque es una consecuencia de la desaparición de la base del negocio, no tiene

²¹ Id. 265 del Restatement (Second) of Contracts.

un reconocimiento en nuestra legislación, jurisprudencia o doctrina (Benavides 1990: 361-2, 371).

La excesiva onerosidad de la prestación requiere de la ocurrencia de una prestación que deviene en “excesivamente onerosa” por acontecimientos “extraordinarios e imprevisibles”, según lo previsto en el artículo 1440 del Código Civil. La prestación puede devenir en onerosa por convertirse en excesivamente costosa para el deudor o a través del “envilecimiento de la contraprestación, o una disminución de la utilidad de la misma” (Benavides 1990: 227).

En el caso del MAC, sin embargo, no es la prestación la que necesariamente se hace onerosa. En un financiamiento, por ejemplo, la prestación es la obligación de dar una suma de dinero, la que, salvo casos extremos (inflación) no deviene en onerosa. Es la situación de la empresa lo que ocasiona normalmente el MAC, mas la empresa o un tercero siempre estarán en posibilidad de pagar.

En el caso fortuito o fuerza mayor, un evento extraordinario, imprevisible e irresistible impide la ejecución de la obligación o determina su cumplimiento parcial, tardío o defectuoso, según lo previsto en el artículo 1315 del Código Civil.

Al igual que en la excesiva onerosidad, sin embargo, los eventos de fuerza mayor proceden en la medida en que previenen a alguna de las partes cumplir la prestación a su cargo, mientras que el MAC normalmente se alega no obstante que la prestación es aún posible. Adicionalmente, el caso fortuito o fuerza mayor se utiliza por la parte que incurre en el incumplimiento, mientras que el MAC es argumentado normalmente (aunque no siempre) por la parte beneficiaria de la prestación pero que ha perdido interés en ella.

De manera general, consideramos que estas figuras imponen un estándar excesivamente alto para la alegación de un MAC. Aunque, como veremos en la sección 3, el MAC normalmente regula situaciones de “incertidumbre”, estas no necesariamente califican de “extraordinarias”, “imprevisibles” e “irresistibles”.

Como se mencionó anteriormente, además, siendo remedios reconocidos por nuestra legislación, no necesitaban reconocerse explícitamente en los contratos, o, en todo caso, podría haberse hecho mención explícita a ellos en los contratos de Adquisición o de financiamiento, si la intención era que las partes pudieran valerse de ellos.

No creemos, por tanto, que las cláusulas MAC puedan ubicarse en una institución legal preexistente. El MAC es un nuevo “estándar” o principio contractual que debe determinarse caso por caso en función de cada transacción y de las intenciones de las partes, según estas se han materializado en las negociaciones

y en el contrato. Lo que sí se puede señalar, sobre la base de la experiencia en la doctrina y jurisprudencia comparada, es que el MAC es un cambio o efecto excepcional, que busca regular situaciones que las partes no están en posición de negociar de manera específica. Desarrollaremos esta idea a continuación.

3. JUSTIFICACIONES DE LA CLÁUSULA MAC

En transacciones intensamente negociadas, con contratos voluminosos y cláusulas tan específicas, la continua existencia de las cláusulas MAC, con sus términos vagos y ambiguos, puede resultar desconcertante.

Una de las primeras justificaciones en el mundo académico, aunque enfocada en los contratos de adquisición de empresas listadas, es la denominada “Symmetry Theory” de Cicarella (Browder 2009: 1163). Decisiones jurisprudenciales respecto de ofertas de adquisiciones hostiles, habían determinado que una empresa objetivo estuviera en la obligación de aceptar siempre la oferta más alta que reciba, incluso si la empresa objetivo ya había acordado la venta a un precio menor. En esa misma línea, las cortes limitaron la exigibilidad de los *break-up fees* (o cláusulas penales por rompimiento de contrato) que superaran el 2% o 4% del importe de la Adquisición (Gilson y Schwartz 2005: 336).

Ello resultó en que en la práctica el vendedor o empresa objetivo se asegurara un precio mínimo con el acuerdo de Adquisición, y una posición negociadora envidiable dado que el acuerdo le abría las puertas a posibles ofertas más competitivas. El comprador, por el contrario, por un lado renunciaba al potencial mayor valor que generase la empresa objetivo, y por otro estaba obligado a concretar la adquisición si el valor de la empresa objetivo resultaba siendo inferior. En el fondo, pues, el comprador estaba otorgándole una opción de venta al vendedor. Con la cláusula MAC, el comprador tenía un instrumento legal para salir de la transacción si el valor de la empresa objetivo terminaba siendo inferior al pactado en el acuerdo de adquisición.

Gilson cuestiona empíricamente esta teoría y plantea la “Investment Theory” como sustento a las cláusulas MAC (Gilson y Schwartz 2005: 337). De acuerdo con esta teoría, las cláusulas MAC sirven para incentivar a la empresa objetivo a realizar inversiones eficientes y que favorezcan la integración entre la fecha del acuerdo y la fecha del cierre esperado de la transacción. En la medida en que la empresa objetivo está en mejor posición para controlar los aspectos intrínsecos o endógenos a la empresa, resulta apropiado que esta asuma dicho riesgo.

Por el contrario, los eventos “exógenos”, como es el caso de una recesión o, en general, aspectos que afectan de manera general al país, a la industria o la economía internacional, no deberían estar bajo los alcances de la cláusula MAC y deberían ser asumidos por el comprador, por ser, como vimos anteriormente, quien está en mejor posición de afrontarlos.

Eric L. Talley, por su parte, utiliza la distinción entre los conceptos de “riesgo” e “incertidumbre” de la literatura económica a las cláusulas MAC (Talley 2009). Riesgo e incertidumbre difieren en el nivel de aleatoriedad. ‘Riesgo’ se refiere a aleatoriedad con la que tenemos cierta familiaridad y que podemos anticipar sobre la base de cálculos probabilísticos. ‘Incertidumbre’, en cambio, se refiere a aleatoriedad cuyo comportamiento probabilístico es desconocido o incluso imposible de anticipar²².

En el caso del riesgo, estamos frente a eventos que las partes pueden anticipar y regular. Las situaciones de incertidumbre, en cambio, no son anticipables ni predecibles, por lo que no pueden ser específicamente tratadas. Las cláusulas MAC surgen para tratar esa incertidumbre o ambigüedad. La parte que es adversa a la ambigüedad, buscará excusar su cumplimiento contractual ante situaciones inesperadas mediante una cláusula MAC.

Otra explicación a la existencia términos de contenido vago, como las cláusulas MAC, se debería, según Choi y Triantis, al elevado costo de litigar (Choi y Triantis 2010: 848). Tradicionalmente se entendía que cláusulas genéricas o vagas se presentaban en situaciones en las que el costo esperado de litigar dichas cláusulas era superado por el menor costo de redacción de cláusulas específicas. No obstante, según Choi y Triantis, si esto fuera correcto, en financiamientos o adquisiciones complejas, en las que un elevado costo de redacción contractual es asumido, cláusulas MAC no deberían mantenerse, cuando sabemos que ocurre todo lo contrario.

La explicación es que el elevado costo de litigar las cláusulas vagas genera incentivos en las partes en renegociar antes que ir a juicio. Las partes, pues, voluntariamente asumen que existen términos que serán utilizados por quien

²² Talley utiliza un ejemplo propuesto por Daniel Ellsberg para distinguir riesgo de incertidumbre. A una persona se le pide que escoja entre dos juegos de azar vinculados con la selección de pelotas dentro de dos urnas. La “urna A” contiene 100 pelotas, compuestas por 50 pelotas rojas y 50 azules. La “urna B”, por su parte, contiene 100 pelotas rojas y azules, también, pero su frecuencia no se especifica. Se le informa a la persona que ganará un premio solo si escoge una bola azul. Según Ellsberg, las personas tenderán a escoger la urna A porque la probabilidad es clara (el “riesgo”), mientras que en la urna B estamos frente a una total incertidumbre (Talley 2009: 759-63).

los invoque para “sentarse a la mesa” y buscar un ajuste en los términos contractuales.

De las distintas justificaciones a las cláusulas MAC indicadas anteriormente, podemos concluir que las cláusulas MAC surgen por el reconocimiento de las partes de que no están en posición de anticipar todos los escenarios futuros y que algunos de esos escenarios pueden ocasionar que una parte no quiera mantener el *statu quo* contractual y este deba replantearse.

De ello también se desprende, sin embargo, que la utilización de las cláusulas MAC debería presentarse en circunstancias excepcionales y que las situaciones que estaban dentro del ámbito de lo predecible no deberían estar reguladas mediante una cláusula MAC. Y en un mundo cada vez más habituado a situaciones inciertas, los eventos “impredecibles” son cada vez menos.

4. LECCIONES PARA LA REDACCIÓN DE CLÁUSULAS MAC

La experiencia de decisiones judiciales y estudios académicos sobre las cláusulas MAC, además de experiencias en la renegociación de contratos que contienen cláusulas MAC que se han señalado a lo largo de este trabajo, nos dan una serie de lecciones en el momento de redactar y negociar estas cláusulas. A continuación, algunas de ellas.

4.1 Manejo de expectativas

La primera lección, y probablemente la más importante, es reconocer que las cláusulas MAC tienen un alcance bastante más limitado del que aparentan. Las probabilidades de éxito al invocar un MAC en un proceso judicial han sido mínimas en los Estados Unidos, y en el caso de las cortes de Delaware, donde se resuelven las disputas sobre la mayor cantidad de contratos de Adquisición, nulas.

