



UNIVERSIDAD  
DE PIURA

REPOSITORIO INSTITUCIONAL  
PIRHUA

# LA SUBORDINACIÓN VOLUNTARIA DE CRÉDITOS EN EL DERECHO PERUANO

Rafael Santín López-Torres

Lima, diciembre de 2018

FACULTAD DE DERECHO

Departamento de Derecho

Santín, R. (2018). *La subordinación voluntaria de créditos en el derecho peruano* (Tesis para optar el título de Abogado). Universidad de Piura. Facultad de Derecho. Programa Académico de Derecho, Lima, Perú.



Esta obra está bajo una licencia

[Creative Commons Atribución-NoComercial-SinDerivar 4.0 Internacional](https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/)

[Repositorio institucional PIRHUA – Universidad de Piura](https://repositorio.institucional.pirhua.edu.pe/)

**UNIVERSIDAD DE PIURA**

**FACULTAD DE DERECHO**



**La subordinación voluntaria de créditos en el Derecho peruano**

**Tesis para optar el título de abogado**

**Rafael Bruno Santín López-Torres**

**Asesor: Doctor Álvaro Zegarra Mulánovich**

**Lima, diciembre 2018**



## APROBACIÓN

La presente Tesis titulada “La subordinación voluntaria de créditos en el Derecho peruano”, presentada por Rafael Bruno Santín López-Torres, en cumplimiento con los requisitos para optar el Título de Abogado previstos por la Universidad de Piura, fue aprobada por el Director de Tesis Álvaro Zegarra Mulánovich, profesor ordinario de la Universidad de Piura

Lima, 3 de diciembre de 2018

---

Álvaro Zegarra Mulánovich  
Director de Tesis



*A mi familia*



## INDICE

<b>ABREVIATURAS</b> .....	ix
<b>INTRODUCCIÓN</b> .....	1
<i>Alcances de esta investigación</i> .....	1
<i>Conceptos preliminares</i> .....	3
<b>CAPÍTULO I EL DERECHO DE TUTELA DEL CRÉDITO</b> .....	7
1.1. Delimitación del Derecho de tutela del crédito.....	7
1.2. El binomio graduación/proporcionalidad en el ordenamiento peruano .....	8
1.3. La <i>par condicio creditorum</i> en el Derecho de tutela del crédito.....	13
1.4. Las preferencias en el Derecho de tutela del crédito (i): Noción .....	14
1.5. Las preferencias en el Derecho de tutela del crédito (ii): Presupuestos.....	16
1.6. Las preferencias en el Derecho de tutela del crédito (iii): Atributos .....	20
1.7. Las preferencias en el Derecho de tutela del crédito (iv): Resumen.....	22
1.8. Ejemplo práctico de graduación de créditos .....	22
<b>CAPÍTULO II OBSTÁCULOS PARA LA CONSTRUCCIÓN DE LA SUBORDINACIÓN VOLUNTARIA</b> .....	29
2.1. La construcción tradicional de la subordinación voluntaria.....	29
2.2. Aproximación a los principales obstáculos para la subordinación voluntaria .....	30
2.3. El alcance de la autonomía privada.....	32
2.4. La libre disponibilidad de los derechos de crédito.....	32
2.5. ¿Son la <i>par condicio creditorum</i> y las preferencias normas de orden público?.....	34
2.6. Finalidad del Derecho concursal .....	35
2.7. Finalidad de la <i>par condicio creditorum</i> .....	35
2.8. Finalidad de las preferencias .....	36
2.9. Posición respecto de la finalidad del Derecho concursal peruano .....	38
2.10. La subordinación no vulnera los bienes jurídicos protegidos por el Derecho concursal peruano.....	38
<b>CAPÍTULO III NATURALEZA JURÍDICA DE LA SUBORDINACIÓN VOLUNTARIA</b> .....	41
3.1. Apuntes sobre la naturaleza jurídica .....	41
3.2. Naturaleza jurídica institucional (i): Alcance.....	42
3.3. Naturaleza jurídica institucional (ii): Construcción de la subordinación voluntaria a partir de las preferencias.....	42

3.4. Naturaleza jurídica institucional (iii): Crítica a la construcción tradicional de la subordinación .....	44
3.5. Naturaleza jurídica institucional (iv): La subordinación voluntaria como ejercicio del sitio en el reparto.....	48
3.6. Naturaleza jurídica funcional .....	49
3.7. Naturaleza jurídica estructural .....	51
<b>CAPÍTULO IV RÉGIMEN JURÍDICO DE LA SUBORDINACIÓN VOLUNTARIA ...</b>	<b>55</b>
4.1 Temas previos .....	55
4.2 Régimen jurídico extra-concursal en el Perú (i): Delimitación.....	56
4.3 Régimen jurídico extra-concursal en el Perú (ii): Contrato .....	58
4.4 Régimen jurídico extra-concursal en el Perú (iii): Emisión de Obligaciones .....	60
4.5 Régimen jurídico concursal en el Perú.....	63
4.6 Otras legislaciones (i): Estados Unidos.....	65
4.7 Otras legislaciones (ii): España .....	66
4.8 Otras legislaciones (iii): Chile.....	68
<b>CONCLUSIONES.....</b>	<b>71</b>
<b>REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....</b>	<b>73</b>

**ABREVIATURAS**

CCCh	Código Civil Chileno
CNUDMI	Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional
Código Civil	Código Civil peruano
Código de Comercio	Código de Comercio peruano
Guía CNUDMI	Guía Legislativa sobre el Régimen de la Insolvencia, 2006
LCCh	Ley Concursal chilena, Ley 20.720
LCE	Ley Concursal española, Ley 22/2003, de 9 de julio
LGM	Ley de la Garantía Mobiliaria, Ley N° 28677
LGS	Ley General de Sociedades, Ley N° 26887
LGSF	Ley General del Sistema Financiero, Seguros y AFP, Ley N° 26702
LGSC	Ley General del Sistema Concursal, Ley N° 27809
LMV	Ley del Mercado de Valores, Decreto Legislativo N° 861, cuyo Texto Único Ordenado fue aprobado mediante Decreto Supremo N° 093-2002-EF
LTV	Ley de Títulos Valores, Ley N° 27287
RAI	Reglamento de Agentes de Intermediación, aprobado mediante Resolución SMV N° 034-2015-SMV-01
Reglamento de Deuda Subordinada:	Reglamento de Deuda Subordinada aplicable a Empresas del Sistema Financiero, aprobado mediante Resolución SBS N° 975-2016
RPMV	Registro Público del Mercado de Valores administrado por la SMV
SBS	Superintendencia de Banca, Seguros y AFP
SMV	Superintendencia del Mercado de Valores
TC	Tribunal Constitucional del Perú
USC	<i>US Bankruptcy Code</i>



## INTRODUCCIÓN

### *Alcances de esta investigación*

En el Perú, la deuda subordinada ha sido implementada por los bancos y públicamente por una empresa ajena al sistema financiero (Supermercados Peruanos S.A.), principalmente en la forma de emisión de obligaciones (Equbo, 2013)<sup>1</sup>. Los bancos, demás entidades financieras y del sistema de seguros, se encuentran expresamente autorizados para emitir deuda subordinada, según lo establecido en la LGSF y el Reglamento de Deuda Subordinada<sup>2</sup>. Además, de acuerdo con las normas antes señaladas, esta deuda:

- (i) tiene un orden de prelación en el pago específico e inferior al de aquellas deudas ordinarias o no garantizadas en caso de liquidación de la empresa del sistema financiero; y,
- (ii) es considerada como un componente del patrimonio para fines del cálculo del patrimonio efectivo del banco (en distintos niveles según el tipo de instrumento).

Todo lo anterior tiene asidero en los Acuerdos de Basilea adoptados por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea<sup>3</sup>, en virtud de los cuales han sido aprobados hasta tres (3) marcos de aplicación internacional para la medición, normalización y seguimiento de riesgo de liquidez de entidades financieras.

No obstante, la “deuda subordinada” no es un instrumento extraño a las personas ajenas al sistema financiero en el Perú y ha sido implementado por éstas en la forma de “préstamo subordinado” o “emisión de deuda subordinada”.

Un ejemplo claro de “emisión de deuda subordinada” es el de Supermercados Peruanos S.A., que ofertó bonos subordinados en el marco del “Primer Programa de Bonos Corporativos Subordinados Supermercados Peruanos S.A.” hasta por un monto en circulación de US\$ 30’000,000 o su equivalente en Soles, inscrito con fecha 11 de abril de 2017 ante el RPMV en mérito de la Resolución de la Gerencia General N° 056-2007-SMV/11.1 y bajo la cual se han efectuado hasta tres (3) emisiones<sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup> De acuerdo con la información contenida en este papel de trabajo, “entre 2007 y 2013 hubo solamente 27 emisiones, la mayor parte de ellas en las categorías AA y A, y con excepción de Supermercados Peruanos y Pacífico Seguros, todas ellas de bancos.”

<sup>2</sup> Para una revisión de la regulación anterior de la deuda subordinada cfr. (Escobar Rozas & Aliaga Farfán, 2009)

<sup>3</sup> Para revisar Basilea III, visitar [https://www.bis.org/bcbs/basel3\\_es.htm](https://www.bis.org/bcbs/basel3_es.htm).

<sup>4</sup> El programa y estas emisiones se encuentran actualmente excluidas del RPMV. Así, la “Primera Emisión del Primer Programa de Bonos Subordinados Supermercados Peruanos S.A.”, “Segunda Emisión del Primer Programa de Bonos Subordinados Supermercados Peruanos S.A.” y “Tercera Emisión del Primer Programa de Bonos Subordinados Supermercados Peruanos S.A.”; fueron excluidos del Registro Público del Mercado de Valores y del Registro de la Bolsa de Valores de Lima mediante Resolución de Intendencia General SMV Nos. 017-2015- SMV/11.1 del 12 de marzo de 2015, 018-2015-SMV/11.1 y 019-2015-SMV/11.1, ambas del 17 de marzo de 2015, respectivamente, al haberse cancelado la totalidad de las obligaciones derivadas de ellos. Finalmente, el “Primer Programa de Bonos Subordinados Supermercados Peruanos S.A. fue excluido del RPMV oficio pues su plazo concluyó el 11 de abril de 2009, de conformidad con lo señalado y dispuesto mediante Resolución de Intendencia General SMV N° 106-2016-SMV/11.1.

Por otro lado, la idea de “préstamo subordinado” es más común en *project finance* y préstamos corporativos. En estos casos, el “préstamo subordinado” suele ser implementado bajo dos formas:

- (i) los financistas otorgan un “préstamo subordinado” a una compañía específica; o,
- (ii) en el contexto de un financiamiento, ciertas compañías vinculadas a un deudor subordinan sus créditos al pago de los créditos de los financistas, lo que constituye un mecanismo de “garantía”, pues la subordinación *mejora* la posibilidad de cobro de los financistas ante ciertos eventos.

Entonces, al hablar de deuda subordinada para personas ajenas al sistema financiero en el Perú, nos encontramos frente a un instrumento ampliamente utilizado por estos agentes en la estructura de las transacciones implementadas para la captación de recursos para sus operaciones. Su falta de regulación (o de interpretación y análisis normativo), podría generar incertidumbre en la predictibilidad de la decisión de tribunales y órganos administrativos en la ejecución de estos instrumentos (Corzo de la Colina & Agurto Isla, 2015).

Por lo anterior, el objeto de este trabajo es el de explicar la posibilidad de implementar la deuda subordinada para personas ajenas al sistema financiero en el Perú. Esto significa, básicamente, reconocer la posibilidad de que ciertos acreedores (sean estos agentes ajenos al sistema financiero o no) puedan decidir el subordinar sus acreencias frente a las de otros acreedores de un deudor común (que es un sujeto ajeno al sistema financiero). Los beneficios de esta operación dependerán del caso concreto y del interés del acreedor subordinado y demás agentes intervinientes.

Resulta interesante la regulación establecida para las entidades bancarias, financieras y de seguros en el Reglamento de Deuda Subordinada. El mencionado reglamento las autoriza a “emitir instrumentos”, “obtener préstamos subordinados” pero no contiene una autorización dirigida a los acreedores para que estos puedan “adquirir tales instrumentos” u “otorgar tales préstamos”. Es decir, esta norma no faculta directamente a los acreedores a subordinar sus acreencias (vía el otorgamiento de préstamos o adquisición de instrumentos subordinados), pues se entiende que no es necesario otorgarles tal facultad. Podría interpretarse que el hecho de que se habilite expresamente a las empresas del sistema financiero a emitir instrumentos u obtener préstamos significa también una autorización indirecta para que los agentes que contraten en tales operaciones puedan “subordinar” sus créditos. No obstante, es razonable afirmar que esta no es la finalidad de la norma, sino que radica esencialmente en la determinación de qué se puede considerar como deuda subordinada a efectos de su inserción en el cálculo de uno o más niveles de patrimonio del deudor común (i.e. empresa bancaria, del sistema financiero o del sistema de seguros). En el mundo de las personas ajenas al sistema financiero el tema parece complicarse: no sólo es necesario determinar la posibilidad de un sujeto de “emitir” deuda subordinada, sino también la posibilidad de sus acreedores de “subordinar” sus acreencias y, por lo tanto, otorgar préstamos subordinados o adquirir instrumentos subordinados.

El tratamiento financiero de la deuda subordinada es otro punto relevante y esencial para el análisis costo-beneficio de la implementación de este instrumento por parte de personas ajenas al sistema financiero. Este análisis es efectuado, esencialmente, por las clasificadoras de riesgo, quienes tienen criterios más o menos similares para el entendimiento de cuándo se contará, financieramente hablando, con deuda subordinada (y, en última instancia, con un instrumento híbrido) (S&P Global, 2008). No obstante, a la fecha no existe un criterio normativo uniforme y

general para esta calificación, como sí lo existe para las empresas del sistema bancario, financiero y de seguros. Este punto, si bien resulta relevante, no será analizado a profundidad en este trabajo por escapar al análisis de aspectos netamente jurídicos.

Teniendo en cuenta lo anterior, en este trabajo me detendré a desglosar la subordinación, haciendo énfasis en la subordinación voluntaria.

Para ello, en el siguiente apartado de esta Introducción, efectuaré algunas precisiones en torno al uso del término “deuda subordinada” y a qué se debe entender cuando se hace referencia a este fenómeno jurídico.

En el Capítulo I, delimitaré el denominado Derecho de la tutela del crédito e identificaré la interacción entre la protección del crédito y la aplicación del binomio proporcionalidad/graduación en los escenarios de insuficiencia patrimonial de un deudor y concurrencia de sus acreedores. Allí también identificaré a la subordinación como una de las formas de graduación en contraste con las preferencias, para así dar cuenta de la imposibilidad de afirmar la existencia de estas últimas sin reconocer la existencia misma de la subordinación, al ser dos caras de una misma moneda.

En el Capítulo II señalaré aquellos obstáculos a los que tradicionalmente ha tenido que enfrentarse la aceptación de la subordinación voluntaria, con énfasis en el Derecho concursal peruano. Considero de especial relevancia el caso práctico esbozado en este capítulo, pues resume la forma en la que debe aplicarse la subordinación voluntaria de un crédito ante la insuficiencia patrimonial de un deudor y la concurrencia de sus acreedores.

Por otro lado, en el Capítulo III, desglosaré la naturaleza jurídica de la preferencia y, de forma correlativa, identificaré los caracteres de la subordinación. En efecto, la preferencia y la subordinación son dos caras de una misma moneda y no se puede aceptar el efecto de una sin admitir la existencia de la otra.

El Capítulo IV recoge el régimen jurídico peruano de la subordinación voluntaria, así como una breve descripción del tratamiento de la subordinación voluntaria en los ordenamientos de Estados Unidos, España y Chile. Estados Unidos y España han sido escogidos como referentes por su proximidad económica e inspiradora de normas en el ordenamiento peruano, respectivamente. En cuanto a Chile, su constitución como parte del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) y su proximidad territorial, sirvieron como justificación para su inserción en este trabajo.

### ***Conceptos preliminares***

Antes de entrar al análisis jurídico de la “deuda subordinada”, es necesario hacer algunas precisiones en torno al uso de este término. Se dice “deuda subordinada” puesto que es tratada desde la óptica del deudor, quien tiene que satisfacerla. Es por eso que se habla de deuda y no de crédito, que es el concepto contrapuesto a la deuda (Hohfeld, 1913). Mientras que la deuda se refiere a un deber del sujeto que ocupa el lado pasivo de la relación jurídica, el crédito se refiere al derecho del sujeto que ocupa el lado activo de la relación. Esto es así, puesto que las normas positivas que comúnmente regulan las deudas subordinadas son normas que precisamente regulan al deudor y no a sus acreedores (piénsese en la LGSC que trata del concurso del deudor, la LGSF que trata de la entidad financiera deudora en un escenario de insolvencia o incluso la “sociedad emisora de obligaciones” en la LGS).

No obstante, el “subordinar” una deuda, como explicaré más adelante, implica una acción por parte del titular del crédito (sujeto del lado activo de la relación) y no una acción de parte del deudor (sujeto del lado pasivo de la relación), quien nada tiene que decidir sobre el derecho (crédito) de su acreedor, más allá de si decide pagarlo o no. Por lo anterior, resultaría mucho más claro hacer referencia a las “acreencias subordinadas” y las “acreencias beneficiarias de la subordinación”. Como no se trata de ahogar al lector en precisiones terminológicas utilizaré el término “deuda subordinada” tal y como lo he venido haciendo, aunque me referiré al crédito cuando ello sea necesario para fines explicativos.

Ciertos autores se han referido a la “deuda subordinada” como “deuda que sirve como capital”, mientras que otros se han referido a ella como un “instrumento híbrido” (Everett, 1965, pág. 954). No obstante, según Everett (1965) y Calligar (1967), la deuda subordinada es, jurídicamente, una deuda (o una acreencia, en línea con lo expuesto en la introducción de este apartado). Por lo tanto, el tratamiento de la “deuda subordinada” debe efectuarse conforme a las reglas de las obligaciones, pues al ser una deuda es, irreductiblemente, una obligación.

Así pues, por deuda, se entiende a la obligación a cargo de la parte pasiva de una relación jurídica (el deudor), quien está obligada a cumplir con una prestación de dar, hacer o no hacer. Dicha obligación, tiene como contrapartida un derecho de titularidad de la parte activa de dicha relación jurídica (acreedor), denominado crédito (Albaladejo, 2011 & Lacruz Berdejo, y otros, 1999). El acreedor puede decidir qué hacer con su derecho (crédito), sujeto a los términos y condiciones estipulados en la relación jurídica que dio origen a dicho derecho y al ordenamiento jurídico aplicable. Entonces, ni siquiera el hecho que la “deuda subordinada” cumpla ciertas funciones económicas similares a los instrumentos de capital o de garantía o que sea tratada de forma análoga al capital en ciertos aspectos, puede oscurecer el hecho de que la “deuda subordinada” sea esencialmente una deuda. Afirmo lo anterior sobre la base de lo siguiente:

- (i) La denominación “deuda subordinada” se utiliza a lo largo de toda la literatura que trata sobre ella. De lo anterior se desprende, lingüísticamente, que el sustantivo es la deuda y que el atributo, es decir, la cualidad atribuida a dicho sustantivo es la subordinación. En ese sentido, la “subordinación” no hace más que modificar extrínseca y no esencialmente, lo que la deuda es (esencialmente, una “obligación”). Así las cosas, se puede llamar a la deuda como *senior*, *junior*, *subordinada*, entre otros adjetivos y no por ello dejará de ser una obligación con ciertas características especiales.

En esa línea, es importante tener en cuenta la distinción que, principalmente en derecho anglosajón, aunque también cada vez más en derecho peruano, se realiza entre deuda subordinada y deuda senior. La diferencia entre ambas es una de orden de pago y no de carácter intrínseco (Everett, 1965).

- (ii) El carácter de subordinada de una deuda no libera al deudor de la obligación de pagar al acreedor el capital, intereses y otros conceptos aplicables, en los términos y condiciones estipulados en el acto que dio lugar a la deuda subordinada.

En la deuda subordinada pueden incorporarse cláusulas que aparentemente limitarían la obligación de pago al acreedor subordinado (S&P Global, 2008). Sin embargo, lo que en realidad lo que existe es una “preferencia” intrínseca en el pago para aquellos créditos beneficiados con la subordinación y consecuentemente, una “subordinación” de la deuda

afectada por dicho atributo, que es la subordinación. Como señalaré en otros apartados, la “preferencia” responde a criterios políticos antes que a técnica exclusivamente jurídica.

- (iii) La misma intención de tratar a la “deuda subordinada” como si fuera capital, es evidencia de que la deuda subordinada *prima facie* no es, precisamente, capital (S&P Global, 2008).

Por lo tanto, mediante este tratamiento se busca que la “deuda subordinada” tenga los mismos efectos que el capital de cara a los acreedores, tales como servir en la posible absorción de pérdidas pues el patrimonio constituye una garantía genérica de las obligaciones del deudor.

- (iv) Al hablar de “deuda subordinada” y en contraposición a un “crédito”, se habla irreductiblemente de una “obligación”. No existe otra institución jurídica intermedia que pueda resistir la reducción de la deuda subordinada de manera genérica.

Entonces, la deuda subordinada es una deuda cualificada y, por lo tanto, se debe identificar esencialmente como una obligación. El análisis esbozado anteriormente sirve para explicar el tratamiento de la “deuda subordinada”, pues es esencialmente una obligación, mas no la naturaleza jurídica propia de la subordinación. La existencia de la “deuda subordinada” es consecuencia de la aplicación de la subordinación.



# CAPÍTULO I

## EL DERECHO DE TUTELA DEL CRÉDITO

### 1.1. Delimitación del Derecho de tutela del crédito

La aproximación a la naturaleza de la subordinación voluntaria debe partir desde la perspectiva del Derecho de la tutela del crédito, Derecho que, según señala Garrido (2000), está conformado por diversas instituciones jurídicas que el Derecho ha desarrollado para proteger a los acreedores. Dicha protección se ocupa de dos aristas:

- (i) la protección del acreedor frente al mismo deudor; y,
- (ii) la protección del acreedor de la concurrencia frente a otros acreedores.

Es precisamente en el escenario de concurrencia frente a otros acreedores donde se evidencian los principios sobre los cuales se construye el Derecho de la tutela del crédito y que son:

- (i) preferencia; y,
- (ii) proporcionalidad.

Respecto de la preferencia, Garrido (2000) señala que:

“por aplicación del principio de preferencia se tiende a la jerarquización de los créditos y conforme a diversos criterios, que reflejan las concepciones económicas y los juicios axiológicos del sistema jurídico” (Garrido, 2000, pág. 33).

Por otro lado, en cuanto al principio de proporcionalidad, este:

“tiende a un resultado totalmente opuesto, pues en virtud de su aplicación, los distintos acreedores que concurren a una ejecución deben soportar la pérdida derivada de la insuficiencia patrimonial del deudor de una manera proporcional a la cuantía de sus respectivos créditos” (Garrido, 2000, pág. 33).

Claro está que estos principios rigen esencialmente en casos de concurrencia de acreedores, pues, donde no la hay, cobrará quién estuvo mejor posición de cobrar o quien en todo caso “llegó primero” (Ezcurra & Solís, 2002, pág. 4).

En el mundo concursal, podría decirse que no existe mayor debate respecto de la aplicación de la proporcionalidad y la preferencia como principios (Garrido, 2000). Para el mundo extra-concursal, algunos autores señalan que el principio de *prior in tempore, potior in iure*, es la “regla” en el cobro de créditos (Espinoza Espinoza & Atoche Fernández, 2011 & Carbonell O’Brien, 2016). Considero que dicha afirmación resulta debatible, pues en este escenario, también resultarían de aplicación los principios de preferencia y proporcionalidad.

Lo anterior pues, fuera de un escenario concursal, un acreedor puede verse en 2 situaciones distintas al momento de cobrar su crédito:

- (i) su único riesgo es el derivado del deudor, o
- (ii) además de dicho riesgo, debe preocuparse por concurrir con otros acreedores.

En el primer caso, no tiene sentido hablar de un “derecho más fuerte” ni de “preferencias” pues donde no existe concurrencia de acreedores, no existe respecto de qué otro derecho o sujeto ser preferido. Como expondré más adelante, las preferencias son derechos relativos, es decir, son derechos que tienen por destinatarios de su ejercicio a los acreedores que concurren junto con el titular del crédito y la preferencia, respecto de su interés en cobrarse con el patrimonio de su deudor común. Entonces, “no es suficiente que exista una pluralidad de créditos, ya que, si un solo sujeto tiene varios derechos de crédito contra un mismo deudor, no puede aceptarse que dicho sujeto ejerza el derecho de preferencia contra sí mismo, pues reunirá simultáneamente las condiciones de sujeto activo y pasivo de ese derecho” (Garrido, 2000, pág. 42).

