

CONTRATOS DE FINANCIAMIENTO EMPRESARIAL

José Leyva Saavedra

Catedrático de Derecho Mercantil

Universidad Nacional Mayor de San Marcos

"La prassi contrattuale non è solo il presupposto materiale dell'integrazione dell'ordinamento da parte della Giurisprudenza, ma è anche autonoma fonte di produzione giuridica in varie forme".

Giuseppe Sbisà

SUMARIO:

1.- Nota introductoria	249
2.- Leasing	251
2.1.- Denominación y definición	251
2.2.- Elementos del leasing	255
2.3.- Subtipos de leasing	258
2.4.- Ventajas del leasing	262
3.- Factoring	263
3.1.- Denominación y definición	265
3.2.- Funciones y/o servicios	267
3.3.- Subtipos de factoring	271
3.4.- Ventajas del factoring	273
4.- Securitization	274
4.1.- Denominación y definición	276
4.2.- Sujetos intervinientes en la securitización	279
4.3.- Subtipos de securitization	285
4.4.- Ventajas de la securitization	288
5.- Nota conclusiva	291

1.- Nota introductoria

Uno de los mayores problemas que enfrentan las empresas hoy en día, sean éstas nacionales o extranjeras, para mejorar su productividad y con ella su competitividad, toda vez que sin "productividad no hay competitividad", no cabe duda que es el financiamiento. Con ánimo de superar esta *vexata questio*, en

los últimos años se ha creado un delicioso menú de contratos financieros¹, que permite a cada una de las empresas elegir el contrato que mejor responda a sus necesidades empresariales en un momento determinado. Así, por ejemplo, si desea financiamiento para bienes de capital, no tiene mejor elección que el *leasing*; ahora si necesita financiamiento para desarrollar la empresa, dos son las operaciones apropiadas: el *factoring*, para pequeñas y medianas empresas, y la *securitization*, para empresas de mayores dimensiones. No obstante responder a distintas necesidades, estos contratos tienen dos puntos en común: nacen en el sistema parabancario² y son contratos a la medida.

Estos contratos financieros³, originados en el sistema del *common law* y perfeccionados en el laboratorio negocial norteamericano para satisfacer exigencias de países económicamente más desarrollados, son puestos al alcance de operadores económicos de cualquier país, y se difunden, en la actualidad, en el más amplio escenario de la sociedad global. El proceso de recepción y de adaptación de estos y otros nuevos tipos contractuales en los países de la vieja

¹ Paralelamente, también han aparecido formas inéditas de lo que hoy se llama en la jerga empresarial o financiera, "productos financieros". Entre los nuevos productos, vale citar los *swaps* de divisas (*currency swaps*) y de tipos de interés (*interest rate swaps*), eurobonos, futuros financieros, opciones financieras, etc. La creación de estos productos obedece a razones tanto jurídicas como económicas, como son los avances tecnológicos, la nueva reglamentación, la eficacia y eficiencia en el almacenamiento y procesamiento de la información y la creciente volatilidad de los tipos de interés en el mercado financiero. Cfr. ADELL, *Técnicas financieras utilizadas en el mercado de capitales internacional*, en Revista de derecho bancario y bursátil, Madrid, 1994, núm. 56, pág. 995 y ss.; FABOZZI - MODIGLIANI - FERRI, *Mercados e instituciones financieras*, México, 1996, pág. 526 y ss.; SANDOVAL, *Nuevas operaciones bancarias y financieras*, en Revista de derecho, Concepción, 1995, núm. 197, pág. 189 y ss.

² La llamada actividad parabancaria (*Near banking activity*) surge con el propósito de dar respuesta a las nuevas necesidades de la clientela y a los requerimientos de servicios e instrumentos financieros diversos a los tradicionales. El término parabancario indica una serie de servicios que se modifican y se desarrollan con las variaciones de la vida económica. Cfr. LEYVA SAAVEDRA, "Contratos de empresa", en *Tratado de derecho privado*, Lima, 1998, vol. II, pág. 123. Una amplia referencia a esta actividad en RACUGNO, "Finanziaria (società)", en *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, Padova, 1989, núm. 5-6, pág. 287 y ss.