Por lo tanto, quien obtiene una cláusula MAC a su favor debe ser consciente de que no va a poder invocar un MAC fácilmente. Y si es que planea invocarla, lo más aconsejable es mantener la discusión en el plano de la negociación y evitar ir a un juicio.

4.2 Regular específicamente las preocupaciones de las partes

Las cláusulas MAC buscan proteger a las partes de la incertidumbre, de situaciones que no están en situación de anticipar. No deben utilizarse, sin embargo, para invocar situaciones que las partes conocen o que razonablemente podían anticipar.

Es recomendable que el acreedor o adquirente regule y negocie expresamente los eventos o riesgos que le preocupan y no confiarse en que la cláusula MAC lo va a proteger. Y en el caso de eventos adversos conocidos, la invocación de un MAC puede incluso ser considerada un acto de mala fe.

Dentro de la propia definición de MAC, si existen eventos que tradicionalmente no son calificados como MAC pero que son relevantes para el comprador o acreedor, estos deberían reflejarse en la definición. Tal es el caso, por ejemplo, de eventos adversos de corta duración o situaciones que afectan a la industria o economía en conjunto.

4.3 MAC respecto de efectos futuros

Como vimos en la sección 2.3.1, los eventos que no afectan inmediatamente a la empresa pero que se espera que lo hagan en un futuro, deben ser regulados mediante la incorporación del término “*prospects*” o la frase “razonablemente podría tener un MAC”, siendo más aconsejable lo primero.

No obstante, y como se vio en la sección 1.2.1 también, la inclusión de estos términos será más difícil en negocios que por naturaleza tienen menos posibilidades de anticipar sus ingresos futuros, como es el caso de las empresas tecnológicas.

4.4 Las exclusiones

Así como el comprador y el acreedor pretenderán incluir cláusulas MAC, corresponderá al vendedor o deudor negociar exclusiones al alcance de la definición de MAC. Como hemos visto en la sección 2.3.1, la exclusión de eventos “exógenos” es normalmente aceptada en el ámbito de las adquisiciones de empresas y, aunque más discutible, podría ser incorporada en los contratos de financiamiento.

4.5 El Market MAC

Incluir un Market MAC es fundamental para un acreedor que se compromete a otorgar un financiamiento. Aunque las posibilidades de éxito de las cláusulas MAC son bastante limitadas, la existencia de un Market MAC permitirá al acreedor renegociar los términos de su obligación de desembolso. Un deudor, por el contrario, buscará evitar el Market MAC, dado que le dará una salida al banco ante eventos ajenos a la situación económica del deudor.

4.6 Mantenimiento de información

Al analizar cláusulas MAC, las cortes estadounidenses han otorgado gran importancia a la intención de las partes, según estas se han reflejado en los distintos borradores de contratos o en la información intercambiada (Grech 2003: 1516). A ello debería añadirse que si el vendedor o deudor había divulgado información sobre eventos que podrían calificar como MAC, las posibilidades de alegar un MAC disminuyen, dado que las cortes esperarían que el acreedor o comprador negocien el impacto de esos eventos en el respectivo contrato.

4.7 Cuidado con el “doble test” para el MAC

Como se vio en la sección 2.2, es conveniente evitar que un solo evento sea calificado dos veces con un MAC. Esto aplica principalmente para los eventos que están regulados en la sección de declaraciones y garantías o de obligaciones del deudor y en la sección de eventos de incumplimiento. Una doble calificación del MAC podría implicar una mayor carga de prueba para el acreedor de la existencia de un evento de incumplimiento y una posible limitación a su derecho a acelerar.

5. CONCLUSIONES

La existencia, casi “ubicuidad”, de un término tan genérico como el MAC en contratos que suelen negociarse intensamente y contener términos detallados es un aspecto llamativo en las operaciones de Adquisición y financiamiento y una de las interrogantes que este trabajo ha pretendido responder.

Aunque, simplificándola bastante, la respuesta no es tan sorprendente: las partes en un contrato (y sus abogados) reconocen que hay determinados riesgos (lo que llamamos “incertidumbre” o “ambigüedades”) que no pueden razonablemente ser anticipados y recogidos específicamente en un contrato. Estos riesgos son los que se recogen en lo que la jurisprudencia y doctrina estadounidense denomina “estándares”, por su generalidad, en oposición a las reglas, que son específicas.

Lo que sí resultó sorprendente es la respuesta a la segunda pregunta que este trabajo buscó dilucidar, en relación con los alcances del MAC. Más allá de específicas decisiones sobre el contenido de la definición del MAC, la jurisprudencia estadounidense ha demostrado una desconfianza extrema en las alegaciones sobre existencia de un MAC y limitado significativamente su ámbito de aplicación. A la

amplitud aparente del término en los contratos de Adquisición y financiamiento, se ha contrapuesto, pues, una interpretación sumamente restringida de las cortes.

No podemos anticipar cuál será la posición de las cortes peruanas (o un Tribunal Arbitral). Esperamos que algunas recomendaciones en este trabajo pongan a las partes en mejor posición ante eventuales disputas. Pero la principal lección es que si usted quiere alegar la existencia de un MAC en un proceso arbitral o judicial, le sugerimos pensarlo dos veces.

6. BIBLIOGRAFÍA

BENAVIDES, Eduardo

1990 *La excesiva onerosidad de la prestación*. Cultural Cuzco S.A. pp. 379-80.

BROWDER, Justin L.

2009 “The 2007 Private Equity Bust: Re-Contextualizing Material Adverse Change Clauses in a Credit Stricken Market”. En: *Univ. Miami Law Rev.*, vol. 63, N° 4, JI 2009, p. 1053.

CHOI, Albert y George TRIANTIS

2010 “Strategic Vagueness in Contract Design: The Case of Corporate Acquisitions”. En: *The Yale Law Journal*, vol. 119.

CRAVATH

2009 “Huntsman/Hexion Failed Merger Litigation Successfully Concluded for Banks”. En: *Cravath*. 27 de noviembre de 2003. <<http://www.cravath.com/HuntsmanHexion-Failed-Merger-Litigation-Successfully-Concluded-for-Banks/>>.

DINUCCI, Jennifer E.

2008 “The MAC Clause: An Emperor with No Clothes”. En: *California Lawyer*.

GILSON, Ronald J. y Alan SCHWARTZ

2005 “Understanding MACs: Moral Hazard in Acquisitions”. En: *The Journal of Law, Economics & Organization*, p. 331.

GOTTSCHALK, Daniel

2009 “Weaseling out the Deal: Why Buyers Should Be Able to Invoke Material Adverse Change Clauses in the Wake of a Credit Crunch”. En: *Houston Law Review*, 47, pp. 1058-60.

GRECH, Jonathon M.

2003 *S.C. Johnson & Son, Inc. v. DowBrands, Inc.* 167 F.Supp. 2d 657 (d.Del. 2001). Citado por GRECH, Jonathon M. “Opting Out: Defining the Material

Adverse Change Clause in a Volatile Economy”. En: *Emory Law Journal*, vol. 52, pp. 1492-3.

MEHTA, Suhrud

2008 “Material Adverse Change Clauses in Adverse Markets”. En: *Milbank, Tweed, Hadley & McCloy, LLP*, 3 de octubre de 2008.

MILLER, Robert T.

2009 “Canceling the Deal: Two Models of Material Adverse Change Clauses in Business Combination Agreements”. En: *Cardozo Law Review*, vol. 31, N° 1, pp. 99-204.

NEAHER, Ned

2012 “Judicial Interpretation of Material Adverse Effect Clauses (United States)”. En: *Presentación de White & Case*.

NICKIG, Jared

2011 “South Africa: Material Adverse Change Clauses: Do They Hold Any Water?”. Junio de 2011. Werksmans Attorneys, un estudio sudafricano, sobre las cláusulas MAC. <<http://www.mondaq.com/x/140706/Corporate+Company+Law/Material+Adverse+Change+Clauses+Do+They+Hold+Any+Water>>.

NIXON PEABODY

2011 *Nixon Peabody MAC Survey*. Nixon Peabody Ltd. 2011.

SOMOGIE, Nathan

2009 “Failure of a ‘Basic Assumption’: The Emerging Standard for Excuse Under MAE Provisions”. En: *Michigan Law Review*, vol. 108, N° 1.

TALLEY, Eric L.

2009 “Uncertainty, Ambiguity, and Contractual Conditions”. En: *Delaware Journal of Corporate Law*, vol. 34, p. 756.

ZAKRZEWSKI, Rafal

2011 “Material Adverse Change and Material Adverse Effect Provisions: Construction and Application”. En: *Law and Financial Markets Review*, septiembre, pp. 344-5, 356.

LA DINÁMICA ENTRE LA REGULACIÓN PRUDENCIAL DEL SISTEMA FINANCIERO Y LA PROTECCIÓN DEL CONSUMIDOR

LJUBICA VODANOVIC RONQUILLO¹

La crisis financiera del 2008 ha revelado la existencia de fallas en la regulación de los mercados financieros, que por años estuvo enfocada en la estabilidad y solvencia de las instituciones financieras individuales más que en el sistema financiero en su conjunto², descuidando la expansión desregulada de la banca en la sombra³ y sus efectos sistémicos, así como la presencia de importantes incentivos perversos en los altos ejecutivos del sector financiero.

Un factor importante que distingue las crisis pasadas de la que ocurrió en el 2008 es que en esta última la afectación al sistema no se atribuyó a la banca tradicional sino principalmente a la banca en la sombra, lo que ha dado lugar a un replanteamiento de los conceptos de riesgo y estabilidad sistémicos, además de haber dirigido la atención de los supervisores hacia nuevas entidades sistémicas

¹ Agradezco la gentil colaboración, para la elaboración del presente artículo, de Diego Díaz Asmat.