Tampoco es imperativa la aplicación de este aforismo como “regla general” del tratamiento de los créditos en el segundo escenario. Una vez que concurren acreedores, en realidad la regla general es la de la preferencia. Es decir que, será más fuerte el derecho al que la ley o el convenio, en defecto de la primera, haya preferido. La regla de temporalidad expresada en el aforismo *prior in tempore, potior in iure* no expresa más que una causa de preferencia: la antigüedad del derecho (Mentxaka, 2004). A mayor abundamiento, de aceptar esta regla de temporalidad como regla general, se tendría que aceptar que cualquier causa de preferencia supone una excepción a esta regla, interpretación que no resulta del todo clara.

Ahondando, lo que comúnmente se prefiere es el “derecho más fuerte”. En ese sentido, piénsese en quien tiene la posesión de un inmueble *vis-a-vis* el que tiene la propiedad del mismo bien. En un escenario donde ambos sujetos tienen un poder sobre el inmueble y además concurren, se preferirá a quién tiene el título más fuerte, es decir, la propiedad. En cambio, sí tiene sentido hablar de la antigüedad como causa de preferencia por excelencia en el sistema registral peruano y, por ende, hablar de ella como principio en el Derecho Registral peruano (Gonzales Barrón, 2015-2016). En este caso, la función del principio radica en dotar de seguridad jurídica al tráfico de bienes (es específico, aquellos que siguen el criterio de folio real) lo que se sustenta en el reconocimiento expreso de que la prioridad registral se otorga en mérito del momento de inscripción del derecho.

## **1.2. El binomio graduación/proporcionalidad en el ordenamiento peruano**

Hecho este análisis y teniendo en cuenta la configuración del Derecho de tutela del crédito, se evidencia que el binomio preferencia/proporcionalidad configura la base sobre la que se ha estructurado dicho Derecho. Sin embargo, es interesante la observación que hace Goldenberg Serrano (2010b) al respecto, quien también rescata la existencia de la base antes referida, pero precisa que el reconocer la existencia de los créditos subordinados supone entender que la base y lógica del Derecho de la tutela del crédito radica en el binomio graduación/proporcionalidad. Esto pues los créditos pueden ser preferidos o subordinados (por lo que corresponde hablar de graduación y ya no sólo de preferencia) o tratados proporcionalmente. Claro está que donde hay preferencia, existe subordinación, por lo que no se puede hablar de un crédito preferido sin un crédito subordinado, así como no se puede hablar de

un crédito sin hablar de una deuda. Sin embargo, no nos parece ocioso efectuar una precisión como la esbozada por Goldenberg Serrano (2010b).

De hecho, en el ordenamiento peruano encontramos numerosos ejemplos de preferencia, subordinación y unos cuantos de tratamiento proporcional para los créditos, según se enumeran a continuación:

I. Preferencia:

A. En el Código Civil:

- Artículo 1717, donde se establece que los equipajes y demás bienes introducidos por un huésped responden preferencialmente por el pago de retribución del hospedaje y por los daños y perjuicios que aquél hubiese causado al establecimiento
- Artículo 1798, según el cual el mandatario tiene derecho a satisfacer los créditos que le corresponden respecto de las sumas adeudadas a éste en virtud de su encargo, con los bienes que han sido materia de los negocios que ha concluido, con preferencia sobre su mandante y sobre los acreedores de éste.

B. En la LGS

- “Artículo 309.- Régimen de Prelación

La fecha de cada emisión y series de obligaciones de un mismo emisor, determinará la prelación entre ellas, salvo que ella sea expresamente pactada en favor de alguna emisión o serie en particular, en cuyo caso será necesario que las asambleas de obligacionistas de las emisiones o series precedentes presten su consentimiento. Lo dispuesto en el párrafo anterior no afecta el derecho preferente de que goza cada emisión o cada serie con relación a sus propias garantías específicas. Los derechos de los obligacionistas en relación con los demás acreedores del emisor, se rigen por las normas que determinen su preferencia.”

Este artículo lo he transcrito en su totalidad pues de éste puede concluirse que, al menos en el caso de emisión de obligaciones por parte de una sociedad (ajena al sistema financiero):

- existe una causa de preferencia basada en la fecha de la emisión;
- los obligacionistas pueden pactar una preferencia distinta, siendo necesario el consentimiento de los obligacionistas de las emisiones o series precedentes (es decir, afectadas por el nuevo orden de preferencia distinto al de la fecha de emisión);
- las preferencias reales en las garantías específicas de la emisión o serie no se ven afectadas por los órdenes anteriores; y,
- los derechos de los obligacionistas en relación con los demás acreedores del emisor se rigen por las normas que determinen su preferencia.

C. En el Código de Comercio:

- Artículo 190, donde se establece que las emisiones de las compañías de ferrocarriles y demás obras públicas de fecha anterior tendrán preferencia sobre las sucesivas, para el pago del cupón y para la amortización de las obligaciones, si las hubiere.
- Artículo 593, donde se establece un extenso y descriptivo orden de prelación para el pago de acreedores en el caso de venta judicial de un buque.
- Artículo 606, donde se dispone que los propietarios de un buque tendrán preferencia en su fletamiento sobre los que no lo sean, en igualdad de condiciones y precio y, estableciendo una preferencia en caso de concurrencia de propietarios.
- Artículo 659, en el cual se establece que el buque, con sus máquinas, aparejo, pertrechos y fletes servirán para el pago de los salarios de la tripulación, siendo preferidos, los de la expedición más reciente.
- Artículo 855, en el cual se dispone que los objetos salvados del naufragio quedarán especialmente afectos al pago de los gastos del respectivo salvamento con preferencia a otra cualquiera obligación

D. En la LGSF:

- Artículo 117, los órdenes de prelación establecidos para un escenario de liquidación de una empresa del sistema financiero.
- Artículo 226, según el cual el banco tiene preferencia para el cobro de las deudas vencidas de su cliente con cargo a las cuentas corrientes de este último frente a la eficacia de medidas cautelares sobre estas últimas, las cuales sólo surtirán efecto sobre el saldo de las cuentas corrientes una vez aplicado el monto pendiente de pago al banco.

E. En la LTV:

- Artículo 234.1 donde se establece un orden de prelación para el pago de ciertos conceptos derivados de la ejecución de un warrant, salvo acreencias que por expresa disposición de la ley resulten preferentes. Aquí incluso se incorpora la siguiente disposición:  

“d) Los intereses, gastos y capital adeudados al tenedor del Warrant, quien tiene, con excepción de las acreencias señaladas en los incisos anteriores, el privilegio de preferencia sobre cualquier otro acreedor”. (el subrayado es mío)
- Artículo 240.3, donde se establece la preferencia del gravamen constituido a favor del tenedor del Título de Crédito Hipotecario Negociable.
- Artículo 256, donde se establece que “en la creación, emisión, colocación, como en sus condiciones, preferencias, contenido, transferencia y demás formalidades y requisitos de los valores mobiliarios” (el subrayado es mío), se observará la ley de la materia y supletoriamente dicha ley.

Esta última disposición es relevante pues, además, mediante esta ley se modificó el artículo

309 de la LGS, estableciendo que la regla general es la de la prelación entre emisiones sobre la base de su fecha, pudiéndose pactar en contrario.

F. En la LGSC

- Artículo 42.1, donde se establecen los órdenes de pago en los procedimientos de disolución y liquidación:

Primero: créditos laborales.

Segundo: créditos alimentarios.

Tercero: créditos garantizados entre otros

Cuarto: créditos tributarios.

Quinto: créditos sin preferencia

II. Proporción

A. En el Código de Comercio:

- Artículo 856, según el cual si, navegando varios buques en conserva, naufragare uno de ellos, la carga salvada se repartirá entre los demás en proporción a lo que cada uno pueda recibir.

B. En la LGSC:

- “Artículo VI.- Proporcionalidad

Los acreedores participan proporcionalmente en el resultado económico de los procedimientos concursales, ante la imposibilidad del deudor de satisfacer con su patrimonio los créditos existentes, salvo los órdenes de preferencia establecidos expresamente en la presente Ley,”

III. Subordinación

A. En la LGS

- Artículo 309, pues al permitir un régimen de prelación, *indirectamente*, se establece que ciertas emisiones serán subordinadas frente a otras.

B. En la LGSF

- Artículo 117 y 233, entre otros que desarrollan la deuda subordinada de las empresas del sistema financiero

C. En el Mercado de Valores

- Artículo 335, de la LMV donde se establece que “en relación con los valores respaldados por un patrimonio de propósito exclusivo, es posible subordinar el pago de la prestación

debida a sus titulares al previo pago de otra obligación presente o futura respaldada por el mismo patrimonio de propósito exclusivo". (...) "La subordinación a que se refiere el párrafo anterior mantiene su vigencia en caso de liquidación del patrimonio de propósito exclusivo".

#### D. LGSC

69.2 Los acreedores preferentes podrán renunciar al orden de cobro de los créditos que les corresponde cuando así lo manifiesten de manera indubitable, pudiendo exigir garantías suficientes para decidir la postergación de su derecho preferente de cobro. En el caso de créditos laborales dicha renuncia es inválida.

- 69.3 Los créditos originados antes de la publicación a que se refiere el artículo 32°, pero que no hubieren sido reconocidos por la autoridad concursal, serán pagados luego del vencimiento del plazo para el pago de los créditos reconocidos

#### E. En el RAI

Como señalé en la introducción, interesa revisar el RAI pues los agentes de intermediación son las únicas entidades ajenas al sistema financiero que se encuentran expresamente autorizadas para emitir deuda subordinada en el Perú. Por ello, líneas abajo he incorporado los artículos de este reglamento correspondientes a la subordinación.

- Artículo 2, donde se dispone que la deuda subordinada es una “obligación no garantizada a cargo del Agente [de Intermediación], que no puede pagarse antes de su vencimiento, y que otorga a sus acreedores un derecho de pago sólo superior a sus accionistas en caso de liquidación del Agente [de Intermediación]”.
- Anexo K, donde se dispone la forma de cómputo del patrimonio líquido del Agente de Intermediación, incluyendo el concepto de deuda subordinada como uno de los valores a ser tomados en cuenta para dicho cálculo.

Una vez definido el Derecho de la tutela del crédito y habiendo evidenciado la existencia del binomio graduación/proporcionalidad en el ordenamiento peruano, cabe preguntarse por el concepto y naturaleza de la preferencia, puesto que este concepto nos interesa a efectos de proceder a definir y delimitar la subordinación. Claro está que la preferencia, dicho en términos vulgares y haciendo eco a lo señalado por Lacruz Berdejo, y otros, (1999) respecto del privilegio, es el derecho de un acreedor a cobrar su crédito pasando por delante de otros acreedores, que incluso también pueden tener preferencia respecto de otros. No tiene sentido hablar de preferencia si es que no se hace una referencia a su causa: la de beneficiar a un determinado acreedor en la fila de acreedores que esperan el reparto de los activos de un deudor común (Ezcurra Rivero, 2002; Goldenberg Serrano, 2010b; Calligar, 1967 & Everett, 1965).

Debe tenerse en cuenta que el concepto de preferencia es bastante amplio pues mediante este se designa cualquier situación en la que una persona, un objeto o un derecho se sitúan en una posición superior respecto de otro (siendo el contrapuesto de este término, la subordinación). Tal es así que ni siquiera se ha establecido una definición legal de la preferencia en las normas peruanas (Garrido, 2000)<sup>5</sup>.

---

<sup>5</sup> Aquí Garrido señala lo mismo para la ley española.

### 1.3. La *par condicio creditorum* en el Derecho de tutela del crédito

La teoría clásica ha definido a la *par condicio* como el principio positivo de igualdad de los acreedores. Ello implica que los créditos sean tratados proporcionalmente en un concurso, como consecuencia de la aplicación práctica del principio de igualdad (Garrido, pág. 721).

La *par condicio* está estructurada sobre la base de la idea de igualdad de trato de los acreedores, como aplicación del principio filosófico-jurídico de igualdad (Garrido, pág. 721). La concepción clásica del principio de igualdad la encontramos en Aristóteles (2005). Este último desarrolla la idea de justicia identificándola con la igualdad y esta última, a su vez, con proporcionalidad (Aristóteles, 2005, págs. 158-160). Así, “el concepto de proporcionalidad inicia así su incorporación al núcleo de la idea de justicia: los juristas realizan la transposición de este principio al ámbito de la tutela del crédito, llegándose a la formulación que postula un tratamiento igualitario para todos los acreedores, ya que todos ellos son iguales. Tras esta argumentación filosófica, meramente silogística, se encuentra un fundamento ético de igualdad de todos los sujetos, fundamento de claras resonancias políticas.” (Garrido, 2000, pág. 721).

La *par condicio* es un principio positivo del Derecho de tutela del crédito que reclama los mismos presupuestos que los aplicables a las preferencias (volveré sobre estos presupuestos con mayor detalle en el apartado siguiente):

- (i) La concurrencia de acreedores, caso contrario no existiría a quién tratar de manera igual y, por lo tanto, a quién efectuar un tratamiento *igualitario*.
- (ii) Insuficiencia del patrimonio del deudor, pues, si existiera suficiente patrimonio para el pago íntegro de todas las obligaciones, no tendría sentido cuestionarse siquiera, la forma en la que deban tratarse y/o pagarse los créditos.

Entonces, en la aplicación de la *par condicio* se verifica una “concurrencia de derechos [de crédito] de una naturaleza igual sobre un objeto limitado e insuficiente” (Garrido, 2000, pág. 723). En este sentido, la conclusión es que los créditos deben ser satisfechos proporcionalmente con todo el patrimonio del deudor, “derivándose así la *par condicio* de la responsabilidad patrimonial universal del deudor” (Garrido, 2000, pág. 723).

Claro está que, en cualquier escenario, el deudor responde por sus obligaciones con todo su patrimonio, por lo que decimos que el patrimonio es una “garantía genérica” de un deudor para el cumplimiento de sus obligaciones. No obstante, mediante la *par condicio*, dicho respaldo es aplicado de manera proporcional a cada acreedor concurrente (Garrido, 2000)<sup>6</sup>.

---

<sup>6</sup> En esa línea es que también se señala que la *par condicio* reclama la constitución de una comunidad de pérdidas aunque compartimos la opinión de Garrido (2000) en la medida en que sólo puede utilizarse este término “en un sentido figurado ya que no existe una masa de bienes sobre la que los acreedores compartan derechos de propiedad, y ni siquiera puede hablarse de comunidad de riesgo, puesto que el riesgo de la insolvencia del deudor ya se ha materializado y no puede decirse que todos los acreedores del deudor lo compartan” (Garrido, 2000, pág. 724). Por ello, continúa, “[t]an sólo subsiste la idea de compartir las pérdidas que a los acreedores ordinarios les ha causado el evento de la insolvencia del deudor; sólo en este sentido cabe hablar de una figura próxima a la comunidad.” (Garrido, 2000, pág. 724)

#### 1.4. Las preferencias en el Derecho de tutela del crédito (i): Noción

Las preferencias han sido configuradas tradicionalmente como excepciones al principio de la *par conditio creditorum*. Como he señalado en la introducción, es a partir del concepto de la preferencia que esbozaré el de subordinación. Para lo anterior, es necesario resolver las siguientes preguntas en torno a las preferencias:

- (i) ¿cuál es el objeto de la preferencia y quién la tiene?;
- (ii) ¿de dónde proviene dicha preferencia?; y,
- (iii) ¿contra quién se ejerce?

Las respuestas a estas preguntas las daré basándome en el análisis efectuado por Garrido (2000) respecto de la preferencia. A partir de lo anterior, se puede adelantar la definición por él presentada de la preferencia: la preferencia es un derecho accesorio, legal, típico y relativo, cuyo contenido es el de otorgar una satisfacción prioritaria al crédito favorecido frente a otro u otros créditos, en el reparto del producto de la ejecución de los bienes de su deudor común<sup>7</sup>.

Sin perjuicio de lo anterior, en cualquier caso, debe tenerse en cuenta que la preferencia “no constituye una modificación de la naturaleza del derecho de crédito, que permanece esencialmente el mismo, sino solamente en una intensificación de su tutela, que actúa mediante el otorgamiento al acreedor de un derecho ejercitable *contra otros acreedores*” (Garrido, 2000, pág. 39).

Entonces, para Garrido (2000) los atributos de la preferencia son:

- (i) accesoriedad,
- (ii) relatividad,
- (iii) legalidad y
- (iv) tipicidad.

No obstante, no comparto ni la totalidad de la definición ni la totalidad de los atributos identificados por Garrido (2000). Ni la legalidad ni la tipicidad son rasgos definitivos de la preferencia como señalaré en este apartado. Por ello, la preferencia debe ser entendida como un derecho accesorio y relativo, cuyo contenido es el de otorgar una satisfacción prioritaria al crédito

---

<sup>7</sup> Para fines de este trabajo, he sintetizado en el concepto antes esbozado, lo que entiendo ha querido definir Garrido (2000) como preferencia. Esta definición no corresponde a alguna que él haya elaborado literalmente. Sin embargo, no por eso hago mía esta aproximación, la cual ajustaré en este trabajo.

del titular del mismo, frente al crédito de otro u otros acreedores, en el reparto del activo de un deudor común<sup>8</sup>.

Resulta discutible que la legalidad configure, precisamente, uno de los rasgos definitivos de la preferencia (lo que conlleva también criticar la tipicidad). La afirmación de dicha característica obedece al hecho de que diversos autores<sup>9</sup> consideran la ley como única fuente de la preferencia, descartando así la posibilidad de los particulares de establecer preferencias voluntarias en el ámbito de la autonomía privada. Este punto es de suma importancia en la admisión de la posibilidad de la existencia de la deuda subordinada voluntaria. Como su nombre indica, su creación proviene de la voluntad de los particulares y no de un efecto estrictamente normativo. Se trataría de un negocio jurídico y no de un acto jurídico en sentido estricto<sup>10</sup>. Y esto es así, pues mediante el ejercicio de la subordinación se crea, indirectamente, una preferencia para el crédito beneficiario de la subordinación, el cual resultará *preferido* al crédito que se *subordinó* a favor de este último.

---

<sup>8</sup> Una definición alternativa a la aquí planteada implica que la preferencia sea entendida como un derecho accesorio y relativo, cuyo contenido es el de otorgar una satisfacción prioritaria al derecho (y, por lo tanto, de un concepto más amplio que el de un crédito) del titular de este, frente al derecho de otro u otros titulares de derechos. Esta definición:

- (i) Comprende la idea de “satisfacción de derechos”, en lugar de la “satisfacción de derechos de crédito”, pues no todos los derechos que pueden ser preferidos son *necesariamente* derechos de crédito;
- (ii) En esa línea, no todos los titulares de derecho concurren con otros titulares de derechos respecto de un mismo acreedor, en el sentido de que no a todos les es debida una prestación por parte de un sujeto común, sino que, existen casos en los que sus derechos son relativos a un bien (derecho real) y, por lo tanto, ninguno tiene un crédito; y,
- (iii) Como consecuencia de esto último, prescinde de la descripción del contexto donde se hace efectiva la preferencia, que, según señala Garrido (2000), consiste en el reparto del producto de la ejecución de los bienes del deudor, pues, al no ser todos los derechos preferidos derechos de crédito, entonces no se podrá hablar siempre de la existencia de un deudor y, por lo tanto, tampoco podríamos decir que la preferencia se contextualiza siempre en el reparto de los activos de este último.

No obstante, dado que el objeto de este trabajo es el de la subordinación de créditos y no así la subordinación de derechos, hemos decidido trabajar una definición de preferencia sobre la idea de un crédito y la base esbozada por Garrido (2000).

<sup>9</sup> A manera de ejemplo, los siguientes autores señalan a la ley como única fuente de las preferencias: (Garrido, pág. 41); (Lacruz Berdejo, y otros); (Valdivieso López, pág. 76); (Jiménez Chocano, 2007, pág. 293) y (Ezcurra Rivero).

<sup>10</sup> Sobre la diferencia entre acto jurídico en sentido estricto y negocio jurídico cfr. (Espinoza Espinoza, 2010) y (Zegarra Mulánovich, 2009)

### 1.5. Las preferencias en el Derecho de tutela del crédito (ii): Presupuestos

Para seguir hablando de la preferencia, es preciso definir los presupuestos para su existencia, es decir, aquellas circunstancias sin las cuales no podríamos siquiera hablar de un derecho de preferencia. Así, según Garrido (2000), estos son:

- (i) Concurrencia de acreedores<sup>11</sup>;
- (ii) Insuficiencia patrimonial del deudor<sup>12</sup>; y,
- (iii) Existencia de una norma legal que atribuya directamente la preferencia a uno de los acreedores.

En cuanto a la *conurrencia de acreedores*, donde no existe dicha concurrencia, no existe respecto de qué otro derecho o sujeto ser preferido. Entonces, cuando un solo acreedor ejerce su derecho de crédito frente a un deudor, ejerce el derecho que todo acreedor tiene para exigir la satisfacción de su crédito mediante la ejecución de los bienes del deudor, pero no ejerce *necesariamente* su derecho de preferencia, por lo que dicho derecho no resulta relevante (Garrido, 2000, pág. 41). Así, la preferencia es, por exigencia lógica, un concepto relativo pues se encuentra referido a otros acreedores. Su propia naturaleza de derecho personal implica que deba existir un sujeto pasivo (quien debe respetar tal derecho) frente a quien el mismo pueda ser ejercido. Es evidente que la preferencia requiere como presupuesto la existencia de una pluralidad de acreedores concurrentes. (Garrido, 2000, pág. 42)

A mayor abundamiento, como señalan Lacruz Berdejo, y otros (1999) “el privilegio general no es ni siquiera un derecho subjetivo: es un modo de ser, una cualidad del crédito que le imprime

---

<sup>11</sup> En línea con la reflexión que hice al definir la preferencia en torno al derecho de crédito, es importante tener en cuenta que la preferencia no sólo tiene cabida en la “conurrencia de acreedores”, entendiéndose por acreedores a aquellos sujetos que tienen un derecho frente a otro deudor común. La preferencia también puede ser ejercida entre otros sujetos que tienen un derecho pero que no *necesariamente* tienen en común el ejercer dicha facultad frente a un deudor común. Es por esta razón que consideramos que podría redefinirse la “conurrencia entre acreedores” esbozada por Garrido (2000) como la “conurrencia entre titulares de derechos”.

<sup>12</sup> Siguiendo con la reflexión respecto del concepto de preferencia, la insuficiencia patrimonial del deudor puede ser un presupuesto para algunos casos de preferencia, pero no para todos. Por ello, no se puede establecer que la insuficiencia patrimonial del deudor configura un presupuesto general de la preferencia. Por el contrario, éste debe ser reemplazado por el de la idea de “posibilidad de satisfacción parcial de derechos”. Es decir, el escenario debería ser el siguiente: se puede hablar de preferencia, en la medida en que un grupo de derechos sólo puedan ser satisfechos de manera parcial. La satisfacción parcial de un grupo de derechos implica que al menos uno de los créditos sea por lo menos *parcialmente* satisfecho. Si uno de los derechos es satisfecho en parte, entonces se podría decir que el grupo de derechos fue parcialmente satisfecho. Afirmamos que la posibilidad de satisfacer parcialmente derechos es el verdadero presupuesto, pues no todos los derechos a los cuales se atribuye una preferencia consisten en derechos de crédito (es decir, derechos personales) sino que también pueden nacer de manera accesoria a un derecho real. Por ello, donde el derecho es real, no se puede hablar de un deudor y, como consecuencia de esto, tampoco podríamos hablar de una insuficiencia patrimonial.

Puede pensarse que es contradictorio hablar de la preferencia como uno de los dos puntos sobre los cuales se estructura el Derecho de la tutela del crédito y, al mismo tiempo, afirmar que la preferencia no versa únicamente sobre obligaciones, sino también sobre derechos reales. Sin embargo, esto no resulta en una contradicción, sino en la evidencia de que la preferencia es un concepto que escapa a la exclusividad del Derecho de la tutela del crédito que puede insertarse en el estudio de distintas disciplinas del Derecho pues, el Derecho es, al fin y al cabo, una sola ciencia (sobre el Derecho como Ciencia ver (Zegarra Mulánovich, 2009, pág. 29).

la ley en virtud del cual triunfa de los demás créditos no privilegiados o con rango inferior. Una cualidad que permanece en potencia hasta que se produce el conflicto con otros créditos.” Así, “el privilegio, al ser accesorio a un crédito (“crédito privilegiado”) es algo meramente adjetivo y carente de sustantividad: asume los caracteres del crédito al que cualifica, y así afecta a los bienes que en cada momento se hallan en patrimonio del deudor” (Lacruz Berdejo, y otros, 1999, pág. 279).

La concurrencia de acreedores puede presentarse en dos escenarios: uno concursal y otro extra-concursal. El escenario por excelencia de concurrencia de acreedores es el concursal. No obstante, fuera del concurso también puede darse dicha concurrencia, aunque bajo un conjunto de reglas más disperso y que no necesariamente buscan una finalidad específica como en caso del escenario concursal. Negar la posibilidad de concurrencia extra-concursal, equivaldría a negar la misma razón de ser del Derecho concursal. Este Derecho surge precisamente como reacción ante la falta de unas reglas de juego eficientes en la concurrencia de acreedores e insolvencia del deudor.