³ En sentido amplio, contratos financieros son aquellos en los cuales una de las partes otorga algún tipo de asistencia financiera a la otra a cambio de una contraprestación, que podrá consistir en una tasa de interés fija o variable, en una comisión o en una combinación de todas ellas. Cfr. TAVARONE, "Contratos financieros: problemas planteados bajo el derecho argentino", en *La Ley*, Buenos Aires, 2001, t. A, Sección Doctrina, pág. 1004.

Europa, y su posterior trasplante a otros países económicamente emergentes, constituye una de las tareas más interesantes y fascinantes del momento actual⁴.

Conscientes de su cada vez mayor aceptación en el mercado nacional e internacional, nos permitiremos en las páginas siguientes hacer una breve revisión de los elementos más importantes y característicos de la estructura contractual de éstas útiles como eficaces instituciones negociales, pensadas, estructuradas y operadas para contribuir al financiamiento y desarrollo de las empresas.

2.- Leasing

El contrato de *leasing* constituye una de las más elocuentes manifestaciones del cambio que se ha venido operando en las costumbres del sector empresarial respecto a la forma y manera de decidir sus inversiones en bienes de capital; de allí que, con frecuencia, se le presente, ante y sobre todo, como una nueva técnica o modalidad financiera⁵, donde todo está en discusión y, por lo tanto, en construcción. Sin embargo, se ha dicho que el concepto del *leasing* no es nuevo; aunque hay que reconocer que nuevo es el perfeccionamiento y sofisticación que han acompañado al mismo en el financiamiento del uso y eventual adquisición de bienes de capital a las pequeñas y medianas empresas.

2.1.- Denominación y definición de leasing

La palabra *leasing*, de origen anglosajón, deriva del verbo inglés *to lease*, que significa arrendar o dar en arriendo, y del sustantivo *lease*, traducido ordinariamente como arriendo, escritura de arriendo, locación, etc.⁶.

⁴ Cfr. VERDERA y TRUJILLO, *Prólogo* a HERNANDO GIMÉNEZ, *El contrato de franquicia de empresa*, Madrid, 2000, pág. 17 y ss.

⁵ Recuerda BUONOCORE que a través del *leasing* las empresas tienen un canal de financiamiento nuevo y, sobre todo, alternativo a los tradicionales canales bancarios o asistenciales y, en segundo lugar, un instrumento para que los empresarios puedan procurarse bienes de capital sin improductivas y costosas immobilizaciones y con la posibilidad de estar a tono con los nuevos descubrimientos, sustituyendo sin muchas complicaciones los bienes obsoletos con otros tecnológicamente más avanzados ("Il leasing", en GALGANO (dir.), *I contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario*, Torino, 1995, t. I, pág. 605).

⁶ Cfr. LEYVA SAAVEDRA, "Leasing", en *Tratado de derecho privado*, cit., vol. I, pág. 152; Id., "Contratos especiales", en *Revista jurídica del Perú*, Trujillo, 2001, núm. 26, pág. 122; COGORNO, *Teoría y técnica de los nuevos contratos comerciales*, Buenos Aires, 1979, pág. 29.

En el ámbito económico, no obstante, el término *leasing* se utiliza no para indicar en sí un contrato de arrendamiento, sino para enunciar un típico instrumento de financiación, es decir, un contrato que, a pesar de haberse construido y desarrollado sobre la base del arrendamiento, presenta elementos propios o típicos que lo diferencian sustancialmente de él⁷.