² Charles Goodhart, doctor en Economía, profesor emérito de Banca y Finanzas y director del Programa de Investigación sobre Regulación Financiera del Grupo de Mercados Financieros de la London School of Economics, señala que todo el proceso de regulación de Basilea I y II se centró en el banco individual, pero lo que debió importar al regulador era el riesgo sistémico. Señala Goodhart que, según la mayoría de indicadores de riesgo individual, cada banco nunca había parecido más sólido, medido por Basilea II y la contabilidad a valor de mercado, que en julio de 2007, en vísperas de la crisis (Goodhart 2010: 87).

³ Se conoce como “banca en la sombra” o “*shadow banking*” a la actividad realizada por agentes financieros que, sin ser regulados ni supervisados, efectúan actividades similares a la banca, tales como la transformación de recursos crediticios en recursos líquidos. Ejemplos de esta banca los encontramos en los fondos de cobertura de crédito o *credit hedge funds*, fondos mutuos, sociedades de propósito especial. Al respecto, se recomienda revisar los Reportes del Federal Reserve Bank of New York (Pozsar, Adrian, Ashcraft y Boesky 2010).

distintas de la banca tradicional. A su vez, ello ha generado una mayor y más estricta regulación enfocada en controlar los riesgos que manejan los agentes parabancarios y las implicancias de sus operaciones en los mercados financieros⁴.

Las repercusiones que la crisis financiera del 2008 tuvo en los clientes de las instituciones financieras pusieron en entredicho lo poco que se había avanzado normativamente en lo que se refiere a la protección de los consumidores de los mercados financieros, y evidenciaron la necesidad de una regulación especial que procure su tutela y corrija la falla de mercado generada por la asimetría informativa existente entre los proveedores y los consumidores de esta clase de servicios.

Así, a partir de la crisis se han comenzado a replantear los fundamentos de la regulación financiera, otorgando especial énfasis al riesgo sistémico y a la necesidad de brindarle un tratamiento oportuno para que sea controlado adecuadamente, de manera tal que los costos de las operaciones riesgosas llevadas a cabo por las instituciones financieras no sean asumidos por el Estado (e indirectamente, los contribuyentes) sino por aquellos que las realizan (incluyendo a los propios ejecutivos financieros)⁵.

Lo que poco se conoce de los avances regulatorios en los mercados financieros es la relación dinámica que existe entre la protección del consumidor financiero y la estabilidad y solvencia del sistema financiero, pues ambos objetivos han sido tratados de manera diferenciada, sea bajo los enfoques clásicos de una regulación institucional y funcional o, como se propone actualmente, por objetivos^{6 7}.

⁴ Un ejemplo de lo señalado es la preocupación de regular los derivados *over the counter* (OTC) con el propósito de que estos productos se trasladen a los mercados organizados y se liquiden en cámaras de compensación.

⁵ Los principales cambios regulatorios en los Estados Unidos provienen de la Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act emitida en julio de 2010. Esta ley representó un cambio importante en la regulación financiera de los Estados Unidos, y un aspecto que merece destacarse en ella es la necesidad de eliminar la posibilidad de que los contribuyentes sean los que afronten los rescates de las entidades financieras, debiendo ser las propias firmas, a través de requerimientos de capital y control de su crecimiento, las que eviten ser muy grandes para quebrar (*too big to fail*).

⁶ Al respecto, siguiendo a Richard Dale: “Bajo un régimen funcional, los reguladores especialistas se centran en el tipo de negocio sin tener en cuenta las instituciones que participan en el negocio [...] La regulación institucional, a diferencia de la funcional, demanda que las regulaciones se dirijan a las instituciones financieras sin tener en cuenta la combinación de negocios que esté llevando a cabo [...] Por otro lado, en un régimen de agencias reguladoras múltiples especializadas por función, la regulación institucional ‘pura’ se vuelve imposible por la simple razón de que las instituciones ya no son sinónimos de funciones (aunque un elemento de la regulación institucional puede introducirse mediante la asignación de un ‘regulador principal’ para grupos diversificados)” (Dale 1998).

⁷ Cabe indicar que de acuerdo a David Llewellyn: “El mejor criterio para diseñar la estructura de las agencias de regulación debe ser la efectividad y eficiencia de la regulación: la efectividad se

Sin embargo, lo cierto es que ambos objetivos de regulación interactúan constantemente, confluyendo hacia un mismo propósito en algunas ocasiones, complementándose de manera mutua en otras e incluso siendo antagónicos, todo lo cual genera un impacto directo en la eficiencia de los mercados financieros que amerita ser analizado si se desea tener un tratamiento normativo óptimo.

Ciertamente, no se observan en las propuestas regulatorias, iniciativas importantes que busquen compatibilizar, o al menos coordinar, los objetivos de protección del consumidor financiero y de la preservación de la estabilidad sistémica correspondiente a la denominada “regulación prudencial”, lo que resulta fundamental para la eficiencia y solidez del sistema financiero en su conjunto. Como se ha señalado, si bien en varias ocasiones ambos objetivos confluyen en mejorar la competencia y eficiencia del sistema, no es exagerado afirmar que en algunos casos pueden llegar a oponerse y uno tiene que ser sacrificado en aras de cautelar al otro, quedando en las autoridades del Estado la difícil tarea de ponderarlos.

Visto así, la importante tarea del regulador consiste en neutralizar las externalidades de dicha dinámica o, dicho de otro modo, impedir que la misma genere ineficiencias en el sistema financiero que puedan afectar la economía del país. En buena cuenta, como postula Charles Goodhart, el papel del regulador no debería ser tratar de limitar los riesgos que toma una institución financiera siempre que esos riesgos sean internalizados en forma adecuada (es decir, asumidos por la entidad con su propio capital). El regulador se debe preocupar, en cambio, por las externalidades que producen las instituciones financieras con sus operaciones, limitando el grado de afectación que puedan ocasionar en terceros los desarrollos adversos que enfrenten aquellas (Goodhart 2010: 102).

En este trabajo, analizaremos la relación dinámica entre los objetivos de estabilidad del sistema financiero y de protección al consumidor financiero a partir de algunos casos prácticos, lo cual nos permitirá entender las implicancias de dicha relación para el sistema financiero y reflexionar sobre las propuestas que podrían adoptarse con miras a lograr un equilibrio y mejorar el *trade off* de esa

refiere a si los objetivos son cumplidos, mientras que la eficiencia se relaciona a si son cumplidos de una forma eficiente y sin imponer costos innecesarios a los consumidores y firmas reguladas. Existen dos razones principales para esto. En primer lugar, las agencias regulatorias podrán ser más efectivas y eficientes cuando tienen objetivos claros, definidos y precisamente delimitados, y cuando su mandato es claro y preciso. En segundo lugar, la responsabilidad podrá ser más efectiva y transparente cuando está claro de qué objetivos las agencias particulares son responsables” (Llewellyn 2006).

dinámica. Antes de dicho análisis empírico, sin embargo, es importante repasar cada uno de los objetivos señalados:

Los objetivos de la regulación prudencial del sistema financiero

El objetivo principal de la regulación del sistema financiero es velar por su estabilidad y solvencia, para que las entidades internalicen los costos derivados de sus decisiones y las externalidades no generen ineficiencias que puedan perjudicar al sistema y a la economía. David Llewellyn nos recuerda que el propósito de la regulación financiera debe ser corregir las fallas e imperfecciones del mercado, ya que, de no existir una regulación, tales fallas afectarían el mercado y reducirían el bienestar del consumidor (Llewellyn 1999: 21). Lo difícil es encontrar el balance adecuado para obtener un grado de regulación óptimo en el cual los beneficios sean mayores que los costos involucrados en toda regulación (Llewellyn 1999: 44-5).

En efecto, se parte de que el sistema financiero está compuesto por entidades que se relacionan entre sí, que son sofisticadas y que manejan recursos dinerarios de un público atomizado que no cuenta con el conocimiento que tienen ellas. Por tanto, existen fallas de mercado originadas por la asimetría informativa que hay entre dichos participantes, puesto que el público no conoce con exactitud la situación de sus depósitos ni la calidad de los activos del banco. Otra de las fallas que se presentan son los costos de agencia, ya que las entidades financieras siempre tendrán el incentivo de buscar la mayor rentabilidad posible sin asumir los riesgos que sus actividades les generen, debido a que los recursos no son suyos sino de terceros.

Unida a dichas imperfecciones del mercado está la interconexión que se produce entre las entidades financieras que forman parte de un sistema, del cual se sirven prestándose entre ellas, lo que genera riesgos sistémicos pues la caída de una entidad financiera puede ocasionar la caída de otra. Esto, que se conoce como efecto “dominó”, ha sido una de las principales razones que ocasionaron la crisis del 2008, y que ha llevado a estudiar este riesgo y a redimensionarlo. En efecto, las consecuencias sistémicas que se produjeron con esta crisis no se originaron ni tampoco afectaron a los depositantes, sino que su causa estuvo principalmente en el crédito y en la cadena de pagos, siendo el flujo de crédito el principal afectado, lo que nos debe llevar a concluir que la protección del ahorro del público no es suficiente en los mercados financieros actuales.

Ahora bien, para lograr el propósito de mantener la solvencia y solidez del sistema financiero, la regulación financiera cuenta con diversas herramientas, muchas de las cuales son prudenciales y están encaminadas a evitar la excesiva toma de riesgos por parte de las empresas, a través de la exigencia de medidas como requerimientos de capital, provisiones, evaluación y clasificación del deudor, límites operativos, entre otras, destinadas a reducir su excesivo crecimiento y los riesgos vinculados a este. Así, el propósito de este tipo de regulación, denominada “prudencial”, es buscar que las empresas financieras mantengan sus activos valorados sobre una “preocupación constante”, ponderándolos por su riesgo.