Conforme a lo establecido en el artículo II de la LGSC, mediante la implementación de las reglas concursales, “se promueve un ambiente idóneo para la negociación entre los acreedores y el deudor sometido a concurso, que les permita llegar a un acuerdo de reestructuración o, en su defecto, a la salida ordenada del mercado, bajo reducidos costos de transacción”. Dicha negociación tiene por finalidad la maximización del valor del patrimonio del deudor mediante la asignación eficiente de los recursos de éste. y, por lo tanto, satisfacer a la mayor cantidad de acreedores posible<sup>13</sup>. De no existir tales reglas de negociación (tal y como ocurre en el mundo extra-concursal), se produciría el denominado “efecto buffet”, consistente en una carrera por cobrar primero (Ezcurra & Solís, 2002, pág. 4). Esto crea un caos en el que muchas veces se cobra en total menos de lo que hubiera sido posible si se hubiese conservado el orden (Zegarra Mulánovich, 2013).

De la revisión de este presupuesto se puede concluir que la preferencia es un derecho relativo, ejercido por el titular del crédito preferido respecto de otros sujetos que deben sufrir los efectos de este derecho atribuido al primero.

El segundo presupuesto de la preferencia es el de *insuficiencia patrimonial del deudor*. Esta implica que la aplicación del producto de la ejecución patrimonial contra el deudor resulte en una satisfacción parcialmente infructuosa de los créditos que se mantengan frente a éste, para que así se puede hacer efectivo el derecho de preferencia. Es decir que, no configurarían supuestos de insuficiencia patrimonial aquellos casos donde (Garrido, 2000, pág. 27):

- (a) el valor obtenido producto de la ejecución los bienes es suficiente para satisfacer los créditos concurrentes; ni,
- (b) debido a un resultado totalmente infructuoso de la ejecución, no exista suma alguna para proceder al pago de ninguno de los acreedores (ni siquiera para pagar a uno de ellos parcialmente).

Cabe tener en cuenta que se puede hablar de insuficiencia patrimonial tanto en un escenario no-concursal como en un escenario concursal.

---

<sup>13</sup> Esto está recogido en el artículo I del Título Preliminar de la LGSC

En el primer escenario, es decir, uno de insuficiencia patrimonial fuera de un concurso, probablemente se haya configurado ya alguna causal para que el deudor sea declarado en situación de concurso, pero no *necesariamente* va a ocurrir así. Es decir, se tiene un deudor insolvente, que es un deudor cuyo “patrimonio no resulta suficiente para el pago de todas sus deudas y no sólo una de ellas” (Zegarra Mulánovich, 2013, pág. 2), pero que sigue sujeto a las normas extra-concursales.

En el segundo escenario, es decir uno de concurso iniciado, la posibilidad de que el deudor se encuentre en insuficiencia patrimonial ha sido verificada a través de *hechos reveladores* (Zegarra Mulánovich, 2013, pág. 10) como condición para el inicio de tal procedimiento, imponiéndose así unas reglas especiales para la concurrencia entre acreedores. Dichas reglas serían: la *par conditio creditorum*, construida como regla general, y las preferencias, construidas como excepciones a dicha regla general.

Es decir que, para la activación de la prioridad es necesario que exista una posibilidad de únicamente poder satisfacer parcialmente los créditos del deudor. Sobre la base de lo anterior es que la insuficiencia patrimonial es un presupuesto de las preferencias de créditos.

Por último, al buscar motivos que sustenten la ***existencia de una norma legal que atribuya directamente la preferencia de uno de los acreedores*** como presupuesto de la preferencia, no he encontrado argumentos suficientemente convincentes (Garrido, 2000, pág. 44). Por esto y los motivos que desarrollaré en seguida, la existencia de una norma legal no configura, en mi opinión, un presupuesto general de la preferencia y tampoco es su única causa.

Por ejemplo, sostiene Garrido (2000) que la ley es la única que puede determinar qué acreedor o acreedores se encuentran obligados a dar cumplimiento al derecho de preferencia atribuido a un determinado crédito. Por ello, puede suceder y de hecho sucede, que en una ejecución en la que concurren numerosos acreedores se forme una tupida red de derechos de preferencia entrecruzados, en virtud de la cual los acreedores resultan a la vez sujetos activos del derecho de preferencias frente a ciertos acreedores y sujetos pasivos del derecho de preferencia de otros acreedores los que la ley ha situado en una posición superior (Garrido, 2000). En esa línea, indica GARRIDO (2000) que, la legalidad debe entenderse en un sentido amplio y que abarca los siguientes escenarios:

- El derecho de preferencia viene atribuido directamente por la ley, sin que sea necesaria la realización de acto alguno por parte del acreedor titular del derecho;
- La ley establece solamente las condiciones que debe reunir un negocio entre deudor y acreedor, o un simple acto del acreedor, para que pueda surgir el derecho de preferencia.

En ese sentido, Garrido (2000), siempre hace notar que, en cualquier caso, únicamente mediante la ley, aunque de diferentes formas, se puede establecer o admitir la prioridad de un crédito sobre otro. Por ello, continúa señalando que, el ejercicio de la autonomía privada configurará una causa de preferencia únicamente en los casos que la ley reconoce de manera expresa dicha posibilidad y, además, prevé los términos y condiciones para tal ejercicio. Como consecuencia de lo anterior, el derecho de preferencia tiene, mediata o inmediateamente, un origen en la ley.

Goldenberg Serrano (2010b) no es tajante al señalar la ley como única causa de preferencia. Pese a que parece reconocer de alguna forma la posibilidad de la creación de preferencias

voluntarias, termina por descartarlas sobre la base de la afectación a aquellos acreedores que pasarían “a estar situados más atrás” restando valor a sus créditos.

De hecho, Goldenberg Serrano (2010b) reconoce que la determinación de un lugar específico en el reparto de activos de un deudor puede ser efectuada por el legislador o por los propios particulares, con ciertos límites que son los límites a la autonomía privada, trazados alrededor del orden público. En esa línea, señala Goldenberg Serrano (2010b) que, la ley actúa de modo subsidiario ante la falta de decisiones de los particulares al respecto. De esta forma, la ley actúa como garante de una determinada ubicación que funciona bajo la idea de *máximo* (Goldenberg Serrano, 2010b, pág. 78). Producto de esta apreciación de la actuación de la ley como creadora de un *máximo* es que se sostiene que los particulares no podrían, en ejercicio de la autonomía privada, “disponer de un mejor lugar porque – como es evidente – ello lesionará la posibilidad de reparto de los que pasarían a estar situados más atrás, restando valor a sus créditos” (Goldenberg Serrano, 2010b, pág. 78). Sin embargo, este último sí reconoce que los particulares pueden disponer de una peor situación a la que les es asignada, como ocurrirá en el caso de la renuncia a la preferencia y la subordinación voluntaria, entre otras.

Entonces, para Garrido (2000), la ley es la única fuente creadora de preferencias mientras que, para Goldenberg Serrano (2010b), también lo es, pero sobre la idea de que ley actúa como un máximo que protege a los acreedores que vendrían a estar “situados más atrás” producto de la preferencia.

Pero aquí cabe hacerse una pregunta: si la subordinación implica estar en una peor posición respecto de otro crédito, ¿ello no implicaría a su vez que dicho crédito prioritario se encuentre en una mejor posición respecto del crédito no preferido?

Es decir, la subordinación voluntaria siempre tiene como contrapuesto (Hohfeld, 1913, pág. 30) una preferencia otorgada al crédito beneficiario con la subordinación. En esa línea, para aceptar la subordinación voluntaria, se debe empezar por aceptar la posibilidad de los particulares de crear una preferencia voluntaria. El problema radica en quién otorga dicha preferencia. Claro está que, si un acreedor subordina su crédito a otro y por lo tanto crea una preferencia a favor de este último, no habría ningún problema. Sin embargo, si un acreedor otorga una preferencia a otro crédito respecto de créditos distintos al suyo, es evidente que ello no resultará posible, pues no puede disponer de las posiciones en el reparto del activo que no le corresponden.

La preferencia es un derecho relativo, entonces existen uno o más sujetos pasivos de dicho derecho y que son los acreedores que sufren esta preferencia. Así, si dos sujetos acuerdan que un crédito será preferido respecto de otros, sólo cabe la preferencia convencional en la medida en que los sujetos pasivos de esta preferencia la acepten. No se puede afectar el derecho de otros (como lo sería una posición o potencial posición en el reparto del activo) sin su consentimiento en aplicación del principio de relatividad de los negocios jurídicos.

Entonces, la preferencia también podrá tener un origen negocial y, en virtud de este negocio, los acreedores afectados aceptan que el crédito beneficiario de la preferencia será *prioritario* respecto de los suyos. Por lo anterior, *contrario sensu*, si el titular de un crédito decide subordinar su crédito frente a otros, no está haciendo más que dotar de un derecho de preferencia a los acreedores de los créditos beneficiarios de la subordinación. Con esto, la preferencia no halla su causa únicamente en la ley, sino también en el ámbito de la autonomía privada.

Entonces, se ha analizado y determinado que los presupuestos de la preferencia son los siguientes:

- (i) Concurrencia de acreedores; e,
- (ii) Insuficiencia patrimonial del deudor.

### 1.6. Las preferencias en el Derecho de tutela del crédito (iii): Atributos

En resumen, sólo queda proceder a desarrollar dos de los atributos de la preferencia que son:

- (i) Accesoriedad<sup>14</sup>; y,
- (ii) Relatividad

La función del derecho de preferencia determina su naturaleza *accesoria* (Garrido, 2000 & Lacruz Berdejo, y otros, 1999). Dicha función se identifica con su finalidad que es una de garantía, consistente en el aseguramiento de la satisfacción, por lo menos parcial, de un crédito de manera prioritaria a los créditos de otros titulares concurrentes, en el escenario del reparto del activo de un deudor. La accesoriadad es un rasgo esencial de la preferencia, pues es dependiente

---

<sup>14</sup> Siguiendo con las ideas expuestas brevemente al hablar de la preferencia, es importante notar que no todas las preferencias nacen como accesorio a una relación de crédito y, por lo tanto, los derechos de crédito no son los únicos derechos respecto de los cuales se pueden otorgar preferencias. En ese sentido, no se puede identificar a la preferencia *siempre* como un derecho cuya finalidad es la de garantizar una mejor posición en el reparto del activo de un deudor pues no todos los derechos preferidos son créditos. Existen preferencias que se activan únicamente ante la concurrencia de titulares de derechos, sin ser necesaria la existencia de un deudor común (pues no lo hay), por lo que en dichos casos no corresponde señalar a la insuficiencia patrimonial del deudor como presupuesto de la preferencia. Siempre se hablará de un deudor común en los derechos personales, cuya esencia son las obligaciones y vincula a uno o más sujetos quienes ocupan posiciones de deuda (pasivos) o activas (de crédito), mas no existirá tal deudor en los derechos reales, donde precisamente el vínculo no es obligacional si no real (pues no se mantiene un vínculo con un acreedor sino con un determinado bien).

Este es el caso del derecho de retracto, que es el derecho que la ley otorga a determinados sujetos para subrogarse en la posición del comprador en una compraventa. El derecho del retrayente es el de la subrogación. Entonces, los potenciales retrayentes (sujetos a los que la ley otorga este derecho) no tienen en realidad un deudor común respecto del cual concurrir (titular del bien transferido), pues este no les debe nada. Por el contrario, los retrayentes tendrán que reembolsar al adquirente en cuya posición se subrogan por el precio del bien, entre otros conceptos. En todo caso, los potenciales retrayentes sí concurren respecto de la asignación del bien sobre el que tienen el derecho de retracto. Para solucionar esta concurrencia, la ley ha asignado órdenes de preferencia. Estos órdenes de preferencia tienen por finalidad otorgar una mejor posibilidad de satisfacción de un derecho, que no es un derecho de crédito, pues no es un derecho personal que implica una obligación por parte de un deudor. Esto significará que los derechos de los retrayentes, tomados como un conjunto, serán satisfechos parcialmente, pues sólo el derecho correspondiente a una categoría de acreedores agrupado en el orden preferido será efectivo como consecuencia de la aplicación del orden de prelación dispuesto para la concurrencia de estos titulares.

Sobre la base de lo anterior, la insuficiencia patrimonial no es un presupuesto de todas las preferencias, sino que lo será de aquellas en las cuales los derechos preferidos sean créditos respecto de un deudor común. En los casos donde no exista un deudor común y, por lo tanto, no se pueda hablar de insuficiencia patrimonial de este, se entenderá que la preferencia tiene por finalidad la satisfacción de estos derechos *preferentemente* a otros. Como en este escenario sólo se podrá satisfacer un derecho, entonces se puede afirmar que la satisfacción de los derechos, tomados en conjunto, fue parcialmente infructuosa pues no sirvió para satisfacer a todos los titulares, pero sí por lo menos a uno. Entonces, el verdadero presupuesto de la preferencia es el de la posibilidad de únicamente satisfacer parcialmente derechos y no el de insuficiencia patrimonial.

de un derecho subyacente, al que se añade. No tiene sentido hablar de una existencia aislada del derecho de preferencia, pues esta tiene por destino el de tutelar, necesariamente, un determinado crédito.

La accesoriedad y finalidad de garantía de la preferencia determinan que ésta pueda ser tratada de manera similar a otras garantías existentes en el ordenamiento peruano. De hecho, en los casos de preferencia voluntaria, esta garantía podrá ser tratada como una “garantía personal”. Sobre la base de esta afirmación, se debe tener en cuenta que la preferencia puede ser transmitida, modificada o extinguida, salvo por las excepciones previstas en la ley. Estas acciones pueden ser realizadas directamente sobre la preferencia o indirectamente como consecuencia de la transmisión, modificación o extinción del derecho subyacente.

Entonces, la transmisión del derecho subyacente a la preferencia determinará también la transmisión de la propia preferencia (Garrido, 2000, pág. 165). Ésta es la regla general que gobierna la transmisión de los derechos de preferencia, salvo acuerdo en contrario de las partes.

En el mundo extra-concursal, esta regla ha sido recogida en el artículo 1211 del Código Civil, en el cual se establece que:

“la cesión de derechos comprende la transmisión al cesionario de los privilegios, las garantías reales y personales, así como los accesorios del derecho transmitido, salvo pacto en contrario. (...)”

Ello también ha sido previsto en el mundo concursal, concretamente en el artículo 142, en virtud del cual se establece que

“142.1 La cesión o transferencia de los créditos comprende la transmisión de los órdenes de preferencia, salvo pacto en contrario. (...)”

De igual manera, la accesoriedad tiene como consecuencia que las causas de extinción aplicables al derecho funcionen también para el derecho de preferencia, como causas indirectas de extinción. No obstante, el derecho de preferencia puede extinguirse por causas que lo afecten directamente (por ejemplo, renuncia o transmisión del derecho sin transmisión del beneficio) (Garrido, 2000, pág. 152 y 157).

Entonces, si se extingue el crédito, se extinguirá también la preferencia (Garrido, 2000, pág. 152). El modo por excelencia de extinguir un derecho es su satisfacción, que, en el caso de los créditos es el pago. Si la satisfacción del crédito es parcial, la preferencia no se reduce parcialmente, por aplicación del principio de indivisibilidad. Es decir que un derecho no va a ser *menos* preferido, cuanto *más* se haya satisfecho. Lo que sí ocurrirá es que, mientras *más* se haya satisfecho un crédito, la cuantía del crédito del acreedor preferido en el reparto del activo del deudor se verá reducido, pero su sitio será el mismo en la “cola”. Por ende, existirá la oportunidad de satisfacer a otros créditos, pues habrá que destinar menor cantidad de activos para satisfacer el crédito preferente reducido. De igual manera, otras formas de extinguir el crédito inciden en las preferencias, como lo son la compensación, la confusión y la renuncia.

La preferencia también resulta aplicable a los accesorios del crédito (como lo serían los gastos de ejecución e intereses). Lo anterior sobre la base del principio *accessorium sequitur principale* (García Sanchez, 2003), toda vez que la preferencia es también un accesorio del crédito tutelado.

No ahondaré en la *relatividad*, pues como he desarrollado, la preferencia es un derecho relativo que refuerza el derecho al cual sirve como accesorio y que se ejerce frente a otros acreedores concurrentes.

### 1.7. Las preferencias en el Derecho de tutela del crédito (iv): Resumen

Sobre la base de lo anterior, procedo a responder las preguntas planteadas anteriormente:

- (i) ¿cuál es el objeto de la preferencia y quién la tiene?

El objeto de la preferencia es el de asegurar la satisfacción, por lo menos parcial, de un crédito de manera prioritaria a los créditos de otros titulares concurrentes en el reparto del producto de la ejecución de los bienes de su deudor común. Este derecho le es atribuido al titular de un crédito.

En esa línea, se puede afirmar que la preferencia se configura como un derecho con fines de garantía para quien es titular del crédito con prioridad.

- (ii) ¿de dónde proviene dicha preferencia?

Tiene distintas casusas, puede ser establecida en la ley o en ejercicio de la autonomía privada.

- (iii) ¿contra quién se ejerce?

Es relativo y se ejerce contra los acreedores concurrentes del titular del crédito preferido.

### 1.8. Ejemplo práctico de graduación de créditos

Es importantísimo tener en cuenta que los sitios en el reparto de activos otorgados a cada uno de los acreedores están expresados en términos numéricos. Es decir que el “sitio” se corresponde con el valor patrimonial de su crédito.

Así, un Crédito A tendrá un sitio preferido en el reparto respecto de Crédito B y Crédito C hasta por el monto de su crédito, mientras que B y C, quienes no tienen preferencia entre sí, tendrán el mismo lugar hasta por el monto de los suyos, respectivamente. En este último caso, donde no existen reglas de preferencia (sean legales o voluntarias) y donde no haya razón alguna por la que hacer distinciones entre los derechos de crédito, consideramos razonable el uso del principio de proporcionalidad o *par conditio creditorum* pues se trataría de créditos *iguales*. Claro está que en el mundo extra-concursal se podrá argumentar que existen otras formas de que un crédito sea cobrado primero (por ejemplo, mediante la interposición de defensas judiciales tendientes a frustrar el cobro de un crédito determinado), pero he asumido también los accidentes o vicisitudes del cobro como una preferencia.

Además, debe tenerse en cuenta que, en el caso de los derechos de crédito, la satisfacción de un crédito prioritario no supondrá, *necesariamente*, que los acreedores subordinados (o no preferidos o con menor preferencia, según como se vea) no sean satisfechos (parcial o

totalmente). Es decir, la satisfacción de un crédito prioritario no excluye necesariamente la satisfacción de un crédito no preferido o subordinado, según sea el caso<sup>15</sup>.

Donde se habla de preferencia, también podrá hablarse de subordinación, pues, como resulta lógico, el hecho de que exista un derecho preferido significará que coexiste un derecho subordinado o uno *menos* preferido. Además, en los casos en que se hable de un derecho preferido, también se podrá hablar de un crédito no preferido o subordinado y *viceversa*. Para demostrar esto daré un ejemplo líneas abajo.

Esta explicación tendrá la siguiente estructura:

- (i) Estado de patrimonio y obligaciones de pago del deudor
- (ii) Escenario base
- (iii) Escenario resultante de la aplicación de una graduación voluntaria
- (iv) Resumen

Desarrollaré los puntos antes señalados en el orden expuesto:

- (i) El *estado del patrimonio del deudor y obligaciones de pago del deudor* es el siguiente:
  - El patrimonio del deudor es 100
  - El total de créditos contra el deudor asciende a 105.
  - El deudor no podrá pagar sus créditos hasta por 5, lo que significa que sus acreedores deberán soportar esta pérdida.
  - El deudor tiene 3 acreedores: A, B y C.
    - El Crédito A es de 25.
    - El Crédito B es de 40 y el Crédito C es de 40.

---

<sup>15</sup> En el caso de derechos que no sean créditos, la preferencia determinará que los titulares subordinados (o no preferidos o con menor preferencia, según como se vea) no podrán ver sus derechos satisfechos y de ahí que hablamos de una satisfacción parcial de todos los derechos concurrentes, pues sólo se satisface uno de ellos (o una categoría de derechos).

- (ii) El *escenario base*, corresponde a la ubicación inicial de los créditos en el reparto del activo del deudor.

Orden	Crédito	Tipo de preferencia	¿Cuánto le corresponde del patrimonio del deudor?
1°	A	Legal	25
2°	B y C	No aplicable (Proporcionalidad)	37.5 a cada uno, es decir el 50% del patrimonio del deudor luego de pagado el Crédito A

- El escenario base es uno que es fácilmente verificable en la realidad, donde:
  - Crédito A es preferido por imperio de la ley y por lo tanto es satisfecho en su integridad antes que Crédito B y Crédito C (en la medida en que la ley no imponga un monto máximo para el pago de este crédito distinto al de su propio valor), y
  - los otros dos (Crédito B y Crédito C) no son preferidos frente a ningún otro crédito y además concurren en la misma posición, pues no existe hecho, ley, pacto o criterio razonable que disponga que deban ser tratados de manera distinta, por lo que participarán *proporcionalmente y pari passu* en reparto del activo, una vez pagado el Crédito A.
- Es importante notar que la preferencia rompe con la proporcionalidad en el sentido que el Crédito A no concurre proporcionalmente al monto que representa su crédito respecto del total de créditos contra el deudor, sino que lo hace directamente sobre el 100% de su crédito. Es decir, su crédito no tiene descuento alguno pues no soporta las pérdidas en igualdad de paso que Crédito B y Crédito C.
- Por ello:
  - Crédito A será satisfecho en su integridad. Es decir, recibirá 25 del Patrimonio del Deudor. Entonces, el patrimonio del deudor luego de pagado el Crédito A será de 75.
  - Crédito B y Crédito C serán satisfechos parcialmente. Entre ambos sólo podrán recibir hasta 75 del patrimonio del deudor, pues Crédito A recibió 25 como resultado de su preferencia y consecuente aplicación directa de su crédito sobre el patrimonio del deudor.
  - Crédito B y Crédito C, cada uno, deberá recibir como máximo 37.5, es decir que cada uno verá satisfecho únicamente el 93.75% de su crédito. Esto significa que cada uno de dichos acreedores soporta una pérdida de 2.5 que equivale al 6.25% de su crédito.

- (iii) El *escenario resultante de la aplicación de una graduación voluntaria*, se produce cuando el acreedor del Crédito A decide subordinarse al Crédito B, pero no al Crédito C.

La figura quedará como señalada a continuación:

Orden	Crédito	Tipo de preferencia	¿Cuánto le corresponde del patrimonio del deudor?
1°	B	Voluntaria	<ul style="list-style-type: none"> <li>Hasta por los 25 de Crédito A</li> <li>Entonces, <b>recibe 25.</b></li> </ul>
2°	A	Legal	<ul style="list-style-type: none"> <li>Hasta por el remanente de lo aplicado al pago del Crédito B y <math>\leq 25</math>, (lo que no resultará aplicable en este caso). Entonces, <b>recibe 0.</b></li> </ul>
3°	Todos los Créditos A, B y C	<b>Preferencia:</b> Crédito B es preferido a Crédito A	Hasta por 75 que equivale al remanente luego de pagados Crédito B y Crédito A, según lo anterior.
	B	<b>Proporcionalidad:</b> Entre los 3 créditos	<ul style="list-style-type: none"> <li>Crédito B representa el 18.75% de los créditos del deudor.</li> <li>Le corresponde el 18.75% de 75 que es el saldo del patrimonio del deudor.</li> <li>Sin embargo, Crédito A sigue subordinado a B.</li> <li>Entonces, debería recibir 14.06. Pero, por aplicación de la subordinación, Crédito B recibe 0.94 más, que son descontados de Crédito A. Es decir, <b>recibe 15.</b></li> </ul>
	A		<ul style="list-style-type: none"> <li>Crédito A representa el 31.25% de los créditos del deudor.</li> <li>Le corresponde el 31.25% de 75 que es el saldo del patrimonio del deudor.</li> <li>Sin embargo, Crédito A sigue subordinado a Crédito B</li> <li>Entonces, debería recibir 23.44. Pero, por aplicación de la subordinación, Crédito A recibe 0.94 menos, que son sumados a Crédito B. Es decir, <b>recibe 22.5</b></li> </ul>
	C		<ul style="list-style-type: none"> <li>Crédito C representa el 50% de los créditos del deudor.</li> <li>Le corresponde el 50% de 80 que es el saldo del patrimonio del deudor.</li> <li>Entonces, <b>recibe 37.5</b></li> </ul>

- Es importante recordar que los órdenes están relacionados con el valor del crédito que tutelan. Es decir, se pueden expresar en términos numéricos.