El término *leasing*, que hace su ingreso al mundo comercial allá por los años cincuenta, en los Estados Unidos de América, fue adoptado por la mayoría de los países europeos, con excepción de los latinos que, ante el inconveniente de no ser lo suficientemente claro para formular su naturaleza jurídica, han preferido adoptar una denominación propia, aun cuando no apropiada, para referirse a este tipo de contratos. Así, la ley francesa núm. 66/645, del 2 de Julio 1966, actualizada por la Ordenanza 67/837, del 27 de Septiembre de 1967, utiliza la denominación *crédit-bail*; la ley belga núm. 55, del 10 de Noviembre de 1967, a su turno, adopta la expresión *location-financement*. En Italia el vocablo *leasing* se ha traducido como locación financiada, locación de bienes instrumentales, etc.; aunque, la de mayor aceptación o más difundida, es la de *locazione finanziaria*, introducida por primera vez en el Decreto ley núm. 918, del 30 de Agosto de 1968, que contenía diversas medidas dirigidas a estimular las inversiones⁸.

En España, de igual manera, se han propuesto varias traducciones de la palabra *leasing*: préstamo arriendo, préstamo alquiler, crédito arrendamiento, locación venta, etc.; pero, la que ha encontrado mayor aceptación es la denominación "arrendamiento financiero", publicitada por la empresa española Informática S.A., en 1969. El Real decreto 15/77, del 25 de Febrero de 1977, sobre medidas fiscales, financieras y de inversión pública; el Real decreto 1669/80, del 31 de Julio de 1980, sobre empresas de arrendamiento financiero y arrendamiento financiero de inmuebles; la Ley 26/1988, del 29 de Julio de 1988, sobre Disciplina e Intervención en las Entidades de Crédito; y la Ley 3/1994, del 14 de Abril de 1994, de adaptación de la legislación española en materia de entidades de crédito a la Segunda Directiva de coordinación bancaria (Directiva 89/646/CE), utilizan dicha terminología.

⁷ Cfr. LEYVA SAAVEDRA, "Contratos de empresa", cit., pág. 285; BUONOCORE, "La locación financiera en el ordenamiento italiano", en AA.Vv., *El leasing*, Buenos Aires, 1990, pág. 15; FARINA, *Contratos comerciales modernos*, Buenos Aires, 1997, pág. 525.

⁸ Cfr. FERRARINI, "La locazione finanziaria", en RESCIGNO (dir.), *Trattato di diritto privato*, Torino, 1985, vol. 11, t. III, pág. 7 y ss.; De Nova, *Nuovi contratti*, Torino, 1990, pág. 192; LEYVA SAAVEDRA, "Leasing", cit., pág. 41.

Los países de América Latina no escapan tampoco a esta diversidad denominativa. Argentina, por ejemplo, a través de la Ley de Entidades Financieras núm. 18061, del 15 de Noviembre de 1969, introdujo este negocio de financiamiento a su ordenamiento jurídico con la denominación de "locación de bienes de capital o locación financiera", mantenida en la Ley 21526, la cual fue abandonada por la Ley 24441, del 16 de Enero de 1995, y la actual Ley 25248, del 14 de Junio del 2000, que adopta la de *leasing*.

El Código Civil Peruano, apoyado en la tendencia iniciada por el Dec. ley 22738, del 23 de Octubre de 1979, seguida por el Dec. leg. 212, del 12 de Junio de 1981 y adoptada también por el Dec. leg. 299, del 29 de Julio de 1984, hace alusión al *leasing* con la expresión "arrendamiento financiero". Las disposiciones complementarias y conexas adoptan, igualmente, esta terminología, como es el caso, por ejemplo, de la "Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros", Ley 26702, del 09 de Diciembre de 1996, art. 16, 210, 221.35, 223.4, 290.u, y ss.; y el Dec. leg. 915, del 12 de Abril del 2001.

La denominación arrendamiento financiero, acogida favorablemente en las legislaciones de los países de esta parte de América, a pesar de tener la ventaja de estar acuñada y destacar el carácter financiero de esta institución negocial, no resiste una fundada crítica. En principio, porque subraya el aspecto arrendaticio de estos contratos, que ni es esencial ni traduce, siquiera, jurídicamente la realidad del uso que se cede; y, además, porque omite toda referencia o, mejor, deja en la penumbra a un elemento típico, que conforma la *essentia* misma del negocio, como es la cláusula de opción de compra, pactada con antelación a un precio equivalente al valor residual, la cual podrá o no, en su momento, ser ejercida por la empresa usuaria.