La regulación prudencial también comprende la regulación del crédito, con miras a evitar el sobreendeudamiento y proteger la liquidez de las entidades financieras, por la importancia que tiene esta para no poner en riesgo su solidez y solvencia. Así, las reglas en esta materia incluyen mayores exigencias patrimoniales para créditos morosos y colchones de liquidez para afrontar situaciones potenciales de pérdida para una entidad financiera. De ahí la difícil tarea de propender a una mayor bancarización pero de manera responsable, con una banca que cuide la calidad de los activos que coloca en el mercado.

Junto con las normas prudenciales, la regulación financiera también adopta mecanismos proteccionistas, los cuales tienen por finalidad establecer redes de seguridad que protejan los intereses del público ante una situación de crisis de una entidad financiera. Ciertamente, se ha indicado que los usuarios del sistema financiero no conocen la real situación de sus activos. Por lo tanto, ante una situación de incertidumbre –racional o irracional– respecto de la seguridad de sus depósitos, que los lleve a retirarlos de la entidad depositaria, esta conducta podría generar una “corrida bancaria”, ya que todos los usuarios que se consideren en igual situación de incertidumbre –y que no tienen información exacta– preferirán hacer lo mismo antes que exponerse a la pérdida de sus ahorros.

Para evitar los riesgos de una potencial corrida bancaria que pueda originar la insolvencia de una entidad y una crisis sistémica, es que la regulación provee redes de seguridad a favor del público usuario, ejemplos de las cuales son los fondos de protección, ya sean parciales o totales, a favor de los depositantes, así como los mecanismos de préstamos de última instancia a cargo de la banca central para inyectar liquidez a las entidades deficitarias.

El problema que presentan las redes de seguridad es el riesgo moral que generan para los mercados financieros, pues se laxa la disciplina del prestamista (usuario) y del prestatario (entidad captadora). El primero porque sabe que habrá un fondo que se responsabilizará por la devolución de sus ahorros, y el segundo porque sabe

que sea cual fuera el riesgo que asuma, dicho fondo responderá por sus deudas. No obstante existir ese riesgo moral que también enturbia los objetivos de la regulación, la mayoría de expertos coinciden en señalar que mayor que este riesgo sería el costo de no contar con redes de seguridad para la protección del público. Como explica David Llewellyn, la regulación financiera presenta limitaciones y es necesario un reconocimiento público de ello, en el sentido de que el público debe saber que no todos los riesgos son cubiertos, y que el nivel óptimo de la regulación y supervisión no alcanza para eliminar toda posibilidad del público de hacer elecciones erróneas en los contratos financieros. La política pública nunca debe eliminar el incentivo para que el público consumidor de los servicios financieros ejerce el debido cuidado (Llewellyn 1999: 51-2).

La protección del consumidor financiero

El objetivo de proteger al consumidor financiero radica en procurar la satisfacción de su derecho a recibir un servicio idóneo, a través de información transparente que le permita adoptar una decisión acorde a sus intereses, en un mercado de consumo masivo donde existe asimetría informativa entre los agentes financieros y el público usuario, y en el cual además se hacen notorios los costos de agencia involucrados en la prestación de los servicios financieros.

A su vez, mayor transparencia para el consumidor por parte de los agentes financieros contribuye a fomentar competencia entre estos últimos, lo que debería poder generar eficiencia en este mercado, mejorando la economía del país⁸. Recordemos en este punto que el desarrollo de un sistema financiero eficiente y robusto genera un mayor crecimiento económico por la estrecha relación que tienen ambas variables (World Bank 2001). De ahí que puede deducirse la existencia de un nexo entre la labor de regular el sistema financiero para buscar su competitividad y eficiencia, y proteger al consumidor de servicios financieros dándole las herramientas para que adopte decisiones informadas.

Adicionalmente, se han elaborado estudios que demuestran que la regulación en materia de protección al consumidor financiero no solo protege al consumidor

⁸ No obstante, cabe señalar que, a raíz de la crisis del 2008, se viene postulando que la expansión económica vivida antes de la crisis redujo el incentivo de los bancos de actuar diligentemente en su actividad crediticia, lo que fue a su vez acrecentado por la fuerte competencia entre los agentes financieros. Ello ha llevado a varios estudiosos a concluir que la competencia en los mercados financieros contribuyó a reducir los estándares de calidad crediticia (Dell'Ariccia, Igan y Laeven 2009).

individual sino también los mercados financieros en su conjunto, pues una regulación eficiente en materia de consumidor debería poder ayudar a hacer predecibles los incumplimientos de los prestatarios y a mitigar la incidencia de dichos incumplimientos⁹.

En este punto, cabe detenernos para reflexionar si, dada la interrelación entre protección al usuario y eficiencia del sistema financiero, la transparencia en la información resultaría suficiente para generar un mercado eficiente, o si en su lugar lo que importa es la forma como la información transparente es presentada al consumidor. Ciertamente, a raíz de la crisis, han surgido interesantes estudios que demuestran que optar por una alternativa de regulación “conductista” podría hacer más eficientes los mercados financieros, ya que ayudaría a los consumidores a mejorar sus decisiones financieras, a la vez que haría más predecible su conducta (y, por tanto, sus incumplimientos).

Esta perspectiva parte de la premisa de que la conducta de los consumidores muchas veces es irracional y, a pesar de tener toda la información disponible para adoptar una decisión razonable, estos pueden tener un sesgo psicológico y emocional que les impida actuar del modo esperado. Estos estudios demuestran que dando a los consumidores alternativas como, por ejemplo, *menu designs* (alternativas predeterminadas de opciones, dejando claras las consecuencias de cada opción y asegurándose de que mentalmente procesen dicha información), se podría disuadirlos de asumir decisiones muy riesgosas, además de hacer más predecible su actuación y estandarizar las condiciones en los contratos financieros para hacerlos más homogéneos y fáciles de fiscalizar. Ello, a su vez, generaría mayor solvencia al sistema financiero por cuanto mejoraría la calidad de los créditos.

Quienes proponen la regulación conductista consideran que permite un equilibrio para los intereses que se busca tutelar, ya que es una opción regulatoria que se ubica entre el libre mercado –y la mera transparencia de la información que este postula– y una intervención estatal propia de un sistema proteccionista.

Ejemplos de esta regulación conductista son aquellas cláusulas contractuales que incentiven conductas determinadas de las partes, permitan al deudor revertir condiciones previamente pactadas y establezcan por *default* consecuencias favorables a este, guías de buen deudor, buen prestamista, gobierno corporativo y, en general, lineamientos que permitan alinear los intereses de los diferentes actores del mercado financiero.

⁹ Al respecto, se recomienda revisar la *Interagency Guidance on Nontraditional Mortgage Product Risks*. Board of Governors of the Federal Reserve System. Supervision and Regulation Letter 06-15. Septiembre, 2006.

La regulación conductista surge entonces como una forma de dar pequeños estímulos a los consumidores para mejorar la elección de los servicios financieros que contratan y, de esta forma, propender a un sistema financiero más eficiente. Ello tiene un impacto directo en la protección del consumidor y también en la eficiencia de los mercados financieros (pues una mejor elección, mejora la calidad del crédito y genera eficiencia en el mercado). De esta forma, se logra un equilibrio interesante entre los objetivos en juego¹⁰.

Alternativas como la educación financiera también son interesantes para lograr el equilibrio antes señalado y contribuir a la eficiencia de los mercados financieros; no obstante, este tipo de propuestas regulatorias no son parte de este trabajo, sino más bien cómo se relaciona el objetivo de protección al consumidor con el de mantener la eficiencia, solidez y estabilidad de los sistemas financieros.

Finalmente, en el plano contractual, es importante recordar que los productos y servicios financieros se prestan a una comunidad de usuarios a través de la contratación en masa, en la cual la libertad contractual queda limitada por las propias circunstancias de la contratación masiva y, dada la asimetría informativa entre los agentes financieros y los usuarios, el Estado participa para equilibrar las prestaciones contractuales, reducir dicha asimetría y evitar abusos frente al consumidor.

Por ello, es innegable la necesidad de una regulación que tutele los objetivos de protección del consumidor financiero antes señalados. Lo que debe cuidarse es la medida de dicha intervención que, por la búsqueda de ese equilibrio contractual, podría estar perjudicando objetivos de interés público como son la estabilidad y solvencia del sistema financiero.

Hasta aquí hemos explicado brevemente los fundamentos de la regulación prudencial y la protección del consumidor financiero, y cómo ambos aspectos constituyen objetivos importantes de la regulación financiera actual que se relacionan entre sí. A continuación, se describirá el panorama regulatorio actual en materia de protección al consumidor financiero, para luego exponer los ejemplos que evidencian la dinámica de los objetivos en juego.

¹⁰ La regulación conductista forma parte del “paternalismo libertario”, filosofía creada por Richard Thaler y Cass Sunstein, que propone que el Estado puede ayudar al ciudadano a tomar decisiones más eficientes.

La protección del consumidor financiero en nuestro ordenamiento

En nuestro país, la autoridad reguladora y supervisora del sistema financiero es la Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (SBS). Dicho organismo cuenta con amplias potestades, otorgadas por la Ley 26702 en desarrollo de la disposición establecida en el artículo 87° de la Constitución Política de 1993, para monitorear, fiscalizar y sancionar cualquier comportamiento de las empresas que operan dentro del mencionado sistema, que contravenga las normas que las regulan.