- Por ello, cada acreedor sólo puede decidir qué hacer respecto de su sitio hasta por el monto de su crédito. Un acreedor de un determinado crédito (en este caso, Crédito A) sólo podrá otorgar una preferencia o subordinarse, hasta por el monto de su crédito (es decir, 25) y únicamente en el sitio que le corresponde en el reparto en el activo (el de crédito preferente por imperio de la ley).
- El titular del Crédito A ejerció su sitio en el reparto a favor de Crédito B. Sin embargo, no ha renunciado a su crédito, por lo que sigue teniendo una acreencia de 25. Esta acreencia es pagada de forma subordinada a Crédito B. Este último es pagado preferentemente a Crédito A en todos los escenarios de concurrencia.
- Crédito A ha ejercido su preferencia, pero no ha renunciado a su crédito por lo que mantiene su derecho a ser pagado. Primero, como subordinado de Crédito B cuando este es beneficiado con la preferencia legal de Crédito A. Segundo, cuando Crédito A es tratado como un acreedor no garantizado y participa proporcionalmente con los demás acreedores (Everett, 1965, pág. 966).
- Crédito C no tiene nada que decir de la subordinación, por ello recibe la misma cantidad tanto en el escenario base como en el escenario de graduación. Es decir, no se ve afectado con la subordinación.

(iv) Análisis

*Función de garantía*

- La graduación sirvió para que Crédito B pudiese obtener el pago prioritario de su crédito con cargo al patrimonio del deudor.
- Por lo anterior, Crédito B ya no tuvo que soportar las pérdidas derivadas de la insuficiencia patrimonial del deudor común. Por ello, recibió el pago del total de su crédito (40) y ya no 37.5 como sí lo hizo Crédito C.
- En su lugar, Crédito A soportó la pérdida del 10% (es decir, 2.5) de su crédito producto de dicha operación y únicamente recibió un pago de 22.5. Esta pérdida correspondía inicialmente a Crédito B, quien debió recibir 37.5 pero por aplicación de la graduación recibió 40.
- Como consecuencia de lo anterior, el riesgo de Crédito B de no ver satisfecho su crédito fue disminuido producto del otorgamiento de la preferencia por parte de Crédito A. La preferencia operó como “garantía”.

*No afectación a terceros*

- Crédito C recibe la misma cantidad tanto en el escenario base como en el escenario de graduación. Es decir, no se ve afectado (ni positiva ni negativamente) en ningún momento, pues le corresponde siempre la misma cantidad aplicable a su sitio y en la misma posición original.

- Con esto, se muestra que la preferencia voluntaria o subordinación voluntaria, no implicarán una afectación al derecho en el reparto del acreedor que no participó de tales negocios.

Está claro que, en ambos casos, quien podrá decidir otorgar la preferencia o subordinarse, será el titular del crédito. Éste es quien puede decidir cómo ejercer *su* sitio en el reparto del activo y en la cantidad que decide ejercerlo, pues este sitio y cantidad son *sus* derechos. En todo caso, dicho ejercicio no debe perjudicar a terceros, lo que se ha evidenciado en el ejemplo anterior.



## CAPÍTULO II OBSTÁCULOS PARA LA CONSTRUCCIÓN DE LA SUBORDINACIÓN VOLUNTARIA

### 2.1. La construcción tradicional de la subordinación voluntaria

El Derecho de tutela del crédito se estructura sobre la base del binomio graduación/proporcionalidad. No obstante, la tutela del crédito tendrá distintas reglas especiales dependiendo del escenario donde se aplique: sea un escenario extra-concursal o uno concursal<sup>16</sup>. En el Perú, es para este último escenario donde se han recogido un mayor número de normas ordenadas de manera sistemática y cuya finalidad es la de asegurar la mayor satisfacción posible para los créditos de los acreedores del deudor común a través de la maximización del patrimonio de este último y la imposición de un marco colectivo de negociación para sus acreedores.<sup>17</sup>

La diferencia entre ambos mundos se encuentra marcada por un suceso que afecta al deudor común: la insolvencia. Dada la relevancia de la insolvencia en el tráfico jurídico, el ordenamiento ha reaccionado a dicho fenómeno buscando una manera eficiente de paliar sus efectos para aquellos que deben padecerlo (sus acreedores).

Es en el contexto de la insolvencia de un deudor que nace el Derecho concursal<sup>18</sup>. Como señala Zegarra Mulánovich (2013), tradicionalmente, el Derecho concursal ha sido construido sobre:

- (i) El principio del *par conditio creditorum* (proporcionalidad) como la regla general aplicable en los escenarios concursales<sup>19</sup>.
- (ii) La preferencia como una excepción a la *par conditio creditorum* (esta idea de excepcionalidad es también aplicable a la subordinación)<sup>20</sup>.

---

<sup>16</sup> Para efectos de este apartado, me referiré únicamente a los obstáculos existentes para la construcción de la subordinación voluntaria en el caso de personas ajenas al sistema financiera. Como he señalado antes, la subordinación voluntaria de créditos para las empresas del sistema financiero se encuentra regulada en el Reglamento de Deuda Subordinada, por lo que, para esta explicación, no resulta necesario ahondar acerca de subordinación voluntaria en tales casos, pues se encuentra expresamente regulada.

<sup>17</sup> *Vid.*, supra, n. 1.4

<sup>18</sup> *Vid.*, supra, n. 1.4

<sup>19</sup> Este principio resulta aplicable en el reparto del activo del deudor (derecho económico) y, en casos como el peruano, este principio se extiende a otros derechos como los de voto en junta de acreedores (derechos políticos).

<sup>20</sup> En el Perú el principio de proporcionalidad ha sido recogido como regla general en el artículo IV de la LGSC. No obstante, el hecho que se haya establecido expresamente como regla general para el escenario concursal no implica que no pueda ser aplicado, también, en el escenario extra-concursal, aunque no como regla general. Conforme al análisis efectuado en el numeral 1.8, podríamos admitir que el binomio graduación/proporcionalidad es plenamente identificable también, en el escenario extra-concursal, donde, ante la falta de alguna razón para establecer una preferencia (y, por lo tanto, en los casos que se trata de créditos que son *iguales*) éstos deberán ser tratados de manera *igual* y, por lo tanto, proporcional.

Estas reglas no han sido así establecidas en el escenario extra-concursal. En este escenario, cualquier acreedor verá su crédito satisfecho:

- (i) en el *momento, forma y monto* que le corresponda, si su deudor cumple con su obligación.
- (ii) en cuanto pueda obtener de la ejecución de su derecho de crédito frente a su deudor en un escenario judicial o arbitral.
- (iii) en caso de concurrencia con otros acreedores (en un mismo proceso, por ejemplo), en el monto y oportunidad que pueda obtener sobre la base de la preferencia que tenga su derecho de crédito frente al derecho del acreedor con el que concurre<sup>21</sup>.

Como consecuencia de lo anterior, se ha entendido que las reglas concursales son esencialmente reglas de derecho positivo indisponibles y que configuran normas de orden público (Goldenberg Serrano, 2010a). Esto último resulta cuestionable: si el Derecho concursal ha sido configurado para que los acreedores tengan unas reglas claras de negociación y así obtener una mayor satisfacción de sus derechos y, al menos en el Perú, son estos quienes efectivamente implementan tales reglas, ¿por qué ha de decirse que estas reglas son obligatorias e indisponibles siempre<sup>22</sup>? Además, los derechos de crédito son esencialmente disponibles, salvo en aquellos casos donde la ley lo prohíbe (por ejemplo, en el caso de los derechos personalísimos o de los derechos laborales como dispone la Constitución Política del Perú).

## 2.2. Aproximación a los principales obstáculos para la subordinación voluntaria

La creación de preferencias y subordinaciones voluntarias han tenido que enfrentar dos obstáculos (principalmente, en el ámbito concursal):

- (i) el alcance de la autonomía privada, es decir, hasta dónde uno puede decidir libremente sobre su derecho.
- (ii) la observancia de normas de carácter imperativo o de orden público, como serían:
  - la *par conditio creditorum*, configurada como regla general
  - las preferencias, configuradas como única excepción legal a tal regla.

La forma tradicional de construir la subordinación es la de *renuncia o modificación* de sitios en el reparto del activo.

<sup>21</sup> Con la salvedad de la posibilidad de construir al *prior in tempore, potior in iure* como una preferencia residual a falta de otros criterios de preferencia.

<sup>22</sup> Es importante señalar que en el Derecho Concursal peruano la idea de imperatividad de la *par conditio creditorum* y las preferencias se encuentra principalmente restringida a los procedimientos concursales liquidatorios. Según lo expresamente previsto en la LGSC, en los procedimientos concursales de restructuración, los acreedores pueden renunciar a sus preferencias, salvo por los acreedores laborales. La imposibilidad de renunciar a la preferencia por parte de los acreedores laborales viene de la naturaleza irrenunciable de los derechos laborales (Constitución Política del Perú). No obstante, al regular la transmisión de créditos, la LGSC dispone que los créditos pueden ser transferidos con o sin las preferencias con las que cuentan. En ese sentido, puede darse el caso de un acreedor laboral que cede su crédito sin preferencia alguna.

Si se entiende como una *renuncia* puede estructurarse en las siguientes formas:

- (i) como renuncia directa de la preferencia, mas no del derecho de crédito (es decir, únicamente se renuncia al accesorio); y,
- (ii) como renuncia indirecta de la preferencia, por renuncia al derecho de crédito.

Por otro lado, de tratarse de una *modificación*, se deberá admitir que los particulares tienen la posibilidad de alterar las reglas de proporcionalidad y preferencia.

Dichas construcciones han sido justificadas sobre la autonomía privada. No obstante, en ejercicio de dicha autonomía no sería suficiente para justificar la subordinación pues tendría que admitirse que los particulares pueden modificar normas de carácter imperativo o de orden público<sup>23</sup>.

Como desarrollaré en este capítulo, afirmo lo siguiente:

- (i) Subordinar un crédito no implica una renuncia a un derecho (entendido como el sitio en el reparto del activo de un deudor común) ni una modificación de los órdenes de preferencia o de la regla de proporcionalidad, sino el ejercicio del derecho mismo.
- (ii) En esa línea, nunca se podrá decir que esta decisión excede el límite de la autonomía privada pues lo que en realidad se hace es *ejercer* el derecho y no renunciar a él o modificarlo.
- (iii) El Derecho concursal tiene por finalidad la tutela de dos bienes jurídicos: (a) los créditos y (b) el mercado. Entonces, si no se afectan dichos bienes, se podría afirmar que los acreedores *siempre* tienen la posibilidad de incorporar normas de graduación de los créditos.

He explicado que no se producirá una afectación a terceros concurrentes de aplicarse la subordinación<sup>24</sup>. Por el contrario, si la subordinación resulta plenamente aplicable en un escenario extra-concursal, su no reconocimiento en el escenario concursal sí podría implicar una afectación negativa en el mercado, pues los agentes beneficiados de la subordinación no podrían confiar en la posibilidad de ejercer en sede concursal, también, sus derechos derivados de tales negocios. Ello teniendo en cuenta la gran cantidad de financiamientos cuya estructura contempla como parte del paquete de garantías, el hecho que los acreedores vinculados al deudor subordinen sus créditos frente a este en beneficio de los demás acreedores financistas.

- (iv) Incluso si la subordinación no fuese construida como el ejercicio de un derecho, no existe una base suficiente para señalar que el binomio graduación/proporcionalidad sea de observancia imperativa y no admita pacto en contrario para todos los créditos. Dicha afirmación sólo será válida respecto de algunos créditos que sean indisponibles.

---

<sup>23</sup> Sobre la diferencia entre “orden público” e “imperatividad” (Espinoza Espinoza, El orden público y las buenas costumbres en la experiencia jurídica nacional).

<sup>24</sup> *Vid.*, supra. 1.8

### 2.3. El alcance de la autonomía privada<sup>25</sup>

Respecto de la autonomía de la voluntad se ha señalado que ésta “*puede definirse como la capacidad de decisión libre que tiene toda persona para dar contenido a todos los actos que realiza, ya sean de signo positivo (hacer) como de signo negativo (abstenerse de hacer)*” (Castillo Córdova, 2006, p. 3). En el ordenamiento peruano, la regulación positiva de la autonomía de la voluntad ha sido efectuada en especial relación con el negocio jurídico (principalmente, en la forma de contrato). Así, de forma general, se ha establecido lo siguiente en la Constitución Política del Perú:

- Artículo 2: “*Nadie está obligado a hacer lo que la ley no manda, ni impedido de hacer lo que ella no prohíbe*”.
- Artículo 2, donde también se establece que toda persona tiene derecho “*a contratar con fines lícitos, siempre que no se contravengan leyes de orden público*”.
- Artículo 62, en el cual se dispone que: “*La libertad de contratar garantiza que las partes pueden pactar válidamente según las normas vigentes al tiempo del contrato. Los términos contractuales no pueden ser modificados por leyes u otras disposiciones de cualquier clase.*”
- Artículo 28, donde se ha previsto que: “*La convención colectiva tiene fuerza vinculante en el ámbito de lo concertado*”.

No obstante, el mismo TC ha señalado que la autonomía de la voluntad no es un principio de carácter absoluto (Díez-Picazo & Gullón Ballesteros, 1990, pág. 381), sino que debe ser entendido dentro de los valores y principios constitucionales y, por ende, pese a que ésta proviene de la Constitución, “*no puede discutirse la facultad de controlarla por razones de orden público constitucional (...).*” (Exp. N.º 6167-2005-PHC/TC, fundamentos 16 y 17).<sup>26</sup>

### 2.4. La libre disponibilidad de los derechos de crédito

El crédito es un derecho esencialmente disponible y renunciable, salvo por ciertas excepciones expresamente establecidas en la normativa. La anterior afirmación, tiene como consecuencia el poder sostener que también son disponibles y renunciables los accesorios de dicho derecho (como lo son las preferencias).

Como he señalado, en el ordenamiento jurídico se verifica plenamente la aplicación del binomio graduación/proporcionalidad en la tutela de los créditos. Según ello, los créditos (y, consecuentemente, sus acreedores) contarán con distintos mecanismos y restricciones para la satisfacción de sus derechos. Además de la tutela del crédito, en el ordenamiento también se reconoce la posibilidad de disponer y renunciar de los derechos de crédito (y, por ende, de los accesorios).

<sup>25</sup> Para fines de este trabajo, usaremos indistintamente el término de “autonomía privada” o “autonomía de la voluntad”.

<sup>26</sup> No se trata de controlarla, sino de delimitarla. Como señala Castillo Córdova (2014), no se podría hablar de conflicto entre dos contenidos esenciales o constitucionales de derechos fundamentales diferentes. El contenido esencial de estos derechos es lo que hace que sean esos derechos y no otros. Este contenido no puede ser restringido pues ello supondría su desaparición, es decir, su vulneración.

Así, a manera de ejemplo, se pueden señalar los siguientes supuestos:

(i) Escenario extra-concursal

A. En el Código Civil:

- Artículo 1114 y 1120, donde se establece la posibilidad del acreedor hipotecario preferente de ceder su rango a otro acreedor hipotecario.

Además, en mi opinión, lo mismo puede aplicarse a las garantías mobiliarias. Unos y otros derechos reales (una vez inscritos) configurarán también causas de preferencia en el escenario concursal bajo la LGSC.

- Artículo 1435, donde se establece la posibilidad de efectuar cesión de posición contractual en contratos con prestaciones no ejecutadas total o parcialmente.
- Artículo 1206, donde se establece la posibilidad de efectuar cesiones de derechos (esto también se encuentra recogido en el artículo 27 de la LGM)
- Artículos 112 y 1195, donde se plantea la renuncia como una de las formas de extinción de la obligación.

B. En la LGSF:

- La transferencia en dominio fiduciario

C. En general, la posibilidad de constituir gravámenes como cesiones condicionadas y garantías mobiliarias sobre derechos de crédito, pues configuran escenarios indirectos de disposición.

(ii) Escenario concursal

- En el artículo 142.1 de la LGSC se reconoce que un crédito puede ser transferido y que dicha transferencia incorpora la transmisión de los órdenes de preferencia, salvo pacto en contrario. Es decir, ¿se permite pactar una renuncia tácita al privilegio en el escenario más peligroso que es el concursal!
- Aún más claro es lo señalado en el artículo 69.2 de la LGSC, donde se dispone que, en los casos de restructuración “los acreedores preferentes podrán renunciar al orden de cobro de los créditos que les corresponde cuando así lo manifiesten de manera indubitable, pudiendo exigir garantías suficientes para decidir la postergación de su derecho preferente de cobro” y que, “en el caso de créditos laborales dicha renuncia es inválida.”
- Asimismo, pese a que no sea necesario especificarlo, la LGSC permite la renuncia de los acreedores a sus créditos durante el procedimiento concursal, pues no lo ha prohibido sino para los créditos laborales<sup>27</sup>.

---

<sup>27</sup> Pese a que no se encuentra una prohibición expresa para la renuncia del crédito, debe entenderse que sólo se puede renunciar a aquellos derechos que no califican como “irrenunciables”

## 2.5. ¿Son la *par condicio creditorum* y las preferencias normas de orden público?

En el sistema del Derecho de la tutela del crédito peruano, la proporcionalidad ha sido configurada como un principio de derecho positivo para el escenario concursal. No existe una regla positiva de aplicación general para un escenario extra-concursal, más allá de aplicación directa del mismo principio de igualdad consagrado en la Constitución. La incorporación de la *par condicio* en el escenario concursal responde a una justificación histórica tendiente a repartir la pérdida derivada de la quiebra de un sujeto entre la mayor cantidad de sujetos posible, para así evitar que un reducido grupo de acreedores soporten el peso de la insolvencia, lo cual implicará, en última instancia, la supervivencia del sistema económico (Garrido, 2000).

De conformidad con lo establecido en el Título Preliminar de la LGSC, “*los acreedores participan proporcionalmente en el resultado económico de los procedimientos concursales, ante la imposibilidad del deudor de satisfacer con su patrimonio los créditos existentes, salvo los órdenes de preferencia establecidos expresamente en la presente Ley.*” De dicho enunciado, se evidencia que, positivamente, el principio de preferencia se configura como una excepción a la aplicación del principio de proporcionalidad<sup>28</sup>.

En línea con lo anterior, se ha afirmado que la *par condicio* es una norma de orden público (Goldenberg Serrano, 2010a)<sup>29</sup>, lo cual tiene asidero en el entendimiento de que la intervención del Estado en los procedimientos concursales es, en última instancia, el método idóneo para resolver el conflicto entre acreedores que, al encontrarse *idénticamente* garantizados por el patrimonio del deudor, podrían no lograr ver satisfechos sus créditos por efecto de la insuficiencia de dicho patrimonio. Así, como señala Candian, citado por Goldenberg (2010b), es deber del Estado garantizar y otorgar un tratamiento igualitario a todos los acreedores que se encuentren en *idéntica* situación, pues, caso contrario, la satisfacción completa de un crédito se hará necesariamente en perjuicio de otro.

La misma lógica es aplicada en las preferencias que, como excepción al tratamiento igualitario, también son consideradas normas de orden público, pues “[e]l hecho de que se pueda desplazar la fórmula del reparto proporcional parece una traición a la idea de la imperatividad de las reglas de prelación” y, “[c]onforme a este pensamiento, sólo el legislador, dotado del don único de la sabiduría, conocería los mejores destinos del patrimonio insolvente y conferiría soluciones pétreas e inexpugnables al interés es el legislador” (Goldenberg Serrano, 2010b, pág. 100). Sí resulta conveniente resaltar que las preferencias establecidas legalmente responden a criterios políticos-económicos y no necesariamente a criterios estrictamente jurídicos<sup>30</sup>.

<sup>28</sup> Para una revisión de la crítica a la aplicación del principio de proporcionalidad como regla general y su actual configuración como excepción a las preferencias cfr. (Garrido, 2000) y (Goldenberg Serrano, 2010b)

<sup>29</sup> Everett señala que bajo el USC los contratos de subordinación serán eficaces en la medida en que (i) el acreedor subordinado pueda subordinarse y (ii) tal subordinación no viole ninguna norma del USC o de orden público. “*However, agreements for subordination are given effect on the ground that a subordinated creditor can, by such an agreement, and without violating any provision of the Bankruptcy Act or public policy, effectually give a senior creditor a superior and overriding right to amounts payable by the debtor to the subordinated creditor*” (Everett, 1965, pág. 4).

<sup>30</sup> Dichos criterios no deberían configurarse como mero arbitrio de tales autoridades, sino responder a, verdaderamente, los intereses subyacentes en la sociedad y el ordenamiento jurídico (así, piénsese en un criterio de preferencia que da prioridad irrestricta a los créditos de la administración tributaria por delante de todos, o a un determinado sector de empresarios).

## 2.6. Finalidad del Derecho concursal

Como he señalado en el apartado 2.2, en el sistema del Derecho de la tutela del crédito peruano, la proporcionalidad ha sido configurada como un principio de derecho positivo para el escenario concursal. No existe una regla positiva de aplicación general para un escenario extra-concursal, más allá de aplicación directa del mismo principio de igualdad consagrado en la Constitución. En ese sentido, la construcción del binomio proporcionalidad/preferencias como normas de orden público cobra relevancia en el marco del Derecho concursal. Por ello, efectuaré una aproximación a esta rama del Derecho para entender su finalidad y, a partir de ello, poder sostener que el binomio proporcionalidad/preferencia no configura una norma de orden público.

En el ordenamiento peruano, los acreedores se erigen como principales interesados en la maximización del patrimonio de su deudor común. A ellos se les asigna un rol protagónico en el marco de la LGSC, pues son quienes deciden el destino del deudor común. Por lo tanto, el sentido de las disposiciones de la LGSC privatiza la decisión respecto de la asignación de recursos del deudor concursado, dejándolo en manos de un órgano compuesto por todos sus acreedores. El mecanismo planteado en la LGSC es uno que confía en las decisiones de los acreedores, pues son los sujetos cuyos derechos se busca cautelar en tales procedimientos, dentro de un marco de reglas preestablecidas legalmente.

Mediante la aplicación del sistema concursal no se debe pretender redefinir la naturaleza de los derechos de crédito. Por el contrario, su función es la de dotarlos de protección.

## 2.7. Finalidad de la *par condicio creditorum*

La *par condicio creditorum* se ha establecido como regla general para la protección de los créditos en los escenarios concursales<sup>31</sup>.

La aplicación de este principio permite corregir, *prima facie*, la potencial asignación ineficiente del patrimonio de un deudor buscando distribuir correctamente las pérdidas entre sus acreedores. Como se ha señalado antes, la *par condicio creditorum* nace de una idea de igualdad de acreedores (formal y material), lo cual no es necesariamente algo constatable en la realidad.

Por ello, la aplicación a rajatabla del principio de proporcionalidad puede tener efectos perjudiciales para aquellos créditos que merecen una mayor protección. Piénsese en los casos donde un acreedor garantizado y un acreedor alimentario están situados *pari passu* y deben soportar de igual manera las pérdidas derivadas de la insolvencia del deudor común. Muy pocos se atreverían a afirmar que ello es una situación *justa*, pues son créditos desiguales.

Entonces, ante la primera corrección del estado de las cosas (producto de aplicación de la proporcionalidad) es que nace la preferencia en el concurso. Mediante la intervención del Estado a través de la promulgación de una norma que establece diferencias (entendidas como

<sup>31</sup> La igualdad en el sentido concursal no sólo se refiere al derecho sustantivo de los acreedores (el crédito en sí) sino que también se refiere a las herramientas formales (por ejemplo, derechos procesales) para *hacer realidad* y cobrar dicho crédito. Claro, en un escenario extra-concursal podrían existir derechos materialmente iguales y con las mismas herramientas formales pero cualquier acreedor puede decidir exactamente cómo y cuándo ejercerlas. En el escenario concursal, la *par condicio creditorum* pretende, además, articular las decisiones de cobro de los acreedores, delimitando así el crédito (y derecho de cobro) de todos los acreedores al interior de éste.

prioridades), se trata de corregir el perjuicio que produce la primera corrección: el trato igualitario (formal y material) de aquellos acreedores (y créditos) que no lo son.

Es necesario notar que la *par conditio creditorum* y la preferencia se configuran como normas de especial aplicación en el escenario concursal. Las reglas concursales y, en general, el Derecho concursal, tienen por finalidad la protección de los créditos y el mercado y es en esa línea que tales principios deben aplicarse. Afirmar que estas normas se deben aplicar porque sí, desconociendo la finalidad del contexto en el que se aplican, podrían causar efectos mucho más perjudiciales que las de su inaplicación.

Además, las reglas concursales no pueden desconocer otra realidad: la disponibilidad de los derechos de crédito. No tendría sentido que la protección de los mismos consagrada mediante las normas concursales, tenga como efecto una limitación al derecho mismo que se pretende proteger.

Si se afirma que el escenario concursal ha sido creado para proteger el crédito y el mercado, entonces no existe justificación alguna para limitar la libre disponibilidad del crédito (y sus accesorios) *más* allá de la protección de dichos bienes. Podría decirse que mediante la imposición de restricciones el Estado quiere proteger a los agentes de sus propias decisiones, pero esta idea ya no obedecería a una economía social de mercado, sino a una intervención paternalista del Estado en las decisiones de los particulares.

Dicho lo anterior, ¿cuál es la finalidad de la aplicación de la *par conditio creditorum*?

La finalidad del *par conditio creditorum*, es la de implementar un trato igualitario entre aquellos que no lo son, para efectos de que vean satisfechos sus créditos de manera proporcional y así evitar verse *más* afectados que otros. No es únicamente la del tratamiento paritario de los créditos porque sí, sino el trato igualitario a efectos de que todos los acreedores sean pagados y puedan decidir *proporcionalmente*<sup>32</sup>.

## 2.8. Finalidad de las preferencias

Por su lado, las preferencias en el orden de pago de créditos establecidas en la LGSC parecen erigirse como un muro infranqueable que no admite flexibilidad alguna en el contexto de una liquidación concursal. Estos órdenes se encuentran recogidos en el numeral 42.1 del artículo 42 de la LGSC y son los siguientes:

- 1) primero, cobran los trabajadores;
- 2) segundo, los créditos alimentarios y de la seguridad social;
- 3) tercero, los créditos con garantías reales;
- 4) cuarto, el acreedor tributario; y
- 5) quinto, los créditos comunes.

---

<sup>32</sup> En mi opinión, el tratamiento igualitario debe extenderse también a los derechos políticos, como ya ocurre en el ordenamiento peruano.

En línea con ello, en el artículo 88 de la LGSC se establece que: “*el liquidador, bajo responsabilidad, está obligado a pagar en primer término los créditos reconocidos por la Comisión conforme al orden de preferencia establecido en el Artículo 42 hasta donde alcanzare el patrimonio del deudor*” (el subrayado es mío). Acto seguido en los numerales 88.2 al 88.10, se incluyen las reglas que el liquidador debe seguir para efectuar el pago de tales créditos (que, esencialmente, recogen el pago a prorrata al interior de cada crédito en aplicación del principio de proporcionalidad).

Los órdenes de preferencia establecidos en la LGSC obedecen a criterios políticos y legislativos, ya que el legislador decide si uno u otro acreedor merece una mayor protección o no. En el ordenamiento peruano, el legislador ha recogido como primer orden, derechos irrenunciables (aunque algunos de ellos sí disponibles hasta cierto punto) que son precisamente los laborales. Cabe tener en cuenta que únicamente los órdenes del 1 a 4 se configuran como *preferentes* respecto del orden 5, el cual no tiene *preferencia* sobre ninguno por tratarse de créditos ordinarios.

Es necesario hacer el siguiente análisis en torno a las preferencias establecidas en la LGSC:

- (i) Si el derecho de crédito es irrenunciable e indisponible, entonces se estaría ante derechos respecto de los cuales los órdenes y formas de pago establecidas en la LGSC resultan obligatorios y configuran normas de orden público, razón por la cual no puede pactarse en contrario; o,
- (ii) Si el derecho de crédito es renunciable y disponible, entonces se estaría ante derechos respecto de los cuales los órdenes y formas de pago establecidas en la LGSC no resultan obligatorios y no configuran normas de orden público, razón por la cual sí es posible pactar en contrario.

Las preferencias, construidas como accesorios al crédito, resultarán instrumentos de tutela disponibles o no, sobre la base de la naturaleza del derecho de crédito que tutelan. Sería erróneo considerar como regla general que lo accesorio es indisponible, cuando el crédito (principal) sí lo es. Esto se opondría a regla de accesoriedad.

Como he venido señalando, con lo anterior no se pretende afirmar que la subordinación es un acto que tiene como consecuencia la renuncia o disponibilidad del orden de preferencia y la forma de pago consagrada para un crédito específico. Por el contrario, la subordinación implica precisamente el ejercicio del derecho al sitio en el reparto del activo de un deudor.

Así, la finalidad de las preferencias concursales es la de constituirse como el instrumento idóneo para dotar de protección a aquellos acreedores que el ordenamiento jurídico estima dignos de contar con tal especial cuidado<sup>33</sup>. Como he señalado, los privilegios son derechos accesorios

<sup>33</sup> Dicha intervención estatal no debería nacer *ex novo* de una norma reactiva, como lo es la regulación concursal, pues se activa ante un evento crucial: la insolvencia (o los hechos reveladores de ésta). Si ello fuese así, entonces la regulación de la tutela del crédito en un escenario extra-concursal resultaría insuficiente y contradictoria. Si el interés del Estado el proteger determinados créditos y acreedores *siempre*, ¿por qué sólo lo hace en el concurso cuando es posible que ya no se pueda hacer suficiente para protegerlos? Además, ¿por qué se establecen otras preferencias en el ordenamiento que no están recogidas en el sistema concursal? Esto resultaría plenamente contradictorio. Decir que un crédito tiene protección en un escenario extra-concursal y negarlo en el escenario concursal genera incertidumbre en el sistema jurídico y viceversa. Pese a que esto último ya ocurre (pues existen preferencias como las del mandatario o el hospedante no preferentes en un concurso), mediante el establecimiento de órdenes de preferencia en el sistema concursal no se hace más que

al derecho de crédito cuya modificación, disposición y extinción sigue al del crédito que sirven de protección, sin perjuicio que estos también puedan ser modificados, transferidos y extinguidos separadamente.

## 2.9. Posición respecto de la finalidad del Derecho concursal peruano

Por lo señalado en el presente apartado y teniendo en cuenta la finalidad del procedimiento concursal y la forma en la que el sistema concursal ha sido diseñado en base a la LGSC, entonces, se tendría que admitir que el sistema concursal:

- (i) Únicamente pretende establecer normas para la satisfacción eficiente de los créditos y no pretenden modificar la naturaleza de estos. Por el contrario, los tutela en atención a su naturaleza.
- (ii) No todas las normas del sistema concursal son de carácter obligatorio, sino que lo serán en atención a la naturaleza de los derechos de crédito que tutelan, los mismos que pueden ser renunciables y disponibles o no.

## 2.10. La subordinación no vulnera los bienes jurídicos protegidos por el Derecho concursal peruano

En el escenario concursal, la idea de que alguien tenga un privilegio por acuerdo entre privados es menos aceptada que la idea de que los mismos privados acuerden que alguien se encuentre *menos* favorecido.

Todos se sientan en la mesa por igual y nadie puede tener un beneficio adicional al de las reglas de juego originales. Que exista una preferencia no prevista en las reglas iniciales no es concebible. Pero, ¿por qué no es concebible? ¿Lo es por una mera envidia respecto de quien se ve beneficiado o lo es porque su beneficio significa un detrimento en los derechos del resto? La envidia no tiene relevancia a efectos de un análisis jurídico y lo segundo ocurrirá si es que no existe alguien específico que esté dispuesto a asumir esa potencial pérdida *solo*. Como he señalado, en la subordinación voluntaria quien asume el riesgo es el acreedor subordinado y en nada perjudica a los terceros acreedores, cuyos derechos de cobro no se ven afectados en forma alguna por la postergación del cobro de otro acreedor.

Como se ha señalado, el Derecho concursal nace para que todos los acreedores puedan sufrir las pérdidas según la clase de su crédito para así evitar quiebras en masa y, por ende,

---

reconocer aquellas prioridades que ya subyacen en el ordenamiento jurídico. De ser así, las prioridades concursales serían normas declarativas y coordinadoras mas no constitutivas de derechos. Si no son normas constitutivas de derechos, lo que queda es buscar en las normas extra-concursales la razón de ser de las preferencias y el tratamiento que tienen los créditos fuera de dichas normas.

En este sentido parece pronunciarse Jiménez Chocano (2007), quien al referirse sobre el privilegio que otorga una hipoteca señala que “el ejercicio del privilegio hipotecario frente a una situación en el campo *ex ante* la insolvencia del deudor y en el campo propiamente de la insolvencia debieran conllevar los mismos beneficios para el acreedor, puesto que si por ejemplo el ejercicio concursal de un privilegio otorga mayores beneficios respecto del mismo privilegio pero en sede extra-concursal (remate y venta judicial) o viceversa, entonces, el acreedor garantizado se podría ver incentivado a utilizar su derecho de preferencia en aquella situación donde obtenga mayores beneficios e igualmente se podría ver incentivado a no caer en aquella situación en la que tenga un peor resultado.” (Jiménez Chocano, 2007, pág. 294).

proteger al mercado. Entonces, si ese es el escenario que se pretende proteger, la *par conditio creditorum* y las preferencias serán normas imperativas para aquellos casos donde se pretenda afectar a terceros (incluido el mercado) con un beneficio concedido a otro acreedor.<sup>34</sup>

No lo serán en los casos donde no hay perjuicio, pues no es necesario proteger ningún derecho de tercero y el mercado, pues este no tendría por qué verse afectado negativamente por la subordinación de un acreedor. Las partes o el sujeto que decidieron subordinarse lo han hecho voluntariamente. ¿Por qué el ordenamiento despojaría a un individuo de la posibilidad de decidir qué hacer con un derecho plenamente disponible?

Así, los bienes jurídicos tutelados en el procedimiento concursal son:

- (i) Los derechos de crédito; y,
- (ii) el mercado.

Si ninguno de estos bienes jurídicos tutelados se ve afectado, entonces no se vulnerarán la *par conditio creditorum* y la proporcionalidad. Se produciría una vulneración si se extralimita el ejercicio del derecho invocado y, por lo tanto, los bienes jurídicamente protegidos mediante tales normas son disminuidos o afectados<sup>35</sup>.

---

<sup>34</sup> Al respecto, debe notarse que la subordinación de créditos es un fenómeno jurídico existente en el ordenamiento peruano, tanto en las normas extra-concursales como en las concursales. Como he venido señalando, la existencia de una preferencia implica necesariamente la coexistencia de una subordinación. Entonces, donde haya preferencia *siempre* habrá subordinación. La discusión de la existencia de la subordinación en el ordenamiento peruano es un tema estrictamente de perspectiva.

<sup>35</sup> Además, debe tenerse en cuenta que, mediante la subordinación voluntaria construida como renuncia al privilegio, no se apartan ni modifican las reglas de proporcionalidad o preferencia. Mediante la renuncia, la intención es la de seguir aplicando dichas reglas, pero en beneficio de otro acreedor en las mismas condiciones que resultarían aplicables para el acreedor subordinado. Insisto en señalar que la renuncia al orden de pago no es la forma más idónea de articular la subordinación, pues ésta configura el ejercicio mismo de la preferencia. A mayor abundamiento debe señalarse que en las normas concursales no se ha establecido la irrenunciabilidad de las preferencias salvo para los derechos laborales.

Incluso se podría decir que el hecho de que se renuncie a una preferencia podría constituir una vulneración a la *par conditio creditorum* y a las preferencias, pues se vería afectado el derecho de crédito respecto del cual se efectúa la renuncia al privilegio. Si bien he señalado que la renuncia de un derecho en el marco de la autonomía privada no debe construirse como una vulneración a dichas normas, es importante identificar, como lo haremos al investigar sobre la naturaleza funcional de la subordinación, que estos fenómenos jurídicos se efectúan con un fin de garantía y que el hecho de implementar la subordinación conlleva un beneficio económico directo o indirecto para el sujeto que la otorga, dependiendo de la transacción específica. Entonces, incluso en este escenario, el acreedor del derecho de crédito afectado por la renuncia recibe un *intercambio razonable* como contrapartida a la “renuncia” de su privilegio. Claro está que tampoco niego que la subordinación voluntaria pueda efectuarse como una mera liberalidad, pero estos casos no corresponden con la justificación económica de la implementación de la subordinación voluntaria, por lo que no es necesario desarrollar este punto.

Si no se producen tales afectaciones, no queda más que admitir que la subordinación es un fenómeno jurídico plenamente válido y que debería resultar eficaz en un procedimiento concursal<sup>36</sup>, como ya lo es en el escenario extra-concursal (Benavides, 2015, pág. 2015).

---

<sup>36</sup> Goldenberg (2010) señala que tras la sentencia *In Re Maxwell Communications Corporation plc*, la doctrina inglesa empezó a aceptar los contratos de subordinación pues: (i) la norma de *pari passu* tiene por finalidad el beneficiar a los acreedores, motivo por el cual, la renuncia a ella no afecta al deudor, a los demás acreedores ni a la correcta administración de la masa. Entonces, a diferencia del caso de *British Eagle*, estos acuerdos no tienen por finalidad el procurar un beneficio al acreedor subordinado ni implica que los acreedores no intervinientes del acuerdo tengan un mejor derecho al pago. Lo único que se hace es establecer una prioridad especial que afecta las probabilidades de cobro del subordinado ante un concurso.

## CAPÍTULO III NATURALEZA JURÍDICA DE LA SUBORDINACIÓN VOLUNTARIA

### 3.1. Apuntes sobre la naturaleza jurídica

Según señalan Díez-Picazo (1957) y Zegarra Mulánovich (2006), la búsqueda de la naturaleza jurídica de un fenómeno jurídico debe desarrollarse en tres momentos:

- 1) Naturaleza “sistemática” o “institucional” pretende averiguar a qué área del Derecho (como ciencia), y dentro de ella, a qué parte, pertenece el estudio de la figura.

Según explicaré, la subordinación voluntaria pertenece a la institución de las “obligaciones”.

- 2) Naturaleza “funcional” que pretende responder a la pregunta “¿para qué sirve esta institución en la sociedad?”

Como señalaré, la subordinación voluntaria tiene por principal función la de “garantía”. Mediante la aplicación de la subordinación voluntaria, el acreedor beneficiario de la subordinación se encuentra “garantizado” pues se le otorga un mayor grado de posibilidad de cobro.

- 3) Naturaleza “estructural”, que pretende responder a la pregunta “¿cómo se configura este fenómeno?”, es decir, cuál es su estructura básica y cuáles son sus elementos.

Según Zegarra Mulánovich (2006), la respuesta de este aspecto de la naturaleza jurídica puede describir el fenómeno como perteneciente a una de estas tres grandes categorías:

- (i) Sujeto de derechos;
- (ii) Hechos jurídicos; o,
- (iii) Relaciones, situaciones o efectos jurídicos en general.

Cada una de estas categorías, a su vez, comprende algunas subcategorías estructurales (por ejemplo, los sujetos pueden ser personas naturales o jurídicas; los hechos, meros hechos jurídicos, actos jurídicos en sentido estricto, negocios jurídicos, etc.).

Según expondré, la subordinación voluntaria es un término unívoco pues significa:

- (i) el negocio jurídico; y,
- (ii) el efecto de dicho negocio.

Entonces, como negocio pertenece al grupo de los negocios jurídicos y, en concreto, de las obligaciones. En cuanto efecto, su estudio se centra en las relaciones jurídicas.

### 3.2. Naturaleza jurídica institucional (i): Alcance

En palabras de Estévez (1956), la naturaleza jurídica es la razón de ser (*ratio essendi*) del fenómeno en cuestión. En el ámbito jurídico, dicha razón de ser se identifica plenamente con la determinación de la institución jurídica la que irreductiblemente responde el fenómeno jurídico. En caso tal fenómeno no pueda ser reducido a una institución jurídica existente, se tiene que éste constituirá en sí, una institución jurídica. Como consecuencia de lo anterior, a efectos de determinar la naturaleza jurídica de la subordinación, debemos:

- (i) de ser posible, reducirla a alguna institución jurídica a la que ésta se encuentra próxima y tratar, esencialmente, a la “deuda subordinada” como si fuese dicha institución; o,
- (ii) de no ser ello posible, determinar que la subordinación es una institución jurídica distinta y proceder a delimitarla.

No obstante, con ánimo de facilitar la lectura de esta reflexión, adelantaré la conclusión la subordinación voluntaria entendida como *negocio* pertenece al grupo de los negocios jurídicos y, en concreto, de las obligaciones. En cuanto *efecto*, corresponde a las relaciones jurídicas.

### 3.3. Naturaleza jurídica institucional (ii): Construcción de la subordinación voluntaria a partir de las preferencias

La búsqueda por la identificación de la naturaleza de la subordinación partiría de su tratamiento como concepto *contrapuesto* a la preferencia. En los párrafos siguientes desarrollaré este análisis.

He señalado que el Derecho de la tutela del crédito se estructura sobre la base del binomio graduación/proporcionalidad. De ahí que un derecho será “más” o “menos” fuerte según las reglas de graduación que le resulten aplicables y será “igual” a otros cuando se le impongan las reglas de proporcionalidad. Además, se concluyó que para poder hablar de preferencia y, por ende, de graduación es necesaria la concurrencia de dos circunstancias:

- (i) concurrencia de titulares de créditos; e
- (ii) insuficiencia patrimonial del deudor.

También se identificó que la preferencia es un derecho accesorio y relativo que puede tener distintas causas (legales o voluntarias). Al afirmar que la preferencia puede tener causas legales o voluntarias, inevitablemente se afirma lo mismo de la subordinación y, por ende, respecto de la idea de graduación en general.

Siempre existirá subordinación, en la medida en que exista una preferencia. Ambos casos corresponden a dos caras de una misma moneda. Así, si se dice que un Crédito A es preferido respecto de un Crédito B *siempre* se podrá también decir que el Crédito B se encuentra subordinado al Crédito A.

Lo anterior, no implica que la subordinación no tenga un contenido y naturaleza en sí misma. Por ello, habiendo definido la preferencia, haré el ejercicio de definir a la subordinación.

Todo el análisis efectuado hasta ahora servirá para sentar las bases de lo que diré respecto de la subordinación.

De acuerdo con lo señalado por Alemany, citado por Goldenberg (2010b), “La *subordinación*, definida concisamente, supone que el crédito de uno o varios acreedores, queda clasificado como inferior en la graduación de créditos respecto de otro u otros créditos que, sin subordinación, serían del mismo o [superior] rango” (Goldenberg Serrano, 2010b, pág. 16)<sup>37</sup>. Es relevante también lo mencionado por Calligar (1967), quien define los “contratos de subordinación” como aquellos en los que “se subordina el derecho de recibir un pago de cierta deuda en beneficio del pago prioritario de otra deuda”<sup>38</sup> (Calligar, 1967, pág. 33).

Por otro lado, en el año 2006 el CNUDMI aprobó la Guía Legislativa sobre el Régimen de la Insolvencia, que es el resultado de un trabajo de dicha comisión acerca del régimen de la insolvencia de las sociedades mercantiles y cuyo fin es el de promover y alentar la adopción en el derecho interno de regímenes eficaces. En dicha guía se reconoce la subordinación de créditos como un fenómeno válido pese a la existencia de órdenes de prelación al interior de un procedimiento de insolvencia (en el Perú, procedimiento concursal). En línea con lo anterior, en la Guía CNUDMI (concretamente en la sección “Prelación y distribución” perteneciente al capítulo donde se desarrolla la “Administración del procedimiento”), se establece lo siguiente:

- (i) Es posible prever la subordinación de créditos aun cuando haya sido establecido un determinado orden de prelación, para que, de esta forma, un acreedor cuyo crédito tenga mayor grado de prelación reciba el pago después de otro cuyo crédito goce de menor prelación.
- (ii) La subordinación consiste en la redistribución de los órdenes de prelación de la subordinación y que ello no afecta a la validez de sus créditos.
- (iii) La subordinación podrá tener dos causas: (a) contrato (autonomía privada) y (ii) una decisión jurisdiccional (conocida como “subordinación equitativa”).
- (iv) La subordinación contractual se produce cuando dos o más acreedores de un mismo deudor celebran un contrato en virtud del cual uno de los acreedores consiente recibir el pago de su crédito frente al deudor después de que se haya pagado al otro acreedor o los demás acreedores.

En relación con lo anterior, también dispone que tales contratos pueden ser celebrados entre acreedores garantizados y acreedores no garantizados (CNUDMI, 2006, pág. 315).

Entonces, mediante la Guía CNUDMI también se dispone que la subordinación es un fenómeno que puede darse al interior del concurso y que éste debe ser implementado según haya sido acordado por uno o más acreedores (autonomía privada) o impuesto por el tribunal aplicable (subordinación equitativa) (CNUDMI, 2006, pág. 313). Sin perjuicio de lo anterior, es importante

<sup>37</sup> La referencia debe ser efectuada a los acreedores de *menor rango* y no de superior rango como se señala en esta cita. No tiene sentido subordinar un crédito cuando éste ya se encuentra subordinado. No he visto el texto de Alemany, por lo que no puedo definir a quién corresponde esta inexactitud.

<sup>38</sup> “*The basic concept of a subordination agreement is simple: It is the subordination of the right to receive payment of certain indebtedness (the “subordinated debt”) to the prior payment of certain other indebtedness (the “senior debt”) of the same debtor.*”

resaltar algunos puntos y efectuar ciertas precisiones respecto de las disposiciones de la Guía CNUDMI:

- (i) La subordinación puede ser practicada entre acreedores que son titulares de créditos que:
  - tienen un mismo orden de prelación
  - tienen un orden de prelación distinto y por lo tanto uno se encuentra *per se* subordinado al otro. Como resulta obvio, en este escenario lo razonable es que el titular del derecho *preferente* sea quien se subordine al pago del crédito no *preferido*.
- (ii) La subordinación es un fenómeno que no requiere de la intervención del deudor. Esto refuerza la idea de que la preferencia de un crédito es un derecho del titular del crédito prioritario, pues es éste quien debe aceptar subordinarse frente a otro titular de acreencias frente a un deudor común.

Sin embargo, es criticable el hecho que la Guía CNUDMI sólo reconozca al contrato<sup>39</sup> como única fuente de subordinación voluntaria. Ello pues, la subordinación, consiste en el *ejercicio* del derecho (sitio en el reparto del activo) que le corresponde a un titular de un crédito, quien puede decidir cómo, cuándo y qué accesorio de su derecho ejercer sin que sea necesaria la intervención de otro acreedor en dicha decisión. En esa línea, la subordinación también puede construirse como un negocio jurídico unilateral de carácter recepticio, lo cual desarrollaré más adelante.

En resumen, por efecto de la subordinación, un crédito es *menos* preferido que uno o más créditos. Estos créditos tendrán, entonces, una *prioridad* sobre el crédito subordinado. Por lo anterior, la preferencia se configura como un derecho (que es relativo y accesorio) que debe ser respetado por los demás titulares de créditos concurrentes. Se podría considerar entonces que la subordinación resultaría en una obligación, como correlativo del derecho que otorga la preferencia. No obstante, como indicaré, la subordinación voluntaria no es una obligación del deudor. Esto es así porque quien está subordinado tiene que soportar la subordinación más no está obligado a subordinarse<sup>40</sup>.

### **3.4. Naturaleza jurídica institucional (iii): Crítica a la construcción tradicional de la subordinación**

El satisfacer la subordinación significa pagar el crédito beneficiado, en los términos de la subordinación.

Hay quienes señalan que la subordinación voluntaria, por ejemplo, implica una renuncia a un sitio en la satisfacción de un derecho o exclusión de la aplicación de dicho sitio (Goldenberg Serrano, 2010b, pág. 175). No comparto esta posición pues, en mi opinión, cuando un acreedor voluntariamente subordina un crédito, en realidad lo que hace es *ejercer* el derecho al sitio que tiene, decidiendo que otro tome esa posición. La subordinación voluntaria implica *precisamente*, decidir hacer algo con el lugar que le corresponde a quien decide posponer la satisfacción de su crédito.

<sup>39</sup> Esta crítica también la hace Goldenberg (2010b).

<sup>40</sup> *Vid.*, infra. 3.5

En esa línea, subordinar un crédito no implica:

- (i) Una *renuncia* al sitio en el reparto del activo del deudor, porque renunciar significa deshacerse voluntariamente del derecho, lo que implica una causal de extinción de este.

Un titular de un crédito que renuncia a su sitio en el reparto o a su derecho de crédito no podría subordinarse a un tercero, porque ya no tiene respecto de qué subordinarse. En el caso de renuncia al crédito, el sitio que le corresponde también se pierde. Otro es el caso de renuncia al sitio, en el que no se pierde el crédito, pero ya no existe lugar en la “cola” que ejercer para otro. Nadie puede disponer eficazmente de aquello que no tiene. Entonces, si no se tiene el sitio, no se puede beneficiar eficazmente a otro acreedor.

Además, si la subordinación voluntaria fuese una renuncia (o del crédito o del sitio), no se podrá asegurar que con tal renuncia *necesariamente* tome el sitio al que se renuncia aquel sujeto que se pretende beneficiar con la subordinación voluntaria. Por el contrario, quien se verá beneficiado con la renuncia será el acreedor o los acreedores que se encuentren en el sitio inmediatamente inferior, de manera similar a lo que ocurriría en una renuncia de rango hipotecario. Esto pues no se puede *renunciar* en beneficio de otro, pero sí se puede *ejercer* en beneficio de otro.