La Ley 26702 contiene distintas normas que corresponden a la regulación prudencial y proteccionista desarrolladas anteriormente, cuyo objetivo, como se ha explicado, es proteger el ahorro del público y velar por la solidez y solvencia del sistema financiero. Además, la referida ley ha recogido para las empresas del sistema financiero un mecanismo de aprobación de las cláusulas generales de contratación que empleen, el cual busca proteger indirectamente a los consumidores de los productos y servicios financieros. En este sentido, la SBS se encarga de evaluar y aprobar de manera previa las cláusulas generales de los contratos que utilicen las empresas del sistema financiero, procurando que se respete un adecuado equilibrio contractual (es decir, que las empresas no se aprovechen de la asimetría de información existente). Asimismo, la SBS también puede sancionar los incumplimientos por parte de las mencionadas empresas de las normas de transparencia de información aplicables a la contratación con los usuarios del sistema financiero, aprobadas mediante la Ley 28587 y la Resolución SBS 1765-2005. Estas normas de transparencia de información tienen como finalidad reducir la falla de asimetría informativa indicada anteriormente, de forma tal que los consumidores de los productos y servicios financieros puedan mejorar su acceso a la información relevante para la toma de decisiones con respecto a dichos productos y servicios.

Pese a las atribuciones señaladas, es necesario indicar que la SBS no resuelve las controversias que se susciten en la contratación concreta de estas instituciones con sus clientes, dado que esta labor en nuestro ordenamiento la desempeña exclusivamente el Instituto Nacional de Defensa de la Competencia y de la Protección de la Propiedad Intelectual (Indecopi), y no solo en el caso de los productos y servicios de las empresas del sistema financiero sino en todos los productos y servicios ofrecidos a los consumidores de cualquier actividad económica.

De esta forma, actualmente en nuestro país, de manera general, puede decirse que tenemos el siguiente cuadro de competencias en lo que se refiere a la protección del consumidor financiero:

	Protección al consumidor financiero
Indecopi	<ul style="list-style-type: none"> - Inicia procedimientos de oficio o a pedido de parte por incumplimientos de las normas de protección del consumidor financiero (actuación posterior a la contratación individual). - Resuelve controversias. - Protección directa.
SBS	<ul style="list-style-type: none"> - Aprueba cláusulas generales de contratación de los productos y servicios de las empresas del sistema financiero y sanciona incumplimientos a las normas de transparencia de información (actuación previa y posterior a la contratación individual). - No resuelve controversias. - Protección indirecta.

Elaboración propia.

Dado que la protección al consumidor es un objetivo de la regulación financiera que busca reducir la asimetría informativa y los costos de agencia existentes en los mercados financieros, existen ciertos riesgos de que sean dos entidades estatales las que se ocupen –ya sea directa o indirectamente– de dicho objetivo, tales como la duplicidad en la regulación, el desconocimiento de la autoridad general de consumo en lo que respecta a la industria de servicios financieros, o la confusión generada en los consumidores respecto de las competencias y responsabilidades de cada entidad, todo lo cual podría generar ineficiencias en los mercados financieros sobre las que vale la pena reflexionar.

El principal conflicto de objetivos que destacamos para el propósito de este artículo se basa, como mencionamos, en que mientras el Indecopi procura la protección del consumidor afectado individualmente, la SBS se encarga de velar por la estabilidad y solvencia del sistema financiero en su conjunto. Por ello, de darse una situación límite en la que se esté en la disyuntiva de elegir entre la protección individual de una persona o conjunto de personas y la tutela del sistema financiero (sistémico por naturaleza), la presencia de dos autoridades cuyos objetivos están interconectados, pero donde no existe un mecanismo legal que permita ponderarlos debidamente, podría resultar ineficiente e incluso perjudicial

para el sistema financiero y la sociedad en general¹¹. Lo mencionado se torna aún más grave por la naturaleza compleja de los productos y servicios financieros, los que requieren de un mayor grado de especialización o conocimiento de las autoridades competentes para evaluarlos.

Por otro lado, la duplicidad de autoridades en temas vinculados a la protección del consumidor financiero puede eventualmente provocar confusión a los usuarios de las empresas del sistema financiero respecto de las competencias de cada supervisor y sus respectivas responsabilidades, lo cual potencialmente podría generar desconfianza en el sistema financiero y en la propia autoridad que lo supervisa. Asimismo, la duplicidad de regulación también es un riesgo latente en este escenario, que debe cuidarse especialmente, ya que podría implicar el encarecimiento de los costos de la industria financiera, los cuales finalmente serían trasladados al consumidor, generándose así mayor ineficiencia en el sistema.

Ante ello, cabe que nos cuestionemos si el modelo de supervisión que hemos adoptado sirve al propósito de tutelar los objetivos regulatorios antes descritos¹², pues un megarregulador que se ocupe de todos los objetivos de regulación financiera podría tener excesivo poder y hacerse más influenciable por el mercado, pero mantener una agencia de regulación prudencial separada de una de protección al consumidor financiero podría descuidar la fuerte dinámica que existe entre los diferentes objetivos y la necesidad de una estrecha coordinación entre ellos, dado el impacto que tienen en los sistemas financieros. Este planteamiento podrá ser mejor comprendido cuando terminemos de analizar las diferentes situaciones de “juego” entre los objetivos que nos ocupan.

Pero no solo cabe reflexionar sobre los modelos de supervisión, sino también sobre la necesidad de que, sea cual fuere la estructura de supervisión adoptada, exista capacidad suficiente en las autoridades de supervisión que les permita

¹¹ Al respecto, resulta interesante la propuesta regulatoria formulada por el gobierno inglés, que consiste en la creación de una autoridad de regulación prudencial en cabeza de una subsidiaria del Bank of England (denominada Prudential Regulatory Authority – PRA), la cual tendría poder de “veto” sobre la autoridad de consumo financiero (denominada Financial Conduct Authority – FCA) en caso se produzcan conflictos de objetivos entre ambas o duplicidad de regulación que encarezca los costos para la industria financiera o para el consumidor.

¹² Los modelos de supervisión dependen de la decisión de cada país y de cómo este percibe sus mercados financieros. En líneas generales, existe un modelo de supervisión por “industria” (según el cual pueden existir uno o varios supervisores dependiendo de si el país concibe sus industrias financieras integradas o no); y existe un modelo de supervisión por “objetivos”, como se conoce al esquema de las *twin peaks* o picos gemelos, el cual se basa en dos agencias separadas, una encargada de la regulación y supervisión prudencial y otra de la conducta de los negocios (que vela por la protección del consumidor), pero que coordinan sus objetivos de supervisión (Llewellyn 2006: 18-8).

comprender cuáles son los objetivos de supervisión en los mercados financieros –y cómo ellos se relacionan entre sí– y asumir el compromiso de coordinar la toma de decisiones de supervisión que puedan impactar en los objetivos de otro ente supervisor, con el propósito de que estas decisiones no generen para los mercados financieros mayores costos que los beneficios que se pretenden lograr. En suma, se trata de procurar el bienestar del público usuario de los servicios financieros a través de un mercado eficiente, lo cual justifica una labor coordinada entre las autoridades competentes, que apunte a lograr un grado de regulación y supervisión que sea óptimo. En palabras de David Llewellyn, se trata de que la regulación sea un juego de suma positiva, en el que tanto la industria como los consumidores ganen o en el que las ganancias de uno de estos dos grupos excedan las pérdidas del otro (Llewellyn 1999: 45).

Vale la pena destacar en este punto que, a raíz de la crisis del 2008, los mercados más avanzados han modificado sus estructuras regulatorias, optando por priorizar el objetivo de la regulación prudencial frente a la protección del consumidor individual y tener supervisores de los productos y servicios financieros especializados en la materia¹³.

Hecha esta explicación, a continuación mencionaremos algunos ejemplos que pueden ilustrar mejor la dinámica entre los objetivos de regulación financiera señalados y los riesgos anteriormente mencionados que se encuentran presentes en el esquema de la protección del consumidor financiero en nuestro ordenamiento, debiendo aclarar que no es el propósito de este artículo cuestionar la actuación de las autoridades competentes en su análisis y/o resolución, sino más bien resaltar la necesidad de tener claros los conceptos en juego y sus implicancias regulatorias en los objetivos que se quieren tutelar.

Ejemplos de la relación dinámica entre la protección al consumidor y los objetivos de la regulación financiera

Mencionaremos para comenzar el caso del débito automático y la posibilidad de aplicarlo tratándose de cuentas de ahorro en las que depositen sus haberes los trabajadores, a propósito de la reciente Resolución 3448-2011/SC2-Indecopi de la Sala de Defensa de la Competencia 2 del Tribunal de Defensa de la Competencia y de la Propiedad Intelectual. En la referida resolución, el Indecopi ha considerado

¹³ Así, en los Estados Unidos con la Dodd-Frank Act se ha creado el Consumer Financial Protection Bureau. De manera similar, en el Reino Unido se ha constituido la Financial Conduct Authority, siendo ambos entes especializados en materia de protección del usuario de servicios financieros.

procedente la aplicación del derecho de compensación por parte de los bancos, incluso sobre cuentas en las que se realiza el depósito de remuneraciones, y sin que resulten aplicables los límites establecidos en el artículo 648 del Código Procesal Civil. El problema principal de este fallo, en nuestra opinión, es que confunde los conceptos de débito automático o cargo en cuenta, de la compensación a que se refiere el Código Civil y del derecho de compensación permitido a las entidades financieras en la Ley 26702, lo cual no permite distinguir con claridad los diferentes tratamientos legales que tiene cada una de dichas figuras.

En efecto, el Indecopi resuelve en su fallo declarando procedente el derecho de compensación consistente en que el consumidor afecte voluntariamente su remuneración o pensión para atender en vía de compensación sus obligaciones. Así, considera que “la prohibición de afectación de remuneraciones contenida en el artículo 648 del Código Procesal Civil cobra sentido únicamente en su literalidad; esto es, en el caso específico de embargos, mas no en la compensación libre y voluntariamente pactada con el consumidor”.

No obstante, el derecho de compensación establecido por la Ley 26702 –y no contractualmente pactado– es una herramienta de regulación prudencial conferida a las entidades prestamistas con la finalidad de que puedan recuperar de manera expedita sus acreencias y se tutelen de esta forma los ahorros del público. Por su parte, la compensación legal prevista en el artículo 1288 del Código Civil únicamente obedece al interés de los sujetos obligados de forma recíproca en que se extinga total o parcialmente el vínculo obligatorio que mantienen. Finalmente, el débito automático, que es a lo que parece referirse el Indecopi cuando describe el pacto previo entre deudor y acreedor para pagar acreencias con cargo a la remuneración, es un mecanismo previamente acordado por las partes, según el cual en la fecha en que el pago del préstamo es exigible, este es debitado de la cuenta del cliente por el monto total comprometido, así se trate de una cuenta en la que se depositan sus haberes. Es decir, se trata de un mecanismo de pago pactado contractualmente.

Pese a la confusión mencionada, apreciamos la posición del Indecopi y la consideramos un avance con relación a criterios adoptados anteriormente. Sin embargo, no creemos que con la resolución indicada se haya solucionado el problema de fondo que consiste en evaluar si cabe limitar el ejercicio del derecho de compensación de los bancos en las cuentas donde se paguen las remuneraciones de los clientes, en virtud del artículo 648 del Código Procesal Civil, así como analizar la manera de hacerlo sin poner en peligro los objetivos de regulación financiera que están en juego.

Sobre el particular, en primer lugar debemos señalar que no es correcto hablar de inembargabilidad de una remuneración pagada en cuenta, porque una vez que esta es depositada en la cuenta del trabajador, pierde la naturaleza de remuneración y se convierte en una acreencia del cliente frente al banco depositario. En efecto, estrictamente hablando no es dinero en posesión del banco y de propiedad del cliente, debido a que se trata de un depósito irregular¹⁴. En segundo lugar, considerar la intangibilidad de un bien por ser inembargable nos sitúa en un contexto procesal donde legalmente es aplicable la figura del embargo, pero, fuera de dicho contexto, concluir que una remuneración pagada en cuenta es intangible y, por lo tanto, no compensable, nos parece aplicar una consecuencia legal a un supuesto de hecho diferente.

No obstante las limitaciones conceptuales detectadas, para los efectos del presente artículo hemos considerado importante atender al objetivo que estaría detrás de limitar el ejercicio del derecho de compensación cuando se trata de una cuenta en la que se ha depositado la remuneración del trabajador. Al respecto, se considera a la remuneración un derecho alimentario y asistencialista, y es por esa razón que el Código Procesal Civil lo considera inembargable cuando no exceda de cinco Unidades de Referencia Procesal, siendo el exceso embargable hasta una tercera parte.

Es claro que el objetivo de fondo para limitar la compensación sería no afectar un derecho alimentario, individual y humano del trabajador. Frente a esta finalidad, es importante advertir que el derecho de compensación de las empresas del sistema financiero también tiene un fundamento de protección que no es individual sino colectivo, consistente en proteger el ahorro del público y la estabilidad del sistema, al permitir a las referidas entidades recuperar de manera expedita sus acreencias y así tener los recursos que les posibiliten pagar sus obligaciones, tanto con el público ahorrista como con otras entidades acreedoras, de modo que disminuyan sus posibilidades de incumplimiento y eviten incurrir en situaciones de *default*.

¹⁴ Al respecto, según Sergio Rodríguez Azuero: “Las legislaciones y la doctrina al estudiar el contrato de depósito y encontrarse ante la posibilidad que acabamos de mencionar, vale decir, el recibo de una cosa fungible o consumible, entendieron que era posible mantener el esquema del depósito sustituyendo la obligación principal del depositario, de devolver el mismo bien, por una de género consistente en devolver un tanto o cantidad equivalente de bienes de la misma especie y calidad. Por separarse entonces del requisito central aplicable al objeto del contrato de depósito [...] se impuso la necesidad de calificar estos depósitos con el nombre de depósitos irregulares” (Rodríguez 2009: 285).

Por este motivo, desde el punto de vista regulatorio, el hecho de que los bancos no puedan ejercer una medida de ese tipo frente a sus deudores morosos podría traer consecuencias negativas en la recuperación de sus acreencias, en el repago de sus obligaciones y en el cumplimiento de la devolución del ahorro del público. En efecto, debe tenerse en cuenta que la contratación bancaria es masiva, por lo que la afectación de un derecho de cobro en una relación contractual analizada a propósito de la denuncia de un consumidor podría afectar una serie indefinida de contratos, lo cual, dependiendo de la gravedad de los casos involucrados, puede poner en riesgo la cadena de pagos, la estabilidad del sistema y, en definitiva, el ahorro del público.

Asimismo, las entidades que no pudiesen recuperar sus acreencias impagas de una manera expedita, no tendrían incentivos para prestar a los sectores más necesitados, pues es en estos en donde adquiere especial relevancia tener medidas legales para recuperar prontamente los préstamos efectuados. Entonces, una limitación excesiva o injustificada a la posibilidad de compensar, a la vez que afectaría los objetivos prudenciales mencionados, desincentivaría la bancarización y la inclusión financiera.

En este punto, el lector ya habrá podido advertir que nos encontramos ante un conflicto de los objetivos en juego al limitar el derecho de compensación sobre las remuneraciones en cuenta. El conflicto consiste en pretender preservar la protección del ahorro del público y la estabilidad del sistema financiero, frente a la protección del consumidor individual y su derecho alimentario. El problema que advertimos es que este conflicto no podrá ser solucionado de una manera eficiente (que pueda neutralizar las externalidades del problema y lograr un equilibrio entre ambos objetivos) sin tener claridad respecto de los conceptos involucrados.

Asimismo, si lo que se busca es preservar la intangibilidad del límite legal establecido para proteger el derecho alimentario del trabajador, entonces surge la necesidad de una norma que permita distinguir el derecho alimentario del trabajador (remuneración) cuando ingresa en una cuenta bancaria, ya que en la medida en que ello no sea distinguible, no podrá tutelarse el derecho del trabajador. En efecto, ante la ausencia de una definición legal en ese sentido, no parece razonable proteger el derecho individual del trabajador prohibiendo –o limitando– la compensación en las cuentas, dado los efectos negativos de ello en la colectividad. Por este motivo es que, en nuestra opinión, si se pretende proteger el derecho alimentario de un trabajador que percibe su remuneración en una cuenta bancaria, entonces el pago de haberes en cuenta debería ser objeto de una

regulación que permita su diferenciación. De lo contrario, se seguirán afectando objetivos de interés público como son el ahorro nacional y la estabilidad del sistema financiero y de la cadena de pagos.

Por otro lado, consideramos que los débitos automáticos o cargos en cuenta no deberían verse afectados bajo ningún escenario, ni aunque recaigan en cuentas de pago de haberes o cuentas en las que se perciban las remuneraciones del trabajador, pues dichos pactos responden a la voluntad de las partes y, por ello, deben ser respetados. En efecto, el hecho de que los contratos financieros sean pactados masivamente a través de contratos por adhesión, no debería entenderse como una licencia para cuestionar todo lo pactado bajo el argumento de que la voluntad del deudor se encuentra viciada. Esta visión simplista de la contratación en masa afecta el tráfico comercial de bienes y servicios financieros y, con ello, la eficiencia del mercado. Por esto, solo si una cláusula se considera abusiva para los intereses de los consumidores, no debiera ser aprobada por la autoridad competente. En este sentido, las cláusulas generales de contratación aprobadas administrativamente y las que no requieran aprobación, se consideran válidas y eficaces mientras no sea declarado *ex post* lo contrario en sede administrativa o judicial, de acuerdo a criterios de vejatoriedad¹⁵.

Visto así, dudamos que una cláusula general de contratación mediante la cual acreedor y deudor acuerden que un crédito exigible se pagará con cargo a la remuneración de este último, a través de cargos en su cuenta, pueda ser considerada una cláusula abusiva o vejatoria. No olvidemos que un cargo en cuenta es una forma de cobrar un crédito exigible, contraído por el deudor en uso de su libertad contractual. Por ello, considerar abusivos cargos o débitos automáticos previamente pactados, cuando recaigan en remuneraciones pagadas en cuenta, podría afectar injustificadamente los objetivos de la regulación prudencial que han sido explicados en detalle con anterioridad.

Dicho esto, resulta a nuestro juicio necesaria una mejor coordinación entre las autoridades competentes para tratar de compatibilizar los intereses en juego

¹⁵ El artículo 1398 del Código Civil prohíbe que se establezcan cláusulas abusivas o vejatorias en los contratos de adhesión y en las cláusulas generales de contratación, con la finalidad de restablecer el equilibrio entre las partes. En este sentido, las cláusulas abusivas o vejatorias son aquellas que, a pesar de la buena fe, determinan a cargo del consumidor un significativo desequilibrio de los derechos y de las obligaciones derivados del contrato. Tres criterios pueden ser aplicados en el juicio de vejatoriedad: (i) debe tenerse en cuenta la naturaleza del bien o del servicio objeto del contrato; (ii) deben tenerse en cuenta las circunstancias existentes en el momento de su conclusión; y (iii) deben tenerse en cuenta las otras cláusulas del mismo contrato o de otro conexo o del cual depende (Barchi s.f.: 33).