- (ii) *disposición o transmisión* del sitio en el reparto del activo del deudor, porque la disposición o transmisión de un derecho (al sitio) implica que dicho derecho salga de la esfera patrimonial del cedente, ya no sea de su titularidad y, por lo tanto, no pueda ser ejercido por éste.

El disponer del sitio supondría que el cedente no podrá recibir el remanente después de pagado el crédito beneficiario en la posición que subordinó<sup>41</sup>. Sí podrá recibirlo como un acreedor sin garantía, es decir únicamente en el último escalón<sup>42</sup>.

Por otro lado, si se dispone del crédito, el cedente no participará más del reparto del activo del deudor, por lo que no podría recibir monto alguno para la satisfacción de su crédito.

Como he señalado, la subordinación tiene una finalidad de garantía. Dicha finalidad, una vez activada la ejecución de la subordinación, se agota con el pago del crédito beneficiario de la subordinación. En la medida en que es una garantía, servirá para el pago de un crédito determinado una vez ejecutada. Este crédito determinado podrá ser menor o mayor que el crédito subordinado. Entonces, pueden darse dos escenarios si se entiende la subordinación como un acto de disposición:

- (a) Si el crédito subordinado es mayor que el crédito beneficiario de la subordinación, el titular del crédito beneficiario recibirá un mayor monto del que le correspondía para satisfacer su crédito, pues *todo* el crédito subordinado es ahora suyo. Esto supondría una afectación patrimonial adicional al del acreedor subordinado que no tendría una justificación económica.

---

<sup>41</sup> *Vid.*, supra. 1.8. En este caso, el Crédito A ya no podría recibir lo que le correspondería después de pagado el Crédito B en primer orden.

<sup>42</sup> *Vid.*, supra. 1.8. El Crédito A sólo podrá recibir el pago de su crédito en el orden de créditos no garantizados y de forma proporcional con Crédito C y Crédito B.

- (b) Si el crédito subordinado es menor que el crédito beneficiario de la subordinación, el titular del crédito beneficiario no verá la totalidad de su derecho satisfecho. Este es un riesgo verificable en cualquier garantía real, por ejemplo, donde la posibilidad de recuperar el crédito estará asociado al máximo valor del activo en cuestión o del monto del gravamen, lo que resulte aplicable.

Cabe tener en cuenta que el efecto será distinto si:

- (i) se trata de una cesión de posición contractual (en la medida en que el crédito nazca de un contrato); o.
- (ii) si se trata de una simple cesión de derechos.

En el primer escenario, como su nombre lo indica, el acreedor beneficiario de la subordinación asume la posición contractual del cedente, lo que implica asumir las obligaciones y derechos de este bajo la relación contractual cedida. Por otro lado, mediante la cesión de derechos, únicamente se asumiría una posición en el lado activo (acreedor) de la relación, y de esta manera no asumiría obligación alguna frente al deudor cedido.

Podría argumentarse que la subordinación implica una disposición “parcial” del sitio. Es decir, el acreedor que decide subordinarse sólo se subordina “parcialmente” frente al acreedor beneficiario de la subordinación. No obstante, debo descartar esta opción pues enfrenta dos problemas que imposibilitarían o dificultaría altamente la aplicación práctica de la subordinación:

- (a) La(s) parte(s) del instrumento mediante el cual se establece la subordinación deberán pre-determinar el monto de la obligación garantizada con la subordinación. De esta manera, podría procederse a la cesión parcial de un monto del crédito subordinado<sup>43</sup>. Esto es un inconveniente, toda vez que el crédito puede aumentar o reducirse en el tiempo. De aumentar y si fuese mayor que el monto de la porción del crédito cedido, entonces el acreedor beneficiario de la subordinación verá una porción de su crédito insatisfecho. Por otro lado, de reducirse, el acreedor subordinado se verá afectado, toda vez que terminó disponiendo de una porción de su crédito por un monto mayor al que resultaba necesario para cubrir el pago del crédito garantizado mediante la subordinación. Es decir, sufriría un detrimento patrimonial de aquel que debió haber sufrido por estricta aplicación de la subordinación.
- (b) El acreedor beneficiario de la subordinación y el acreedor subordinado deberán concurrir proporcionalmente en el reparto del activo del deudor. El acreedor subordinado concurrirá como titular del crédito de la porción no subordinada y el acreedor beneficio de la subordinación hará lo mismo respecto del crédito que le ha sido cedido. Esta situación no se amolda a la finalidad de la subordinación que

---

<sup>43</sup> Es posible establecer que el acto de subordinación prevea que la cesión se efectúa respecto de un monto determinable a cierta fecha (i.e. momento de activación de la subordinación). No obstante, la aplicación de una modalidad para este tipo de instrumentos podría restarle aplicación inmediata, por lo que prefiero descartar la posibilidad de efectuar una cesión parcial y sujeta a modo.

es la de procurar el pago primero para el acreedor beneficiario de la subordinación frente al acreedor subordinado.

- (iii) *modificación*<sup>44</sup> del derecho de crédito en todos los supuestos de subordinación. En los casos donde la subordinación voluntaria tenga efecto fuera de un escenario subordinación concursal, podría interpretarse que la misma supone una modificación de los términos originales del crédito, en la medida en que se dispone que el mismo sea pagado *después* de que se pague a otro, lo que implicaría una modificación del momento en que debe efectuarse el pago. De esa manera, el no pago del deudor en la fecha convenida con su acreedor, como consecuencia de la aplicación de la subordinación, no supone un incumplimiento de dicho pago, sino que, precisamente, significará el cumplimiento de las disposiciones que lo regulan. Clara está la insuficiencia para cubrir el escenario concursal, donde en realidad no ocurriría una modificación a los términos contractuales pues los mismos han quedado suspendidos y resultan inexigibles como consecuencia del inicio del concurso, tal y como se dispone en el artículo 17 numeral 1 de la LGSC.

Por lo anterior, la construcción de la subordinación voluntaria como una modificación al crédito resulta insuficiente como regla general, pues la subordinación siempre será el ejercicio de un derecho por parte de un acreedor, quien decide acerca de dicho derecho, proponiendo e instruyendo a su deudor a que el pago en *su sitio*, se haga a favor de otro.

En ese sentido, la subordinación voluntaria, tanto en un escenario extra-concursal como en uno concursal, se configura como una instrucción por parte del acreedor de dicho derecho de crédito dirigida al sujeto (deudor o administrador del concurso) que debe efectuar el pago. Esta instrucción configuraría un negocio jurídico de carácter recepticio. Será unilateral si lo suscribe únicamente el acreedor subordinado y, será plurilateral, si lo acuerdan además del acreedor, otros sujetos como el acreedor beneficiario o el mismo deudor quien acepta no realizar los pagos a favor del acreedor subordinado sino hasta la satisfacción de los acreedores beneficiarios de la subordinación.

Como consecuencia de lo anterior, la subordinación tampoco implica una modificación del derecho de preferencia o de la regla de proporcionalidad, los cuales, en realidad, son aplicados como consecuencia del ejercicio del acreedor subordinado de su derecho de crédito y, en consecuencia, de los accesorios del mismo, como lo sería *su sitio* en el reparto del activo en virtud de la preferencia o la regla de proporcionalidad, según corresponda.

---

<sup>44</sup> Sobre este punto, Goldenberg (2010b) efectúa una reflexión bastante interesante acerca de la diferencia de la posposición y la subordinación. Señala que, en el primer escenario, la posposición se configura como una modificación a los términos del crédito y se da en un ámbito extra-concursal, en contraposición con la subordinación, que tiene cabida en el mundo concursal y tiene por efecto la exclusión voluntaria de la aplicación de una norma graduatoria (preferencia o proporcionalidad, según corresponda). En ese sentido, diferencia estructuralmente un fenómeno del otro, pues considera al primero, siempre, como un contrato, mientras que el segundo podría ser planteado como un negocio jurídico unilateral. Considero que no es necesario hacer tal distinción. La finalidad de ambos negocios es la misma (garantía) y, aunque la estructura sea distinta, no por ello debe efectuarse una distinción radical entre uno y otro caso, sino reconocer que la fuente del crédito subordinado puede ser distinta y, por lo tanto, será distinto el efecto de la subordinación. Por ello, la subordinación siempre será el ejercicio de un derecho por parte de un acreedor, quien decide acerca de dicho derecho, proponiendo e instruyendo que el pago del mismo se haga primero a otro antes que a sí mismo.

### 3.5. Naturaleza jurídica institucional (iv): La subordinación voluntaria como ejercicio del sitio en el reparto

Subordinar un crédito radica en el ejercicio de un derecho de crédito en la forma de instrucción en virtud de la cual el deudor (o el agente encargado de la administración de su patrimonio) deberá pagar los créditos beneficiarios de la subordinación *preferentemente* a los créditos subordinados.

Es decir que, mediante la subordinación, un acreedor (ahora acreedor subordinado) instruye al (i) deudor o (ii) al agente encargado de repartir el patrimonio insuficiente del patrimonio del deudor, a que el lugar de pago que le correspondería sea tomado por un tercero o grupo de terceros (acreedor(es) beneficiario(s)) en su lugar y hasta por el monto de su acreencia.

En ese sentido, como he señalado anteriormente, en el escenario concursal, el acreedor subordinado no efectúa un acto en contra de lo establecido en la LGSC. Con base en su privilegio o posición en el reparto del activo, instruye al liquidador a que su lugar sea tomado por un tercero, en los límites contenidos en dicha instrucción.

Esta opción implicaría que no se pactó en contrario de los órdenes y formas de pago establecidos en la LGSC, sino que, por instrucción del deudor subordinado, el crédito subordinado será pagado de manera preferente al crédito subordinado.

Esta instrucción puede ser efectuada de distintas formas:

- (i) como un negocio jurídico unilateral en beneficio de tercero (el acreedor beneficiario); o
- (ii) dentro de un negocio jurídico plurilateral.

La subordinación se puede configurar como un negocio jurídico unilateral de carácter recepticio. En línea con ello, los principales destinatarios son: *ab initio*, el deudor, el acreedor beneficiario de la subordinación y, una vez iniciado el procedimiento concursal respectivo, el liquidador, a quien obviamente deberá comunicársele la existencia de tal negocio para su aplicación en el reparto de los pagos al interior del concurso<sup>45</sup>.

Esta forma, al ser un acto unilateral, se encuentra sujeta a la posibilidad de revocación de la instrucción mientras que:

- (i) el acreedor beneficiario de la subordinación no acepte el beneficio que le es atribuido (es decir, una preferencia convencional, producto de la subordinación voluntaria); y,
- (ii) que dicha instrucción no sea comunicada al deudor, al agente encargado del reparto del patrimonio insuficiente del deudor o al acreedor beneficiario, quienes por medio de tal comunicación tomarían conocimiento del negocio jurídico unilateral celebrado por el acreedor subordinado.

---

<sup>45</sup> Al igual que en USA considero que este momento debe ser el del de presentación del crédito para su reconocimiento (equivalente al *proof of claim*). No ahondaré en los créditos tardíos.

En la práctica no se suele implementar la subordinación en esta forma, aunque ello no significa que no pueda realizarse así.

Como consecuencia de lo anterior, la subordinación particular suele configurarse como un negocio jurídico plurilateral (principalmente, contrato) entre: el acreedor subordinado, el acreedor beneficiario y el deudor común. Esto permite, adicionalmente, sortear los inconvenientes prácticos que presenta la subordinación efectuada como negocio jurídico unilateral recepticio y que son: la ineficacia de la subordinación en caso no sea comunicada a algún tercero y la posibilidad de revocación por parte del acreedor subordinado en caso la subordinación no haya sido comunicada ni aceptada por el acreedor beneficiario.

Entonces, la voz “subordinación” tiene un doble significado: (i) el del negocio y (ii) el del efecto de dicho negocio. La posición pasiva del acreedor subordinado consiste en soportar los efectos de la subordinación. La subordinación en sí misma no es una obligación, sino que es el efecto de la instrucción del acreedor subordinado, quien a partir de ese momento debe soportarla y observarla<sup>46</sup>.

### 3.6. Naturaleza jurídica funcional

La función principal de la subordinación voluntaria es la de servir como garantía para el pago del crédito del acreedor beneficiado con dicho negocio.

Una vez aplicada la subordinación voluntaria, el acreedor subordinado soporta una pérdida en el pago de su acreencia que en principio no tuvo por qué soportar.

Los motivos de esta decisión se encuentran enmarcados principalmente en el contexto de:

- (i) financiamientos otorgados a entidades vinculadas al acreedor subordinado; y,
- (ii) emisiones de obligaciones.

Quizás resulte difícil comprender la intención de un acreedor de subordinar su crédito frente a otro. Dependiendo de la posición que se tenga en este negocio, resulta importante destacar la función económica para:

- (i) los deudores (agentes que buscan financiamiento);
- (ii) los acreedores beneficiarios de la subordinación (cuyos créditos son garantizados con la subordinación); y,

---

<sup>46</sup> Hohfeld (1913) señala que las relaciones pueden tener el siguiente esquema correlativo:

- derecho – obligación
- privilegio – no privilegio (este es el esquema utilizado para definir a la subordinación en correlación con la preferencia)
- potestad – responsabilidad (en este esquema se encontrarían los sujetos de la relación jurídica de subordinación)
- inmunidad – incapacidad

- (iii) los mismos acreedores subordinados.

Entonces, desglosaré la función económica de la subordinación sobre la base de la situación subjetiva de cada uno de los agentes intervinientes en dicha operación. Sin embargo, no debe perderse de vista la función esencial de la subordinación: la de servir como garantía para el pago de un crédito. De no existir el beneficio de ser preferido respecto de un crédito subordinado, tal crédito garantizado tendría menos posibilidades de verse satisfecho o debería sufrir mayores descuentos en su pago. Tratar de entender el interés de un acreedor en subordinarse enfrenta el mismo problema que el de entender los motivos de un tercero que decide otorgar un inmueble en hipoteca para respaldar las obligaciones de otro sujeto. Los intereses económicos del garante no pueden ser resueltos desde un punto de vista estrictamente abstracto, deben analizarse en cada caso concreto.

- (i) Acreedor beneficiario de la subordinación (Calligar, 1967, pág. 35)

El acreedor beneficiario de la subordinación puede encontrar en tal beneficio una función de garantía para el pago de su crédito.

El hecho de contar con una “garantía” como lo es el beneficio de la subordinación implica la disminución del riesgo asumido por el acreedor beneficiario en el financiamiento que éste otorgue al deudor común. La exposición al riesgo de no pago del deudor común se verá mitigada al existir una “garantía”, pues ésta mejoraría las posibilidades de cobro ante un eventual incumplimiento.

- (ii) Acreedor subordinado

La subordinación tendrá una función económica para el acreedor que voluntariamente decide subordinar su crédito distinta tomando en cuenta su vinculación o no respecto del deudor subordinado.

- (iii) El acreedor subordinado no vinculado al deudor

Por el lado del acreedor subordinado no vinculado, el beneficio usualmente estaría en la alta tasa de interés que este podrá cobrar como contraprestación por el mayor riesgo asumido como consecuencia de la subordinación de su crédito.

- (a) El acreedor subordinado vinculado al deudor

Por el lado del acreedor subordinado vinculado, el principal beneficio probablemente será el del abaratamiento del costo del financiamiento obtenido por el deudor vinculado. Este abaratamiento conlleva que el acreedor subordinado vinculado, en caso de ser accionista, requiera aportar menos bienes y/o dinero para la operación del deudor subordinado del cual es accionista. Este interés existe principalmente en el contexto de un *project finance*, pues el acreedor subordinado suele ser el accionista mayoritario (*Sponsor*) del deudor subordinado receptor del financiamiento.

#### (iv) Deudor

El principal beneficio para el deudor subordinado radicaría en la posibilidad de utilizar, financieramente hablando, la deuda subordinada como un componente de capital, lo que permitiría absorber mayores pérdidas y, como consecuencia de ello, tener una mayor capacidad de endeudamiento (Calligar, 1967, pág. 36)<sup>47</sup>. A su vez, la posibilidad de mayor apalancamiento determina una mejor posibilidad de obtención de nuevas fuentes de financiación y mejores condiciones en las mismas.

Dependiendo de la legislación, la deuda subordinada podrá ser más eficiente en términos tributarios que un instrumento de capital, en la medida en que los intereses que se paguen pueden ser deducidos como gastos a la par que se tiene un instrumento que financieramente es tratado como capital.

Además, según también señalan Calligar (1967), Everett (1965) y Goldenberg Serrano (2010b):

- (a) La deuda subordinada, en la forma de emisión de obligaciones subordinadas, puede representar una forma de inversión elegible para ciertos inversionistas, en contraste con los instrumentos de capital de tal emisor, que podrían no serlo.
- (b) El deudor puede haber obtenido el máximo de endeudamiento *senior* posible, pero una emisión de deuda subordinada podría ser aún posible.
- (c) Mediante la emisión de obligaciones convertibles en acciones (que configuran una estructura típica de deuda subordinada), el capital obtenido no diluye inmediatamente la participación de los demás accionistas a diferencia de los casos donde se emiten nuevas acciones.

### 3.7. Naturaleza jurídica estructural

La subordinación es un negocio jurídico que consiste en:

- una declaración de voluntad de carácter recepticio dirigida al deudor (en forma de instrucción)
- emitida por un acreedor (acreedor subordinado)
- y dirigida a su deudor o al agente encargado del reparto del activo del deudor,

---

<sup>47</sup> “The other purpose served by a subordinated debt issue is the enhancement of the issuer's borrowing capacity. Those of us with bank clients know that they treat subordinated debt as equity. In financial circles, many people consider a subordinated debenture as being “preferred stock with a coupon” in the economic sense. Institutional lenders, in analyzing the financial statements of corporations, place subordinated debt “below the line” from whence it follows that, subject to practical limitations, the more the subordinated debt, the larger the equity base, the greater the borrowing capacity of the corporation. Of course, this increase in borrowing capacity is limited by the applicable ratios of debt to (true) equity, debt to net worth including subordinated debt and, perhaps, earnings coverage of interest charges. Let me emphasize, however, that subordinated debt is not equity. If it were equity, in the case I have just given you, in distributing the \$600,000, there would have been paid on the senior debt \$300,000, and \$300,000 on the other debt. There would have been no distribution to the equity holders.”

- con la finalidad de que éstos paguen al acreedor beneficiario en el mismo sitio del reparto del activo que le corresponde al acreedor subordinado, hasta por el monto del crédito beneficiario.

Entonces, el efecto de este negocio que también se denomina subordinación, radica en el pago preferente de un crédito frente a otro.

No obstante, la subordinación voluntaria es aplicada en distintos escenarios y sobre esa base es que pueden efectuarse clasificaciones de este negocio. Así, se podría clasificar a la subordinación voluntaria según:

(i) La fuente de la subordinación: Legal y Voluntaria

- Subordinación legal:

Es aquella subordinación de crédito que viene dada por la ley (en sentido lato). Esta imposición puede ser directa o indirecta.

Es directa cuando la norma atribuya expresamente la calidad de “subordinado” a un crédito determinado. Es indirecta cuando dicha atribución es producto del otorgamiento de preferencia para un crédito determinado, lo que resulta en que los créditos no preferidos deban considerarse subordinados del que sí tiene la prioridad impuesta por la ley.

- Subordinación voluntaria:

Es aquella subordinación estudiada en el presente trabajo y que consiste en un negocio jurídico mediante el cual un acreedor (subordinado) ejerce su derecho de crédito en la forma de instrucción al (i) deudor, en un escenario extra-concursal; o, (ii) al agente encargado de repartir el patrimonio insuficiente del patrimonio del deudor, en un escenario concursal, en virtud de la cual el acreedor subordinado deberá pagar los créditos beneficiarios de la subordinación *preferentemente* a los créditos subordinados.

(ii) El ámbito de aplicación: Completa e Incompleta<sup>48</sup>

A lo largo de este trabajo se ha realizado un análisis de la subordinación sobre la base de dos escenarios: el extra-concursal y el concursal. Lo anterior pues el escenario concursal es el que presenta reglas más rígidas en la aplicación del binomio graduación/proporcionalidad, traducidas en la aplicación de la *par conditio creditorum* como regla general y la graduación como excepción a dicha regla.

---

<sup>48</sup> Goldenberg Serrano (2010b) señala: “La referencia a su carácter incompleto nos da un indicio de que la doctrina ya estima que se trata de un mecanismo de protección más ligero, carente de una fuerza suficiente como para resguardar al acreedor beneficiario de modo absoluto” (pág. 24).

- Completa<sup>49</sup>:

Cuando los efectos de la subordinación resultan de aplicación tanto en un escenario concursal como uno extra-concursal, entonces se estará frente a una subordinación completa.

- Incompleta<sup>50</sup>:

En contraste, en los negocios de “subordinación incompleta” sólo se establece la degradación del crédito a nivel concursal.

(iii) El acreedor beneficiario de la subordinación: General y Particular

- Subordinación Particular:

Es aquella subordinación que comúnmente es implementada mediante la celebración de un negocio jurídico específico de subordinación, en virtud del cual el titular de un crédito acepta subordinar su crédito frente a otro crédito o acreedor específico. La definimos como subordinación particular pues los beneficiarios de la subordinación son uno o más sujetos determinados al momento de efectuar la operación de subordinación.

- Subordinación General:

Es aquella subordinación implementada mediante la emisión de deuda estructuralmente subordinada a otros créditos o grupo de créditos. La definimos como subordinación general pues los beneficiarios de la subordinación son uno o más sujetos determinables al momento de efectuar la operación de subordinación.

(iv) El momento de la configuración de la subordinación: Estructural y Sobrevenida

- Subordinación estructural:

Es aquella subordinación que se configura en el momento de la creación del derecho de crédito afectado por la subordinación. Es decir, el derecho de crédito *nace* subordinado. Dentro de esta clasificación se encuentran, principalmente, las emisiones subordinadas de obligaciones.

---

<sup>49</sup> Calligar (1967) señala: “*On the other hand, the complete type of subordination, which prohibits any payment on the subordinated debt so long as senior debt is outstanding, serves to "lock in" the subordinated debt so that its distributional value in bankruptcy will remain. Of course, an evaluation of the "security" is dependent on an analysis of the proportionate relationship between senior debt, subordinated debt, other debt, security for any such debt, and equity capital to determine the extent to which each would share in the distribution of the assets potentially available*” (Calligar, 1967, pág. 36).

<sup>50</sup> Calligar (1967) señala: “*In the inchoate type of subordination, that which permits payment on the subordinated debt until the subordination is brought into full effect by insolvency or the like, from the senior creditor's point of view the value of the "security" is constantly decreasing or may even vanish before the debtor's insolvency triggers the subordination*” (Calligar, 1967, pág. 34).

- Subordinación sobrevenida:

Es aquella subordinación que se configura con posterioridad a la creación del derecho de crédito. Dentro de esta clasificación se encuentran, principalmente, los negocios de subordinación particular.

## CAPÍTULO IV RÉGIMEN JURÍDICO DE LA SUBORDINACIÓN VOLUNTARIA

### 4.1 Temas previos

Ahora, sólo cabe aplicar lo desarrollado hasta aquí respecto de la subordinación voluntaria en los regímenes jurídicos extra-concursal y concursal peruano. He efectuado esto de manera dispersa a lo largo del documento, pero este capítulo servirá para acopiar todo lo reflexionado hasta ahora sobre la interacción de las normas peruanas con la subordinación voluntaria.

Así, a lo largo de este trabajo he hecho referencia a la existencia de 2 escenarios: el extra-concursal y el concursal. En cada uno de ellos, la subordinación voluntaria enfrenta diferentes obstáculos.

Es cierto que la insolvencia es una situación que afecta al deudor y a sus acreedores. También es cierto que ello resulta en la imposición de un régimen especial a su patrimonio y obligaciones frente a terceros. No obstante, se deberá determinar si dicho régimen puede llegar a afectar la configuración de la subordinación voluntaria. Es decir, será necesario identificar si en un escenario concursal, la subordinación voluntaria configura un fenómeno radicalmente distinto al del escenario extra-concursal.

Considero que ello no es así<sup>51</sup>. La subordinación voluntaria es en todos los casos un negocio jurídico en virtud del cual un acreedor (subordinado) ejerce su sitio en el reparto del activo en beneficio de otro acreedor (beneficiario)<sup>52</sup>. El hecho de que exista un régimen especial que afecte el patrimonio del deudor no afecta el ejercicio del derecho del acreedor subordinado.

Es más, la subordinación ni siquiera representa una obligación del deudor, sino una situación que el acreedor subordinado tiene que soportar. Ello pues la subordinación voluntaria se ejerce frente a los acreedores de igual manera que las preferencias. No es un derecho que se exige al deudor, por lo que ni siquiera le serán aplicables las restricciones para la exigencia de obligaciones al deudor aplicables en los concursos.

Entonces, la subordinación voluntaria no será un fenómeno estructuralmente distinto en el escenario concursal ni en el extra-concursal. Por ello, la discusión en el escenario extra-concursal respecto de la validez y eficacia de la subordinación constituye el paso previo para definir lo mismo en sede concursal. Considero que la subordinación voluntaria será válida y eficaz en ambos casos, según explicaré en este capítulo.