(de protección al consumidor financiero, al ahorro del público y a la estabilidad del sistema). Finalmente, tanto la compensación de acreencias como los pagos a través de cargos en cuentas bancarias contribuyen a la bancarización y mitigan la morosidad, como se ha explicado de manera precedente, por lo que constituyen propósitos sobre los cuales vale la pena reflexionar.

Al margen del caso que hemos analizado, existen varios otros en los que se presentan conflictos entre los objetivos de la regulación financiera prudencial y de protección al consumidor financiero que, por razones de espacio, no podrán ser analizados a profundidad en este artículo. Sin embargo, a continuación estos casos serán mencionados porque también les resulta aplicable la reflexión invocada anteriormente en el sentido de que es necesario buscar un equilibrio entre los objetivos que se quieren tutelar.

Se ha detectado, por ejemplo, la invocación del derecho a la no discriminación, que surge del derecho a la igualdad reconocido en nuestra Constitución Política, pero que puesto en la esfera de la regulación financiera ha sido propuesto como un límite a la facultad de los bancos de cerrar las cuentas de sus clientes sin expresar la razón o motivo. En este punto, el conflicto surge entre dicho derecho fundamental y el objetivo prudencial de preservar la integridad de los mercados financieros, evitando que estos sirvan para el lavado de activos y el financiamiento del terrorismo. Ciertamente, una entidad que detecta que un cliente podría estar lavando activos, debería tener la facultad de cerrar la cuenta de dicho cliente sin expresar la causa que lo motive a hacerlo, puesto que ello pondría en alerta al cliente y evitaría su seguimiento por las autoridades competentes. Ello no constituye un trato discriminatorio, pues dicho cliente –respecto del cual existen sospechas de lavado– no está en las mismas condiciones que otros clientes y, por lo tanto, no se le está confiriendo un tratamiento discriminatorio, sino diferente, justamente por estar en una situación distinta.

El derecho a la no discriminación también ha sido invocado cuando una entidad ha considerado clasificar a un deudor de modo menos favorable que otro, basando dicha diferenciación en la evaluación de la capacidad crediticia del deudor y su flujo de repago. Nuevamente, consideramos que el derecho a la igualdad y a la no discriminación no podría ser invocado cuando una entidad distingue a sus clientes en función de la evaluación crediticia que realiza, ya que es ella –y no el cliente– la que está en condiciones de conocer la capacidad crediticia de cada uno de sus deudores.

Una adecuada evaluación crediticia –que además se hace en el marco de una regulación estricta– debe permitir a una entidad financiera conocer la calidad

de su cartera y efectuar las provisiones que necesite para enfrentar eventuales pérdidas por ella. Reclasificar a un deudor por considerarse que ha recibido un tratamiento discriminatorio frente a otro implica, además de no observar las exigencias de la regulación específica, afectar la correcta valoración de la cartera crediticia y no darle el tratamiento prudencial que esta requiere para que el banco conozca la situación real de sus activos, con los riesgos que ello conlleva para la solidez de la empresa y el ahorro del público. Nuevamente, se produce un conflicto entre objetivos de interés público (ahorro del público y estabilidad del sistema financiero) frente al derecho individual del deudor que consideró haber sido discriminado.

Finalmente, pero no menos importante, se observa un caso interesante de conflicto de objetivos con ocasión del Proyecto de Promoción de la Libre Competencia y la Eficiencia de los Mercados para la Protección de los Consumidores 972/2011-CR, que ha sido elaborado con la finalidad de proteger la libre competencia y los derechos del consumidor y que, por su ámbito de aplicación, resulta exigible a todos los sectores incluyendo el financiero.

Este proyecto propone someter a autorización previa del Indecopi los actos de concentración empresarial (entre ellos, la fusión, escisión, constitución de empresa en común, adquisición de control de empresa o figuras similares) de aquellas empresas que registren, en el balance del año anterior, ventas brutas anuales o volumen total de negocios en el país iguales o superiores a 100.000 Unidades Impositivas Tributarias (UIT) y en los que al menos una de las empresas involucradas en el acto de concentración empresarial registre en el balance del año anterior ventas brutas anuales o volumen total de negocios en el país iguales o superiores a 10.000 UIT. Dentro del procedimiento, el Indecopi tiene la facultad de consultar o pedir información a otros agentes o autoridades involucradas, mas la opinión de estos no es vinculante. Según el proyecto de ley, los actos de concentración empresarial no autorizados no surten efectos y generan responsabilidad administrativa.

Ahora bien, como quiera que el sistema financiero forma parte del ámbito de aplicación del referido proyecto, junto con el resto de industrias, es necesario que analicemos si este mercado tiene características comunes a ellas o si presenta particularidades que lo distinguen y que justificarían un tratamiento diferenciado. Al respecto, encontramos que el mercado financiero es por esencia concentrado¹⁶,

¹⁶ En este punto, cabe indicar que en nuestro sistema financiero, al mes de marzo de 2013, las empresas bancarias concentran 88,96% de los activos con un saldo de S/. 238.484 millones. En tanto, las empresas financieras e instituciones microfinanceras no bancarias representan el 3,70%

ya que, como se ha explicado antes, la oferta la brindan unos pocos agentes especializados y sofisticados, en relación con un público usuario que se encuentra disperso y atomizado. Dada esta particularidad, la “concentración” que es natural a la oferta financiera no debería ser sinónimo de ineficiencia, pues no necesariamente se va a restringir la libre competencia y perjudicar al consumidor a través de un sistema financiero concentrado. Considerando estas condiciones, es que la regulación en los mercados financieros se centra no en controlar las concentraciones empresariales, sino en promover la solidez y estabilidad del sistema; así como la transparencia en los servicios financieros, de modo que se logre un sistema eficiente que beneficie al público usuario.

De otro lado, en el sistema financiero existe la necesidad regulatoria de que las autoridades competentes puedan formular y, hasta en ciertos casos, coadyuvar a implementar propuestas de concentración empresarial de entidades respecto de las cuales exista riesgo sistémico o sobre los ahorros del público. En efecto, la legislación financiera confiere facultades al supervisor para adoptar medidas destinadas a proteger el ahorro del público y la estabilidad del sistema, las cuales válidamente podrían involucrar un mecanismo de concentración empresarial si es que ello resulta necesario para proteger los objetivos de supervisión. Estos mecanismos, por formar parte de esquemas de salvataje de entidades en riesgo, son en su mayoría de naturaleza reservada.

Por ello, consideramos que se hace necesario para este caso planteado el diseño de un esquema legal que tenga en cuenta las particularidades del sistema financiero –que lo distinguen del resto de industrias– y los objetivos de su regulación, para lo cual debería tener un rol activo el supervisor bancario, que es la autoridad que conoce la industria financiera y las necesidades para mantener un sistema financiero sólido y estable.

REFLEXIONES FINALES

Hemos visto que en los mercados financieros existen varios intereses en juego y que la difícil tarea del regulador es tratar de lograr un equilibrio entre ellos de modo que se logre mayor eficiencia en los sistemas, reduciendo los

y el 7,16% del total de activos, respectivamente. En lo que se refiere a las empresas bancarias exclusivamente, los cuatro principales bancos (Banco de Crédito, Banco Continental, Scotiabank Perú y Banco Internacional del Perú – Interbank) concentran en conjunto el 83,27% de los créditos directos, el 82,61% de los depósitos y el 81,28% del patrimonio (Superintendencia de Banca, Seguros y AFP – SBS 2013).

costos involucrados de forma tal que sean menores que los beneficios de la regulación.

Dicho esto, cabe preguntarse si nuestro país tiene la mejor estructura de regulación para tutelar los objetivos de los mercados financieros. En realidad, no se puede sostener *a priori* que ninguna estructura de regulación es mejor que otra. Incluso los propios ingleses, con su flemático escepticismo, dan cuenta de ello afirmando que no es posible saber si una determinada estructura es mejor que otra hasta que sea probada en la práctica. Pero una cosa sí parece ser cierta: a servicios sofisticados, es imperativo contar con autoridades sofisticadas, lo que hace cuestionable que la protección del consumidor financiero y de la competencia en el sistema financiero deban recaer en la autoridad de consumo en general.

Lo demás, es decir, la búsqueda del equilibrio óptimo en el diseño regulatorio, parte por una fina coordinación entre las autoridades competentes y una voluntad del gobierno central de avanzar todos en un mismo sentido, que no debería ser otro que contribuir a la eficiencia y estabilidad de un sistema financiero que sirva cada vez mejor a más peruanos.

BIBLIOGRAFÍA

BARCHI VELAOCHAGA, Luciano

s.f. *El Ojo de Thundera: cuando se ve más allá de lo evidente. La compensación y los créditos inembargables.*

BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM

2006 *Interagency Guidance on Nontraditional Mortgage Product Risks.* Supervision and Regulation Letter 06-15. Washington, D. C. En: *Federal Reserve website.* Fecha de consulta: 24 de julio de 2013. <<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/srletters/2006/SR0615.htm>>.

DALE, Richard

1998 *Bancos y mercados de capitales: sistemas financieros sólidos para el siglo XXI.* Documento preparado para la Cuarta Conferencia Anual de Bancos para el Desarrollo en Latinoamérica y el Caribe. San Salvador.

DELL'ARICCIA Giovanni; Deniz IGAN y Luc LAEVEN

2009 *Credit Booms and Lending Standards. Evidence from the Subprime Mortgage Market.* European Banking Center Discussion Paper 2009-14S.

GOODHART, Charles

2010 “¿Cómo deberíamos regular el capital bancario y los productos financieros? ¿Cuál es el papel de los testamentos en vida?”. En: *Revista de Economía Institucional*, vol. 12, N° 23, pp. 85-109.