Para esto, sólo analizaré el régimen jurídico que resultará aplicable a las empresas ajenas al sistema financiero por ser de interés para este trabajo como he indicado en la Introducción. No ahondaré en el régimen concursal aplicable a las empresas del sistema financiero, por contar estas

---

<sup>51</sup> Goldenberg (2010b.) señala que la configuración del negocio será distinta en uno y otro caso. En el escenario extra-concursal será un negocio “postergatorio” que implica la modificación del negocio jurídico subyacente a la subordinación voluntaria. En el escenario concursal, sería una “subordinación” propiamente dicha, e implica la exclusión voluntaria de la aplicación de una norma graduatoria.

<sup>52</sup> *Vid.*, supra, n. 3.7.

con normas expresas aplicables a la subordinación recogidas en la LGSF y el Reglamento de Deuda Subordinada.

Adicionalmente, me limitaré a describir la subordinación voluntaria en la forma de (i) contrato de subordinación y (ii) emisión de deuda subordinada. Ello pues, la subordinación voluntaria:

- (i) Comúnmente se estructura de estas formas y, en mi experiencia, no es común la implementación de la subordinación voluntaria unilateral; y,
- (ii) En su estructura unilateral conlleva ciertos riesgos inherentes al negocio jurídico unilateral que pueden determinar la intención de los agentes involucrados por no implementarla.

#### 4.2 Régimen jurídico extra-concursal en el Perú (i): Delimitación

La subordinación voluntaria constituye un negocio jurídico y el efecto de dicho negocio<sup>53</sup>. Al ser un negocio jurídico, su estudio debe efectuarse desde el ámbito de las obligaciones<sup>54</sup>. Según ello, la subordinación, como negocio, deberá ser analizada en el contexto de la regulación contenida en el Libro de Obligaciones del Código Civil. Para su validez, debe contener los elementos esenciales de los negocios jurídicos establecidos en el artículo 140 del Código Civil:

- (i) Agente capaz
- (ii) Objeto física y jurídicamente posible
- (iii) Fin lícito
- (iv) Observancia de forma prescrita bajo sanción de nulidad

La capacidad del *agente* es una situación que se verifica caso por caso. Por ahora basta con señalar que los agentes que formen parte de la subordinación no deberán ser incapaces absolutos<sup>55</sup> o no tengan algún impedimento para celebrar este tipo de negocios. Además, el agente que se subordine debe contar con una preferencia o con un sitio en el reparto del activo respecto del deudor que beneficia. Aunque parezca innecesario decirlo, no será eficaz el hecho de que un acreedor ya inferior en prelación se subordine frente a otro de mejor orden. No obstante, como señalaré más abajo, esta situación se verifica al momento de activación de la subordinación voluntaria.

El *objeto* de la subordinación es el de posponer el pago de un crédito en beneficio de otro. Como he desarrollado, por la subordinación se desmejora la posibilidad de pago de un crédito en beneficio de otro. Además, el objeto está íntimamente vinculado con la finalidad de este negocio.

---

<sup>53</sup> *Vid.*, supra, n. 3.1.

<sup>54</sup> *Vid.*, supra, n. 3.1.

<sup>55</sup> De conformidad con lo establecido en el actual anteproyecto del Código Civil, se cambiará de un concepto de incapacidad absoluta a uno de “capacidad de ejercicio restringida”.

El negocio jurídico es uno de ejecución diferida y su eficacia se encuentra sujeta a una condición suspensiva, la que desarrollaré más abajo. El suspenso sólo refuerza la naturaleza de “garantía personal atípica” de la subordinación, pues como ocurre con todas las garantías, sólo reacciona cuando se trata de tutelar el crédito al que sirven de refuerzo.

La ejecución de las garantías típicas (reales y personales) se encuentra condicionada a la ocurrencia de un incumplimiento del acreedor subordinado, pues se entiende que el crédito debe protegerse ante esta circunstancia. Son accesorios del crédito que respaldan.

En el caso de la subordinación voluntaria, en su forma más esencial, dicho criterio de activación se encuentra ante una situación que afecta al deudor. Tal situación no es más que la configuración de los presupuestos para la tutela del crédito.

Entonces, la subordinación voluntaria está sujeta a una *condición suspensiva* pues no es eficaz desde el momento de la celebración del negocio. Este momento siempre será uno en el que se reúnan los siguientes presupuestos correspondientes al Derecho de tutela del crédito:

- (i) El patrimonio del deudor es insuficiente; y,
- (ii) Los acreedores de este concurren<sup>56</sup>

Por ello, la subordinación voluntaria es una obligación sujeta a modalidad consistente en una condición suspensiva, recogida en los artículos 171 y 178 del Código Civil.

Esta condición suspensiva no depende exclusivamente del deudor, pues es una situación que acaece al deudor. En ese sentido, la condición suspensiva es válida, conforme al artículo 172 del Código Civil.

La subordinación voluntaria, una vez activada, concluye con su cumplimiento. Este consiste en el pago del crédito beneficiario en el sitio del crédito subordinado. Dicho cumplimiento no depende del acreedor subordinado pues, *stricto sensu*, no tiene una obligación frente al acreedor. Sólo debe soportar la subordinación y sufrir sus efectos, pero no tiene una obligación. Ni siquiera tiene una obligación de no hacer, pues con la subordinación lo que ha hecho es *ejercer* su derecho. De dicho ejercicio no se desprende una obligación, sino una conducta que debe observar el deudor. Esta consiste en el pago al acreedor beneficiario en el sitio de reparto del activo del deudor que correspondía al subordinado.

Es necesario precisar que este es el cumplimiento de la subordinación, mas no el cumplimiento de la obligación *subyacente*. Una vez que se ha cumplido la subordinación, el acreedor (antes subordinado) mantiene su crédito frente al deudor. Este último debe pagarlo conforme a las reglas que existían de manera previa a la subordinación, sin que el acreedor pueda exigir falta de pago por el periodo durante el cual resultaron de aplicación las disposiciones de la subordinación.

Entonces, en realidad quien satisface la subordinación es el deudor, por cumplimiento de la obligación que mantiene frente al acreedor subordinado. Es decir, mediante la subordinación

---

<sup>56</sup> Para hacer materializar la subordinación y que el beneficiario reciba el pago preferente, será necesario también que el subordinado tenga una deuda exigible. Caso contrario, si bien podría subordinarse, la garantía otorgada al beneficiario no podría materializarse.

el acreedor subordinado le dice al deudor cómo ejercer su derecho de preferencia: pagándole preferentemente al beneficiario respecto de sí.

El incumplimiento de pago por parte del deudor por causas imputables a este no derivará en responsabilidad del acreedor subordinado. Si el acreedor subordinado recibe un pago en contravención de la subordinación, entonces este deberá entregárselo al beneficiario. Si no lo hace, no estaría soportando la subordinación, que es aquello que le correspondía.

Por otro lado, la subordinación voluntaria no tiene una formalidad *ad solemnitatem*. Cuando el negocio que da origen al crédito subordinado sea un contrato, la subordinación deberá observar su forma por aplicación de lo establecido en el artículo 1413 del Código Civil<sup>57</sup>. Es posible también que los créditos no nazcan de negocios jurídicos, sino de hechos jurídicos, por lo que en estos casos la forma es libre, según lo establecido en el artículo 143 del Código Civil.

Finalmente, es importante notar que lo descrito hasta aquí corresponde a la subordinación en su forma más pura. El tipo de crédito subyacente y la estructuración de la subordinación en alguna de las formas desarrolladas en el apartado 3.7 tendrá un impacto también en el régimen específico del negocio. Y ello es así pues la subordinación finalmente se desprende del ejercicio de un accesorio del crédito. Su realidad no es inmutable, pues obedecerá a la realidad del crédito al cual accede.

#### 4.3 Régimen jurídico extra-concursal en el Perú (ii): Contrato

El *contrato de subordinación* es de usual implementación en los financiamientos y comúnmente tiene como negocio subyacente un mutuo. El mutuo corresponde a aquel otorgado por una entidad vinculada al deudor, quien se subordina frente a otro acreedor financiero de este.

El contrato de subordinación es innominado por lo que resulta de aplicación el régimen general aplicable a los Contratos bajo el Código Civil, según lo establecido en el artículo 1453 del Código Civil.

En su forma “común” tiene las siguientes características:

- (i) Partes: tiene 3 partes que son el acreedor beneficiario, el acreedor subordinado y el deudor.
- (ii) Su estructura es la de una subordinación completa, sobrevenida y particular. Es decir, los efectos se aplican tanto en el escenario extra-concursal como en el concursal y respecto de un grupo reducido de acreedores, que son los financieros

<sup>57</sup> Esto podría ser modificado y hecho extensible a todos los negocios jurídicos. Según el proyecto a cargo de la Comisión Reformadora del Código Civil, el artículo 143 referido a la formalidad del acto jurídico tendrá el siguiente tenor:

*“TITULO II Formalidad del acto jurídico Artículo 143.- Clases de formalidad 1. Cuando la ley no establece una formalidad o no la impone con carácter imperativo o bajo sanción de nulidad, los interesados pueden usar la que juzguen conveniente. 2. Salvo disposición legal o pacto distinto, los actos de regulación, modificación o extinción de un acto deberán revestir la misma formalidad que éste.”.*

Como señala Lohmann Luca de Tena (2018), “el inciso 2 sí es novedad y establece para todos los actos jurídicos una regla que el 1431 ya dispone para los contratos” (Lohmann Luca de Tena, 2018).

del deudor. Además, es un negocio comúnmente posterior al del negocio que da lugar al crédito base.

- (iii) Alternativamente, incorpora:
  - una restricción para el deudor de pagar al acreedor subordinado mientras no se haya pagado en su totalidad al acreedor beneficiario; o,
  - la posibilidad de efectuar pagos al acreedor subordinado mientras el deudor no haya incurrido en algún incumplimiento en sus obligaciones frente al acreedor beneficiario
- (iv) Incorpora restricciones de cobro al deudor impuestas al acreedor subordinado. En ese sentido, el acreedor subordinado no podrá exigir para sí el crédito.
- (v) El acreedor subordinado suele configurarse como depositario de sumas de dinero una vez que recibe pagos del deudor en contravención a la subordinación. A esta figura se aplica lo dispuesto en el artículo 1814 y siguientes del Código Civil.

Como he señalado, una vez satisfecha la subordinación, el acreedor (antes subordinado) sigue manteniendo un crédito frente al deudor. Este último debe pagarlo conforme a las reglas que existían de manera previa a la subordinación, sin que el acreedor pueda exigir falta de pago por el periodo durante el cual resultaron de aplicación las disposiciones de la subordinación.

Cabe indicar que este mecanismo es uno recurrente en el contexto de financiamientos de proyectos (*project finance*), donde parte del paquete de documentos que componen este tipo de operaciones incorporan un Contrato de Subordinación (*Subordination Agreement*) en virtud del cual:

- (i) el *Sponsor* (quien suele ser el accionista mayoritario del deudor común),
- (ii) el SPV (*Special Purpose Vehicle*) (el deudor) y
- (iii) los acreedores del financiamiento (que serán beneficiarios de la subordinación o un agente representante de éstos)

acuerdan que los créditos que mantenga el *Sponsor* frente al SPV serán subordinados a los créditos que mantengan los acreedores frente al SPV, en caso se configuren ciertos eventos (i.e., eventos de incumplimiento o incumplimiento de determinados ratios financieros). La subordinación usualmente pactada en estos instrumentos es completa, sobrevenida y particular.

En ese sentido, se puede establecer que los créditos del *Sponsor*:

- (i) no sean pagados hasta que se haya satisfecho la integridad del crédito de los acreedores financieristas; o,
- (ii) que puedan ser pagados siempre que no haya ocurrido el evento de incumplimiento, el inicio de procedimiento concursal o se mantengan ciertos ratios. No obstante, el escenario más común recoge que la subordinación es eficaz en el escenario no concursal cuando se produce un evento de incumplimiento (obviamente no relacionado con el inicio de un concurso).

En línea con lo anterior, la consecuencia de la eficacia de la subordinación en esta estructura típica viene comúnmente aparejada con la inexigibilidad de la obligación del SPV de efectuar pagos del crédito subordinado al *Sponsor*. Cualquier suma de dinero obtenida por parte del *Sponsor* en contravención de la *preferencia* de los créditos de los acreedores beneficiarios de la subordinación, deberá ser pagada a éstos. Por otro lado, en el escenario concursal, las partes se limitan a acordar que el crédito de los acreedores beneficiarios de la subordinación deberá ser pagado *preferentemente* al crédito de los acreedores subordinados (que suele ser el *Sponsor*).

Como he señalado, una vez satisfecha la subordinación, el acreedor (antes subordinado) sigue manteniendo un crédito frente al deudor. Este último debe pagarlo conforme a las reglas que existían de manera previa a la subordinación, sin que el acreedor pueda exigir falta de pago por el periodo durante el cual resultaron de aplicación las disposiciones de la subordinación.

#### 4.4 Régimen jurídico extra-concursal en el Perú (iii): Emisión de Obligaciones

La emisión subordinada de obligaciones es otra de las formas comunes para la implementación de la deuda subordinada<sup>58</sup>. En el Perú, sólo Supermercados Peruanos S.A. ha efectuado una oferta de bonos subordinados en el marco del “Primer Programa de Bonos Corporativos Subordinados Supermercados Peruanos S.A.”.

La emisión de obligaciones es sustancialmente similar a un mutuo, pues es esencialmente un contrato. No obstante, los derechos de crédito derivados de estas emisiones se encuentran representados en valores mobiliarios, a diferencia del contrato de mutuo. Adicionalmente, la forma de celebración del contrato es distinto, pues los adquirentes de las emisiones usualmente se adhieren a los términos negociados por el respectivo representante de los obligacionistas. (Elías Laroza, 1998, pág. 4).

La emisión de obligaciones se encuentra principalmente regulada por lo establecido en la LGS. Adicionalmente, si la emisión califica como una oferta pública le serán de aplicación las normas de la LMV y otras disposiciones reglamentarias. También será distinto el régimen dependiendo del lugar donde se efectúa la emisión o del vehículo que realiza la emisión (i.e. titulizaciones).

En el caso de análisis, es decir emisión de obligaciones por parte de sociedades, la emisión de obligaciones se realizará principalmente bajo lo establecido en la LGS y la LMV, en caso sea pública<sup>59</sup>.

---

<sup>58</sup> De hecho, gran parte de la información sobre deuda subordinada se refiere a las emisiones de obligaciones. La figura del préstamo subordinado no ha sido tan desarrollada. Es razonable asumir que ello es así, pues es común que ciertos inversionistas institucionales (i.e. fondos de inversión, AFP y empresas de seguros) puedan invertir en instrumentos de renta fija y no así en préstamos. Cfr. (Calligar, 1967); (Everett, 1965) y (S&P Global, 2008).

<sup>59</sup> Las emisiones privadas se encuentran excluidas de la aplicación de las normas de mercado de valores, según lo dispuesto en el artículo 4 de la LMV.

Entonces, la estructura “común” de la emisión de obligaciones subordinadas es la siguiente<sup>60</sup>:

- (i) Es completa, estructural y general. Es decir, los efectos se aplican tanto en el escenario extra-concursal como en el concursal y respecto de todas las obligaciones del deudor. Además, la deuda “nace” subordinada y no requiere de un acto posterior para lograr este efecto.
- (ii) Alternativamente, incorpora:
  - una restricción para el deudor de pagar al acreedor subordinado mientras no se haya pagado en su totalidad a los acreedores beneficiarios; o,
  - la posibilidad de efectuar pagos al acreedor subordinado mientras el deudor no haya incurrido en algún incumplimiento en sus obligaciones frente al acreedor beneficiario

Como he señalado, las entidades del sistema financiero se encuentran expresamente autorizadas para la emisión de obligaciones y contraer préstamos subordinados, según lo establecido en el Reglamento de Deuda Subordinada. No obstante, dicha posibilidad se encuentra también reconocida para los agentes de intermediación y sociedades en general, conforme a las disposiciones del RAI y la LGS, respectivamente.

Por otro lado, en el artículo 309 de la LGS se dispone lo siguiente:

“La fecha de cada emisión y series de obligaciones de un mismo emisor, determinará la prelación entre ellas, salvo que ella sea expresamente pactada en favor de alguna emisión o serie en particular, en cuyo caso será necesario que las asambleas de obligacionistas de las emisiones o series precedentes presten su consentimiento. Lo dispuesto en el párrafo anterior no afecta el derecho preferente de que goza cada emisión o cada serie con relación a sus propias garantías específicas. Los derechos de los obligacionistas en relación con los demás acreedores del emisor, se rigen por las normas que determinen su preferencia.”

De lo anterior, se puede concluir que:

- (i) Existe una causa de preferencia *entre emisiones* basada en la fecha de la emisión y, por lo tanto, una causa de subordinación por defecto dispuesta en la ley.
- (ii) Los obligacionistas pueden pactar una preferencia distinta, siendo necesario el consentimiento de los obligacionistas de las emisiones o series precedentes (es decir, afectadas por el nuevo orden de preferencia distinto al de la fecha de emisión). Esto, a su vez, significa que se *pueden implementar distintas causas de subordinación*.
- (iii) Las preferencias reales en las garantías específicas de la emisión o serie no se ven afectadas por los órdenes anteriores.

---

<sup>60</sup> El estándar para este tipo de estructuras suele ser el aplicable a las entidades del sistema financiero. Para más información sobre este estándar cfr. Reglamento de Deuda Subordinada y (S&P Global, 2008)

- (iv) Los derechos de los obligacionistas en relación con los demás acreedores del emisor se rigen por las normas que determinen su preferencia.

Esto significa que los obligacionistas interactúan con otros acreedores del deudor sobre la base de las leyes de aplicación general para los escenarios de concurrencia e insuficiencia patrimonial.

Entonces, en el escenario extra-concursal, le serán de aplicación supletoria las normas dispuestas para los negocios jurídicos. Como he desarrollado en el apartado 2.10, la subordinación, como negocio jurídico, es válido y debería resultar eficaz en este escenario.

Por otro lado, según lo dispuesto en el RAI, la deuda subordinada es la: “obligación no garantizada a cargo del Agente [de Intermediación], que no puede pagarse antes de su vencimiento, y que otorga a sus acreedores un derecho de pago sólo superior a sus accionistas en caso de liquidación del Agente [de Intermediación]<sup>61</sup>”.

Entonces, tanto en la LGS como en RAI, se prevé expresamente la posibilidad de implementar deuda subordinada en la forma de emisión. Además, en el caso de la LGS existe una subordinación legal por defecto en relación con la fecha emisión de las obligaciones<sup>62</sup>.

Finalmente, daré una mirada al “Programa de Bonos Subordinados de Supermercados Peruanos S.A.”. Según lo dispuesto en la cláusula cuarta del Contrato Marco<sup>63</sup>, el pago del principal e intereses de los bonos se encuentra subordinado al pago de las demás obligaciones de Supermercados Peruanos S.A. únicamente en un escenario de liquidación o concurso, bajo la LGS y la LGSC, respectivamente.

---

<sup>61</sup> La no redención es un elemento que financieramente asimila a la deuda con el capital. Ello pues así se permite mantener en la contabilidad de la sociedad el dinero, al igual que se hace con el capital, al tiempo que ambos conceptos sirven para absorber las pérdidas y funcionar como parte de la garantía genérica de acreedores que configura el patrimonio del deudor.

<sup>62</sup> Para revisar otra postura respecto de la interpretación y aplicación de las preferencias bajo la LGS, cfr. (Elías Laroza, 2015)

<sup>63</sup> “(..)Prelación:

El pago del principal y de los intereses de los Bonos, en caso se declare la disolución y liquidación del Emisor, sea (i) por acuerdo adoptado por la Junta General de Accionistas del Emisor, al amparo de la Ley General; o, (ii) como consecuencia de un procedimiento concursal, al amparo de la Ley Concursal, estará sujeto y subordinado al pago previo de las demás obligaciones y créditos del Emisor, de conformidad con el orden de preferencia establecido en el numeral 42.1. del Artículo 42 de la Ley Concursal, todo ello sin perjuicio de la aceleración automática de los plazos para el pago del principal y los intereses de los Bonos, la cual se generará desde (i) la oportunidad en que se produzca la Junta General de Accionistas del Emisor en donde se declare su disolución y liquidación, al amparo de la Ley General; o, (ii) en caso se inicie un procedimiento concursal válido al amparo de la Ley Concursal, sea por solicitud del Emisor o por solicitud de sus acreedores, incluyendo su declaratoria de insolvencia. (..)”

Entonces, la subordinación para este caso es:

- (i) incompleta,
- (ii) estructural,
- (iii) general (obligacionistas *vis-a-vis* demás acreedores del emisor)

No obstante, en el contrato marco no se recoge un régimen de prelación entre emisiones, por lo que será de aplicación la preferencia por defecto: aquella basada en la fecha de emisión. Así, tenemos dos escenarios de subordinación en este caso:

- (i) la subordinación general de los obligacionistas *vis-a-vis* los demás acreedores del emisor; y,
- (ii) la subordinación particular de los obligacionistas *vis-a-vis* los obligacionistas preferidos sobre la base de la fecha de su emisión.

En el escenario liquidatorio bajo la LGS no existen normas de orden de pago de créditos expresas como las de la LGSC. Ello pues en este escenario no deberían verificarse los presupuestos para la activación de un régimen de la tutela del crédito como el concursal (i.e. concurrencia de acreedores e insuficiencia patrimonial). Por ello, todos los créditos deberán poder ser pagados y no sería necesario activar ninguna preferencia.

Distinto es el caso concursal, que analizaré en el apartado siguiente. Aquí sí existen reglas de pago. Entonces, la pregunta es si la subordinación propuesta en este contrato marco deberá resultar exigible. La respuesta es que sí. Esta afirmación aplica para ambos escenarios de subordinación. Como explicaré a continuación, la subordinación voluntaria resulta plenamente válida y exigible en un escenario concursal, por lo que no existe razón alguna para desestimar la aplicación de las subordinaciones previstas en este programa.

#### **4.5 Régimen jurídico concursal en el Perú**

La proporcionalidad y las preferencias establecidas en la LGSC no configuran normas imperativas o de orden público para todos los créditos<sup>64</sup>. Entonces, de la misma forma en que los negocios de subordinación voluntaria son válidos y exigibles en el escenario extra-concursal, lo serán en el escenario concursal.

Es importante recordar que la subordinación, al igual que las preferencias, se ejerce contra otros acreedores y no contra el deudor. Por ello, desde un punto de vista conceptual, para la validez y exigibilidad de la subordinación voluntaria no resultaría de aplicación la suspensión de la exigibilidad de obligaciones contra el deudor, establecida en los artículos 17 y 180 de la LGSC, según corresponda. Dicha suspensión sólo será aplicable cuando el acreedor subordinado o el acreedor beneficiario *exigen* el pago de su crédito al deudor. Por el contrario, la aplicación de la

---

<sup>64</sup> *Vid.*, supra. 2.5

subordinación voluntaria se encontraría amparada en el artículo 17 de la LGSC donde se dispone que:

“(..) 17.3 La inexigibilidad de las obligaciones del deudor no afecta que los acreedores puedan dirigirse contra el patrimonio de los terceros que hubieran constituido garantías reales o personales a su favor, los que se subrogarán de pleno derecho en la posición del acreedor original. (...)”

Sin embargo, es necesario efectuar algunas precisiones prácticas sobre esto último. La subordinación es otorgada por el subordinado al beneficiario, pero su cumplimiento depende del deudor. Al ser esto así, en la práctica es imposible distinguir el momento de eficacia de la subordinación del correspondiente al pago del crédito. Las dos deben configurarse en simultáneo. Entonces, pese a que la subordinación se ejerce contra el subordinado, su cumplimiento sí se verá afectado por el concurso, pues el acreedor beneficiario no podrá *exigir* el pago del deudor por aplicación del artículo 17 de la LGSC.

Al igual que en el escenario extra-concursal, la subordinación voluntaria se encuentra sujeta a la condición suspensiva consistente en la verificación de los presupuestos para la aplicación del régimen de tutela del crédito. En este caso, dichos presupuestos se entienden configurados con la declaración de inicio del concurso del deudor, lo cual ocurre con la publicación de dicha situación en el Diario Oficial El Peruano, según lo dispuesto en el artículo 32 de la LGSC.

La subordinación voluntaria es implementada por el liquidador o el administrador, según corresponda, bajo la LGSC. Por lo anterior, la existencia de la subordinación voluntaria debe ser puesta en conocimiento de dichos sujetos. Ello se debe realizar en la etapa de reconocimiento del crédito, por lo que el acreedor beneficiario deberá incorporar evidencia de la subordinación al momento de presentar su crédito para reconocimiento.