LLEWELLYN, David

2006 “Institutional Structure of Financial Regulation and Supervision: The Basic Issues”. En: *World Bank Seminar “Aligning Supervisory Structures with Country Needs”*.

1999 *The Economical Rationale for Financial Regulation*. FSA Occasional Papers in Financial Regulation.

POZSAR, Zoltan; Tobias ADRIAN, Adam ASHCRAFT y Hayley BOESKY

2010 *Shadow Banking*. Federal Reserve Bank of New York. Staff Reports 458. En: *Federal Reserve Bank of New York website*. Fecha de consulta: 24 de julio de 2013. <http://www.ny.frb.org/research/staff_reports/sr458.pdf>.

RODRÍGUEZ AZUERO, Sergio

2009 *Contratos bancarios. Su significación en América Latina*. 6ª ed. Bogotá: Legis.

SUPERINTENDENCIA DE BANCA, SEGUROS Y AFP (SBS)

2013 Portal web . Fecha de consulta: 24 de julio de 2013. <http://www.sbs.gob.pe/0/modulos/JER/JER_Interna.aspx?ARE=0&PFL=0&JER=148>.

WORLD BANK

2001 “Finance for Growth: Policy Choices in a Volatile World”. En: *A World Bank Policy Research Report*, vol. 1. Washington, D. C.

Adicionalmente, se han elaborado estudios que demuestran que la regulación en materia de protección al consumidor financiero no solo protege al consumidor individual sino también los mercados financieros en su conjunto, pues una regulación eficiente en materia de consumidor debería poder ayudar a hacer predecibles los incumplimientos de los prestatarios y a mitigar la incidencia de dichos incumplimientos¹⁷.

¹⁷ Al respecto, se recomienda revisar: Board of Governors of the Federal Reserve System (2006).

SOBRE LOS AUTORES

Paul Collazos

Economista principal del Departamento de Investigación de la Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras de Fondos de Pensiones del Perú; profesor ordinario auxiliar del Departamento de Economía de la Pontificia Universidad Católica del Perú (PUCP); y profesor de la Escuela de Postgrado de la Universidad del Pacífico (UP). Es Master of Science in Economics por la London School of Economics and Political Science, magíster en Finanzas por la UP y economista por la PUCP. Fue nombrado economista del Bank of England –el Banco Central del Reino Unido– en octubre de 2007. Entre noviembre de 2007 y mayo de 2011 representó al Bank of England en el Grupo de Monitoreo de Capital del Comité de Basilea y el Grupo de Impacto Cuantitativo de Basilea III, así como en el Subgrupo de Riesgo Crediticio del Comité de Supervisores Bancarios Europeos. Sus áreas de interés son Regulación Bancaria y Economía Financiera. Su más reciente publicación aparece en el libro *Basel III and Beyond: A Guide to Banking Regulation after the Crisis*, editado por RiskBooks.

Freddy Escobar Rozas

Abogado graduado en la Pontificia Universidad Católica del Perú. Ha seguido estudios de postgrado en Contratación Financiera en la Universidad Castilla – La Mancha. Ha obtenido una maestría en Derecho (LLM) en la Universidad de Harvard. Ha dictado diversos cursos en las facultades de Derecho de la Universidad del Pacífico, la Pontificia Universidad Católica del Perú, la Universidad de Lima y la Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas. Asimismo, ha dictado diversos

cursos en las maestrías de Derecho Civil y de Banca y Finanzas de la Pontificia Universidad Católica del Perú. Ha publicado más de treinta trabajos sobre distintas materias. Ha obtenido los Premios Microsoft (2010) y Alacde (2012), por sus trabajos de investigación presentados en las Conferencias de Economía y Derecho de la Asociación Latinoamericana e Ibérica de Derecho y Economía (Alacde). Como abogado, ha sido parte del Grupo Telefónica (Lima – Madrid), de Andersen y de Ernst & Young (Lima – Nueva York). Actualmente es socio de Ferrero Abogados.

Antonio Guarniz Izquierdo

Abogado graduado por la Pontificia Universidad Católica del Perú; máster en Derecho (LLM) por la Columbia University. Luego de graduarse como abogado, trabajó durante más de diez años para la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (Conasev). En el año 2008, se unió a Ferrero Abogados, donde actualmente es socio de la práctica de mercado de valores y derecho financiero. Paralelamente a su práctica profesional, ha dictado conferencias y es profesor en distintas universidades en el Perú. Actualmente enseña Sistema Jurídico en la Maestría en Banca y Finanzas de la Pontificia Universidad Católica del Perú, Finanzas Corporativas en la Universidad Nacional Mayor de San Marcos y Derecho Regulatorio en la Universidad de Lima. Es presidente del Comité de Asuntos Legislativos de Procapitales, la más importante organización privada dedicada a la promoción y el desarrollo del mercado de capitales en el Perú.

Christoph A. Kern

Estudió Derecho en Göttingen (Alemania), Ginebra (Suiza) y Freiburg im Breisgau (Alemania). Luego de su primer examen estatal (2001), fue investigador asistente del profesor Rolf Stürner en la Universidad de Freiburg y preparó su tesis de doctorado sobre bonos titulizados y bonos cubiertos (sustentada en el 2004, *summa cum laude*). Del 2003 al 2005, realizó sus prácticas obligatorias en la Corte del Distrito de Freiburg; en el 2005, rindió su segundo examen estatal. Obtuvo una maestría en Derecho (LLM) en la Facultad de Derecho de la Universidad de Harvard (2006), luego de la cual se incorporó a la Universidad de Freiburg como profesor asistente (Akademischer Rat) y preparó su tesis habilitante sobre propiedad y valores mobiliarios (2011). Luego de desempeñarse como profesor visitante en las universidades de Mainz (2011) y Heidelberg (2012), fue designado profesor a tiempo completo en la Universidad de Wiesbaden en el

2012. Desde el 2013, se desempeña en la Universidad de Lausanne (Suiza) como profesor de la cátedra de Derecho Alemán.

Fernando Molina Rey de Castro

Abogado por la Pontificia Universidad Católica del Perú y máster en Derecho (LLM) por la Columbia Law School. Es profesor en la Maestría en Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú y de la Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas. Es socio del Estudio Rodrigo, Elías & Medrano, Abogados. Previamente, se desempeñó como abogado asociado de Clifford Chance.

Ljubica Vodanovic Ronquillo

Abogada por la Universidad de Lima. Máster en Derecho por la London School of Economics and Political Sciences del Reino Unido. Profesora de la Maestría de Derecho Bancario y Financiero en la Pontificia Universidad Católica del Perú y del Diplomado en Derecho Financiero de la Universidad del Pacífico. Ha sido coordinadora ejecutiva del Departamento Legal de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP y actualmente es asociada del Estudio Delmar & Ugarte Abogados.

SE TERMINÓ DE IMPRIMIR EN LOS TALLERES GRÁFICOS DE
TAREA ASOCIACIÓN GRÁFICA EDUCATIVA
PASAJE MARÍA AUXILIADORA 156 - BREÑA
CORREO E.: tareagrafica@tareagrafica.com
PÁGINA WEB: www.tareagrafica.com
TELÉF. 332-3229 FAX: 424-1582
NOVIEMBRE 2013 LIMA - PERÚ

ENSAYOS DE DERECHO CONTRACTUAL FINANCIERO

“Considero que este libro es un valioso aporte para los profesionales dedicados al Derecho Financiero. Es una recopilación de artículos muy interesante en la que los autores abordan no solo temas relacionados con operaciones e instituciones financieras, sino también temas regulatorios de suma importancia. Los artículos nos invitan a la reflexión y a profundizar en el análisis de los temas tratados. Dada la escasa bibliografía nacional en materia de Derecho Financiero, creo que este es un libro infaltable en la biblioteca de quienes nos dedicamos a esta rama del Derecho”.

Guillermo Morales. Gerente de la División Legal del Banco de Crédito del Perú

“Con aproximación pragmática y sólidos fundamentos teóricos, el libro analiza las distintas situaciones y complejidades que presenta la actividad financiera de nuestros días. Puntos de vista que se generan solo a partir de una concienzuda práctica profesional en el ámbito del Derecho Financiero. Un gran aporte que esperamos se replique en la construcción de experiencias complejas para enriquecer la práctica jurídica actual”.

Zelma Acosta-Rubio. Gerente Legal, Secretaría y Asuntos Corporativos, Interbank

“Una excelente iniciativa que reúne diversos temas vinculados al mercado de capitales y al sistema financiero; que ilustra la regulación, dinámica y problemática de este mercado; y que, de hecho, contribuirá a una mejor práctica financiera. Espero que continúen estas iniciativas, pues es difícil encontrar doctrina nacional sobre estos temas tan especializados y que son parte de nuestro quehacer profesional”.

Enriqueta González de Sáenz. Gerente General Adjunta, Servicios Jurídicos y Cumplimiento, BBVA Continental

“Resulta especialmente valioso y destacable el trabajo de profesionales de primer nivel como quienes han contribuido en la redacción de tan interesantes artículos, los que más allá de las particularidades técnicas con las que tratan a profundidad temas de absoluta vigencia en el quehacer jurídico financiero, contribuyen a crear conciencia e invitan al estudio y a la reflexión tanto a los estudiantes como a los abogados en ejercicio acerca de la inagotable riqueza que ofrece el mundo contractual, sin perder de vista las nuevas tendencias y la constante evolución que experimenta la industria a nivel regulatorio”.

Francisco Rivadeneira. Vicepresidente Legal, de Cumplimiento y Secretario General, Scotiabank Perú

ISBN: 978-9972-57-266-1



9 789972 572661