El liquidador y el administrador deben observar ciertas reglas para efectuar los pagos a los acreedores del deudor concursado. El liquidador paga de conformidad con el Convenio de Liquidación y sujeto a lo establecido en el artículo 42 y el 88.1 de la LGSC, mientras que el administrador paga conforme al Plan de Reestructuración y bajo las reglas del artículo 66 de la LGSC.

Como he señalado, las reglas de proporcionalidad y preferencia se aplican en el caso de liquidación. El liquidador debe pagar en aplicación de estos principios, bajo responsabilidad, como se señala en el artículo 88.1. Entonces, si el liquidador no paga en observancia de dichas normas, deberá asumir la responsabilidad que resulte aplicable por dicho incumplimiento. Tal situación parecería imponer una restricción para que el liquidador efectúe cualquier pago que contravenga los órdenes y la proporcionalidad. Por ello, podría decirse que el liquidador no podría aplicar la subordinación voluntaria por contravenir dichas normas.

Según he explicado extensamente, la subordinación voluntaria no implica una violación del principio de proporcionalidad y de las preferencias y es un negocio jurídico válido y aplicable.

En consecuencia, el liquidador podrá aplicar la subordinación en un escenario liquidatorio sin incurrir en responsabilidad por la inobservancia de la proporcionalidad y preferencias. Por el contrario, sí podría ser sujeto de responsabilidad en caso no pague según lo señala la subordinación, pues vulneraría aquello que ciertos acreedores han válidamente decidido. En el caso de las emisiones de obligaciones, esta responsabilidad podría ser aún mayor, teniendo en cuenta que la subordinación se encuentra expresamente recogida en el artículo 309 de la LGS.

#### 4.6 Otras legislaciones (i): Estados Unidos<sup>65</sup>

En Estados Unidos, la norma que rige los procesos concursales es el USC y estos procesos son resueltos por cortes federales.

En líneas generales, bajo el USC, un sujeto puede buscar asistencia para evitar el pago de sus deudas o para reprogramar el pago de estas. Cada proceso inicia con la solicitud presentada ante la corte respectiva y puede ser efectuada por un individuo, su cónyuge (o estos conjuntamente), por una sociedad o por cualquier otra entidad.

Existen diferentes tipos de concurso, que son identificados según el Capítulo (*Chapter*) que los regula. Para efectos de este apartado, nos referiremos al *Chapter 7* y *Chapter 11* que regulan la liquidación y reorganización de negocios y corporaciones, respectivamente.

Por otro lado, la subordinación de créditos se encuentra expresamente regulada en el artículo 510(a) del *Chapter 5* del USC, el cual se limita a reconocer que “un acuerdo de subordinación es ejecutable bajo las reglas de este título del mismo modo que dicho acuerdo sería ejecutable bajo la regulación no concursal”<sup>66</sup>. Esta norma ofrece un tratamiento “neutral” respecto de los acuerdos de subordinación, pues no ofrece una solución directa para el reconocimiento de la validez o no de la subordinación, sino que remite dicha solución a las normas del ordenamiento que le resultan aplicables (Goldenberg Serrano, 2010b). Así, de manera general, la subordinación contractual es ejecutable en un caso bajo dicha sección en la misma medida que dicho acuerdo de subordinación es ejecutable bajo las leyes no concursales aplicables (Resnick, 2001, pág. 298)<sup>67</sup>.

De esta manera, los acuerdos<sup>68</sup> de subordinación “gobiernan” la prioridad de los créditos pre-concursales contra la masa, salvo que (i) la corte respectiva, reordene las prioridades basada

<sup>65</sup> Cfr. <http://www.uscourts.gov/services-forms/bankruptcy>

<sup>66</sup> “(a) A subordination agreement is enforceable in a case under this title to the same extent that such agreement is enforceable under applicable nonbankruptcy law.”

<sup>67</sup> “In general, contractual subordination will be respected in the event the borrower becomes a debtor in a bankruptcy case. Section 510(a) of the Bankruptcy Code provides that “[a] subordination agreement is enforceable in a case under this title to the same extent that such agreement is enforceable under applicable nonbankruptcy law” .”

<sup>68</sup> Sin perjuicio del uso del término “agreement”, ciertos autores han señalado que la subordinación puede ser efectuada en la forma de un “unilateral contract”. Así, Everett (1965) “It has been pointed out, however, that in at least one case,<sup>89</sup> the Supreme Judicial Court of Massachusetts enforced a contract for the benefit of a third party by reasoning that such contract constituted an “offer” for a “uni-lateral contract” which was accepted when acted upon by the beneficiary thereof. It has been suggested that specific language utilizing the unilateral contract offer theory be incorporated in any long-form notes or long-form agreements which will be governed by Massachusetts law, since it has been held that subordination agreements or obligations must be

en principios de equidad (conocida también como “*equitable subordination*”) o (ii) que los acreedores *senior* (beneficiarios de la subordinación) efectivamente renuncien a los beneficios de la subordinación en caso voten favorablemente en la implementación de un plan según el *Chapter 11* en el que renuncien a sus preferencias frente a acreedores subordinados (Resnick, 2001, pág. 298).

#### 4.7 Otras legislaciones (ii): España

La LCE incorpora un reconocimiento expreso de la deuda subordinada. En esa línea, los créditos subordinados han sido incorporados como una categoría específica dentro de la clasificación de créditos ahí recogida y que los cataloga como: (i) privilegiados -con privilegio especial o general, (ii) ordinarios y (iii) subordinados. En un escenario de liquidación, los créditos serán pagados en el orden antes señalado. Asimismo, dentro de las categorías correspondientes a los créditos privilegiados y los subordinados han sido incluidas sub-categorías. Dicha ordenación al interior de tales categorías significará, en algunos casos, la preferencia en el pago de unas sub-categorías respecto de otras sub-categorías.

Sin perjuicio de la asignación de las categorías y los correspondientes órdenes de pago previstos en la LCE, conforme se desprende de la Exposición de Motivos de dicha norma “se considera que el principio de igualdad de tratamiento de los acreedores ha de constituir la regla general del concurso, y que sus excepciones han de ser muy contadas y siempre justificadas” y, por lo tanto, “las excepciones que la ley admite son positivas o negativas, en relación con los créditos ordinarios”.

En esa línea, los créditos privilegiados – con privilegio especial o general-, configuran una excepción positiva del principio de igualdad de tratamiento de los acreedores. Por otro lado, los créditos subordinados, configuran una excepción negativa al referido principio y, en ambos casos, dichas excepciones se predicán respecto de los créditos ordinarios.

No obstante, la LCE no contiene una definición de los créditos subordinados, sino que se limita a enumerar y describir aquellos créditos “que merecen quedar postergados tras los ordinarios, por razón de su tardía comunicación, por pacto contractual, por su carácter accesorio (intereses), por su naturaleza sancionadora (multas) o por la condición personal de sus titulares (personas especialmente relacionadas con el concursado o partes de mala fe en actos perjudiciales para el concurso)” (el subrayado es mío).

Sin embargo, la regulación de estos créditos en la LCE no se limita a establecer el orden de pago para los créditos subordinados, sino que va más allá y los sanciona con la pérdida del derecho de voto, pues se señala que “los titulares de estos créditos subordinados carecen de derecho de voto en la junta de acreedores y, en caso de liquidación, no podrán ser pagados hasta que hayan quedado íntegramente satisfechos los ordinarios.”

A mayor abundamiento, en el artículo 92 de la LCE también se ha asignado, dentro de la categoría de los créditos subordinados, un orden específico (el segundo) para “los créditos que por pacto contractual tengan el carácter de subordinados respecto de todos los demás créditos contra el deudor”. Asimismo, de acuerdo con lo establecido en el artículo 158 de la LCE, el pago de los créditos subordinados no se realizará hasta que hayan quedado íntegramente satisfechos

---

*governed by the state law under which they are created and that reference must be made to such state law to ascertain the validity of such provisions”* (Everett, 1965, pág. 976).

los créditos ordinarios y, además, el pago de estos créditos se realizará por el orden establecido en el artículo 92 y, en su caso, a prorrata dentro de cada orden.

Así pues, de conformidad con lo señalado en la LCE, los créditos subordinados por pacto deberán ser pagados después de los siguientes créditos en el orden señalado a continuación: (i) los créditos privilegiados (siendo que primero se pagan los especiales y luego los generales), (ii) los créditos ordinarios y (iii) los créditos subordinados de primer orden (i.e., ciertos créditos tardíos). Asimismo, después de los créditos subordinados por pacto, serán pagadas hasta cuatro (4) sub-categorías adicionales.

El hecho de que se le haya asignado a los créditos subordinados por pacto el orden de pago antes referido puede resultar confuso en la medida en que, según lo establecido, en la LCE los créditos subordinados por pacto son aquellos subordinados respecto de todos los demás créditos contra el deudor<sup>69</sup>.

De lo anterior, se puede concluir que, en la LCE (Goldenberg Serrano, 2010b):

- (i) El principio de igualdad entre acreedores (*par conditio creditorum*), al menos de una interpretación literal, es la regla general del concurso y las excepciones a dicha regla pueden ser de naturaleza positiva (privilegios) o negativa (subordinación).
- (ii) Se ha reconocido en los créditos subordinados una categoría de créditos por razón de una excepción negativa de la aplicación del principio de igualdad.
- (iii) Los créditos subordinados pueden ser establecidos por pacto. Es decir, se permite a los acreedores de un deudor común decidir o no la subordinación de sus créditos.

No obstante, no queda claro si la intención del legislador en este extremo es la de caracterizar a la subordinación como un contrato, toda vez que nada impide que la subordinación se configure como un negocio jurídico unilateral con un tercero como beneficiario.

- (iv) Los créditos subordinados por pacto reconocidos expresamente en la LCE únicamente pueden configurar supuestos de subordinación general, pues únicamente se reconoce expresamente la subordinación respecto de todos los demás créditos contra el deudor, en contraste con los casos de subordinación particular, donde la misma se predica respecto de uno o más acreedores determinados al momento de la subordinación.
- (v) De alguna manera ha regulado: (a) el instrumento a través del cual se subordinan los créditos (pactos o contratos), (b) el alcance del pacto (subordinación general pues deben estar subordinados respecto de todos los demás créditos contra el deudor) y (c) los efectos de la subordinación (la categoría y orden de pago y la pérdida del derecho a voto). En ese sentido, podríamos hablar de la tipificación de la subordinación para efectos concursales.

---

<sup>69</sup> En estricto, los créditos subordinados por pacto nunca podrían estar subordinados a *todos* los créditos contra el deudor. Existen créditos que son subordinados a los créditos subordinados por pacto, como señala la LCE.

Como consecuencia de lo anterior, *prima facie*, únicamente serían eficaces para fines concursales aquellos créditos subordinados que reúnan las características listadas en el párrafo precedente.

Del análisis efectuado a la LCE se pueden identificar los siguientes inconvenientes:

- (i) Imposición de efectos no deseados por las partes como la pérdida del derecho a voto.
- (ii) Únicamente se reconocería a la subordinación general como estructura de la subordinación para efectos concursales.

Por ello, al no admitirse expresamente la subordinación particular, se corre el riesgo de que no se reconozca el derecho de preferencia de aquellos acreedores beneficiados por subordinación particular respecto de los acreedores subordinados respectivos.

No obstante, una parte de la doctrina argumenta que, en aplicación de la subordinación por pacto, el crédito subordinado deberá ser satisfecho en el “exacto lugar y orden que las partes acordaron” (Veiga Copo, 2006, pág. 21). Lo anterior, pues este tipo de subordinación obedece a una “pura y mera cuestión de autonomía privada” (Veiga Copo, 2006, pág. 22) y que el obstáculo se encuentra “en la idea clásica de que las reglas de prelación son de orden público” (Goldenberg Serrano, 2010b).

Una alternativa interesante nos parece la que señala Veiga Copo (2006), quien afirma que otra cuestión hubiese sido si la LCE planteaba los efectos de la subordinación por pacto como las reglas de carácter supletorio para dirimir cualquier duda respecto de la prelación asignable al crédito beneficiado con la subordinación.

#### **4.8 Otras legislaciones (iii): Chile**

El CCCh recoge reglas y orden de prelación para el pago de acreedores en el Título XLI (De la prelación de créditos) del Libro Cuarto (De las obligaciones en general y de los contratos). A manera de resumen, dichos artículos prevén lo siguiente (2469 y siguientes):

- (i) Los acreedores podrán exigir la venta de todos los bienes de su deudor hasta el monto de sus créditos y serán pagados con la totalidad de tal producto siempre que el mismo sea suficiente para satisfacer dichas acreencias.
- (ii) En caso dicho producto no fuese suficiente, se aplicará el producto para la satisfacción de créditos aplicando las causas especiales de preferencia.
- (iii) En caso no existan tales causas especiales para preferir a uno o más créditos en detrimento de otros, entonces el pago de los mismos será efectuado a prorrata.
- (iv) Las causas de preferencia son solamente el privilegio y la hipoteca. Dichas causas son inherentes a los créditos para cuya seguridad se han establecido y son transmisibles.

A su vez, en el artículo 241 de la LCCh se establece que el pago de los acreedores será efectuado según lo establecido en el CCCh (y resumido líneas arriba) y con pleno respeto a la subordinación de créditos establecida para los acreedores valistas (acreedores de quinto y último orden) en dicha norma.

Sin perjuicio de los supuestos de “postergación legal”<sup>70</sup> contemplados en la LCCh y CCCh, el artículo 2489 del CCCh contiene una regulación específica para la subordinación voluntaria de créditos. En este caso, la posibilidad de subordinación voluntaria se circunscribe a los acreedores valistas (acreedores de quinto y último orden). De conformidad con lo establecido en dicho artículo, la subordinación voluntaria de créditos es:

- (i) un negocio jurídico (se señala que es un acto o contrato);
- (ii) aplicable únicamente para acreedores de quinto (y último) orden, los cuales son pagados a prorrata sobre el sobrante de la masa concursada;
- (iii) parcial o total; y,
- (iv) en favor de otro u otros créditos de dicha misma clase (sean presentes o futuros).

---

<sup>70</sup> Sobre la diferencia entre “postergación” y “subordinación” cfr. (Goldenberg Serrano, 2010b, pág. 32)



## CONCLUSIONES

- (i) La subordinación es un fenómeno existente en el ordenamiento peruano, tanto en normas que lo disponen expresamente o como consecuencia de la aplicación de preferencias.
- (ii) La “deuda subordinada” cumple ciertas funciones económicas similares a los instrumentos de capital o de garantía y es tratada de forma análoga al capital en ciertos aspectos. No obstante, ello no puede oscurecer el hecho de que la “deuda subordinada” es esencialmente una deuda.
- (iii) Los créditos (y, por lo tanto, sus accesorios) son derechos esencialmente disponibles en el marco del ejercicio de la autonomía privada.
- (iv) El hecho de que la subordinación voluntaria no se encuentre expresamente permitida para entidades distintas a aquellas reguladas bajo la LGSF no debe ser entendido como una prohibición para que los acreedores de dichas empresas o dichas empresas puedan celebrar negocios de subordinación de créditos.
- (v) La subordinación voluntaria consiste en un negocio jurídico mediante el cual un acreedor (subordinado) ejerce su derecho al sitio en el reparto del activo de un deudor en la forma de instrucción dirigida: al (a) deudor, en un escenario extra-concursal; o, (b) al agente encargado de repartir el patrimonio insuficiente del deudor. Estos últimos deberán pagar los créditos beneficiarios de la subordinación *preferentemente* a los créditos subordinados.
- (vi) El uso del término subordinación voluntaria tiene un doble significado: como negocio jurídico y como el efecto del negocio. La subordinación como negocio es una instrucción y como efecto, la relación derivada de dicho negocio. El acreedor subordinado debe soportar la subordinación.
- (vii) El régimen jurídico aplicable para la subordinación voluntaria es el de las obligaciones recogido en el Código Civil. Dependiendo de su forma de implementación podrá ser un negocio jurídico unilateral o plurilateral pero no un acto jurídico en sentido estricto.
- (viii) La función principal de la subordinación voluntaria es la de servir como garantía para el pago del crédito del acreedor beneficiado con dicho negocio.
- (ix) En el escenario extra-concursal, la subordinación voluntaria constituye un fenómeno jurídico que tiene validez y eficacia en el marco del ejercicio de la autonomía privada.
- (x) En el escenario concursal, la subordinación voluntaria no significa una vulneración a los principios de proporcionalidad y de preferencia pues mediante ésta no se vulneran los bienes jurídicamente protegidos por tales principios que son: el mercado y los demás créditos.



## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Aristóteles. (2005). *Ética a Nicómaco*. Madrid: Alianza Editorial.
- Benavides, L. (2015.). Peru: Subordination agreements in insolvency. Recuperado de: <http://www.iflr.com/Article/3482341/Peru-Subordination-agreements-in-insolvency.html>
- Calligar, M. (1967). Purposes and Uses of Subordination Agreements. *The Business Lawyer*, 23(1), 33-39. Recuperado de <https://www.jstor.org/stable/40684249>
- Castillo Córdova, L. (2006). Autonomía de la voluntad y derechos fundamentales. Recuperado de [https://pirhua.udep.edu.pe/bitstream/handle/11042/1942/Autonomia\\_voluntad\\_derechos\\_fundamentales.pdf?sequence=1](https://pirhua.udep.edu.pe/bitstream/handle/11042/1942/Autonomia_voluntad_derechos_fundamentales.pdf?sequence=1)
- Castillo Córdova, L. (2014). El significado del contenido esencial de los derechos fundamentales. *Foro Jurídico*, 13, 143-154. Recuperado de <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/forojuridico/article/view/13783/14407>
- CNUDMI. (2006). *Guía Legislativa sobre el Régimen de la Insolvencia*. Recuperado de: [https://www.uncitral.org/pdf/spanish/texts/insolven/05-80725\\_Ebook.pdf](https://www.uncitral.org/pdf/spanish/texts/insolven/05-80725_Ebook.pdf)
- Corzo de la Colina, R. & Agurto Isla, R. (2015). Agenda pendiente en Temas Concursales en el Perú. *Ius et Veritas*, 51, 260-272. Recuperado de <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/iusetveritas/article/viewFile/15662/16099>
- Díez-Picazo, L. (1957). *El arbitrio de un tercero en los negocios jurídicos*. Barcelona: Editorial Bosch.
- Díez-Picazo, L., & Gullón Ballesteros, A. (1990). *Sistema de derecho civil*. Madrid: Tecnos.
- Elías Laroza, E. (1998). *Aspectos esenciales de las obligaciones en la nueva Ley General de Sociedades*. Recuperado de [http://www.ifaperu.org/uploads/articles/61\\_01\\_CT22\\_EEL.pdf](http://www.ifaperu.org/uploads/articles/61_01_CT22_EEL.pdf)
- Elías Laroza, E. (2015). *Derecho Societario Peruano. La Ley General de Sociedades del Perú*. Lima: Gaceta Jurídica.
- Equbo. (2013). *Emisiones de Bonos Subordinados: 2005-2013*. Recuperado de [https://equbo.com.pe/p\\_emisiones\\_locales\\_bonos\\_subordinados\\_2005\\_2013.pdf](https://equbo.com.pe/p_emisiones_locales_bonos_subordinados_2005_2013.pdf)
- Escobar Rozas, F. & Aliaga Farfán, J. (2009). Instrumentos Híbridos en el Patrimonio Efectivo de los Bancos. *Derecho y Sociedad*, 32, 51-64. Recuperado de: <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/derechoysociedad/article/viewFile/17450/17729>
- Espinoza Espinoza, J. (2010). *Acto jurídico negocial : análisis doctrinario, legislativo y jurisprudencial*. Lima: Gaceta Jurídica.

- Espinoza Espinoza, J. (2002). El orden público y las buenas costumbres en la experiencia jurídica nacional. *Ius et Veritas*, 24, 302-313. Recuperado de <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/iusetveritas/article/view/16188/16605>
- Everett, E. (1965). Subordinated Debt-Nature and Enforcement. *The Business Lawyer*, 20(4), 953-987. Recuperado de <https://www.jstor.org/stable/40684025>
- Ezcurra Rivero, H. (2002). *Derecho Concursal Estudios previos y posteriores a la nueva Ley Concursal - Análisis Económico del Derecho*. Lima: Palestra Editores.
- Ezcurra, H. & Solís, G. (2002). El estado contraataca. La "múltiple personalidad" de un sistema concursal de ciencia ficción. *Themis*, 45, 149-163. Recuperado de: <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/themis/article/view/11875>
- García Sanchez, J. (2003). Un principio jurídico romano, de alcance supranacional, fundamento de la resolución de un contencioso del siglo XX: La regla *accessorium sequitur principale*. *Revista Española de Derecho Canónico*, 154(60), 9-72. Recuperado de <https://summa.upsa.es/high.raw?id=0000006142&name=00000001.original.pdf>
- Garrido, J. (2000). *Tratado de las preferencias del crédito*. Madrid: Civitas.
- Goldenberg Serrano, J. (2010a). Consideraciones críticas respecto del denominado principio de la Par *Conditio Creditorum*. *Revista chilena de derecho*, 1(31), 73-98. <http://dx.doi.org/10.4067/S0718-34372010000100004>
- Goldenberg Serrano, J. (2010b). *La Subordinación Voluntaria de Créditos con especial referencia a los Derechos Español y Chileno* (Tesis doctoral). Universidad de Salamanca. Departamento de Derecho Privado. Salamanca, España. Recuperado de <http://repositorio.conicyt.cl/bitstream/handle/10533/209632/Tesis%20PDF.pdf?sequence=1>
- Gonzales Barrón, G. (2015-2016). Bases fundamentales del Derecho Registral. *Anuario Iberoamericano de Derecho Notarial*, 4-5, 123-154. Recuperado de [http://www.notariado.org/liferay/c/document\\_library/get\\_file?folderId=13807670&name=DLFE-222969.pdf](http://www.notariado.org/liferay/c/document_library/get_file?folderId=13807670&name=DLFE-222969.pdf)
- Hohfeld, W. N. (1913). Some Fundamental Legal Conceptions as Applied in Judicial Reasoning. *The Yale Law Journal*, 23(1), 16-59. Recuperado de [https://www.jstor.org/stable/785533?seq=4#metadata\\_info\\_tab\\_contents](https://www.jstor.org/stable/785533?seq=4#metadata_info_tab_contents)
- Jiménez Chocano, J. (2007). La colectivización de los créditos garantizados en los procedimientos de disolución y liquidación concursal: revisando las reglas de distribución de los recursos provenientes de la realización de activos garantizados. *Derecho y Sociedad*, 29, 291-303. Recuperado de <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/derechoysociedad/article/view/17289/17576>

- Lacruz Berdejo, J. L., Sanco Rebullida, F. d., Luna Serrano, A., Delgado Echevarría, J., Rivera Hernandez, F., & Rams Albesa, J. (1999). *Derecho de Obligaciones II Volumen Primero Parte General. Teoría General del Contrato*. Madrid: Dykinson.
- Lohmann Luca de Tena, J. (2011). Libro II Acto Jurídico: Comentarios a la Reforma. *Themis*, 60, 53-59. Recuperado de <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/themis/article/viewFile/9056/9467>
- Resnick, A. N. (2001). Subordination Agreement Provisions Shifting Chapter 11 Voting Rights: Can the Seniors Disenfranchise the Juniors. Recuperado de [https://scholarlycommons.law.hofstra.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1473&context=faculty\\_scholarship](https://scholarlycommons.law.hofstra.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1473&context=faculty_scholarship))
- S&P Global. (2008). *Hybrid Capital Handbook: September 2008 Edition*. Recuperado de [https://www.capitaliq.com/CIQDotNet/CreditResearch/RenderArticle.aspx?articleId=1981204&SctArtId=446828&from=CM&nsl\\_code=LIME&sourceObjectId=5002701&sourceRevId=22&fee\\_ind=N&exp\\_date=20280118-15:45:50](https://www.capitaliq.com/CIQDotNet/CreditResearch/RenderArticle.aspx?articleId=1981204&SctArtId=446828&from=CM&nsl_code=LIME&sourceObjectId=5002701&sourceRevId=22&fee_ind=N&exp_date=20280118-15:45:50)
- Valdivieso López, E. J. (2016). *Derecho de los Accionistas en el Sistema Concursal Peruano*. Chiclayo, Perú: Universidad Católica Santo Toribio de Mogrovejo (USAT).
- Veiga Copo, A. B. (2006). Los Créditos subordinados en la Ley Concursal. *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 102(25), 9-69. Recuperado de <http://www.icab.cat/files/242-148050-DOCUMENTO/bVeiga2.pdf>
- Zegarra Mulánovich, Á. (2006). *Notas de Títulos Valores: Apuntes para el curso de Derecho Mercantil 3*. Manuscrito inédito
- Zegarra Mulánovich, Á. (2009). *Descubrir el Derecho Las nociones elementales del Derecho Privado y del Derecho Público explicadas en forma sistemática*. Lima: Palestra.
- Zegarra Mulánovich, Á. (2013). *Noción, Fundamentos, Mecanismos y Principios del Derecho Concursal*. Manuscrito inédito