Apoyados en la mejor doctrina comparada, nos permitimos decir que la denominación arrendamiento financiero es una traducción inexacta e incompleta del término inglés *leasing*; de allí que, como se ha dicho, ella resulte inaceptable para la técnica jurídica⁹. Por ende, mientras no se logre una adecuada formulación de este tipo contractual, es decir, en tanto no se deleve su *raison d'être*, o su naturaleza misma, resulta más aconsejable que la legislación de nuestro país, siguiendo el ejemplo de la argentina, haga

⁹ Cfr. AMORÓS, "El *leasing* inmobiliario y su inscripción registral", en *Revista crítica de derecho inmobiliario*, Madrid, 1985, núm. 579, pág. 874.

uso de la palabra *leasing*, no sólo porque su traducción al español resulte complicada, toda vez que la equivalencia es en rigor dudosa¹⁰, sino también por ser la más utilizada en el tráfico jurídico internacional, y ello, sin duda, debido a su carácter sintético y gráfico del término.

En cuanto a la definición de este contrato, el Dec. leg. 299, en su artículo 1º señala: "Considérase arrendamiento financiero, el contrato mercantil que tiene por objeto la locación de bienes muebles o inmuebles por una empresa locadora para el uso por la arrendataria, mediante pago de cuotas periódicas y con opción a favor de la arrendataria de comprar dichos bienes por un valor pactado".

En nuestra opinión, el *leasing* es un contrato de financiamiento en virtud del cual una de las partes, la empresa de *leasing*, se obliga a adquirir y luego dar en uso un bien de capital elegido, previamente, por la otra parte, la empresa usuaria, a cambio del pago de un canon como contraprestación por ésta, durante un determinado plazo contractual, que generalmente coincide con la vida útil del bien, finalizado el cual puede ejercer la opción de compra, pagando el valor residual pactado, prorrogar o firmar un nuevo contrato o, en su defecto, devolver el bien.

La enunciada definición pone de manifiesto los elementos subjetivos y objetivos que caracterizan al contrato de *leasing*. En primer lugar, individualiza las dos partes contratantes: de un lado, una empresa de *leasing*, que tiene por objeto la intermediación financiera, esto es, captar capitales del sector privado para destinarlos a operaciones de *leasing*, y, del otro, una empresa usuaria, dedicada a la actividad industrial, comercial o profesional; en segundo lugar, individualiza el objeto del negocio, no en cualquier bien, sino en aquellos necesarios solamente a la empresa para el desarrollo de su propio proceso productivo, los cuales tienen como matiz una natural obsoles-

¹⁰ Esta recomendación, publicitada desde nuestro primer trabajo allá por el año de 1992, ha sido formulada por reconocidos autores para sus respectivos países. FARINA, por ejemplo, recuerda que pese a los encomiables esfuerzos por hallar un denominación en español que exprese con alguna precisión su concepto, en los usos del comercio argentino la palabra *leasing* ha adquirido carta de ciudadanía, a tal punto que parece como forzado y oscuro cualquier otro término, ya que el comercio no tiene fronteras y se ve precisado, cada vez más, al empleo de un lenguaje de significación internacional (*Contratos comerciales*, cit., pág. 500). Comparten este parecer, entre otros, MARTORELL, *Tratado de los contratos de empresa*, Buenos Aires, 1993, vol. I, pág. 354; SÁNCHEZ JIMÉNEZ, "El contrato de *leasing*", en CALVO CARAVACA - FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA (dirs.), *Contratos internacionales*, Madrid, 1997, pág. 933.

cencia y una consecuente pérdida de su intrínseco valor comercial al final del plazo inicial. En estos últimos años, sin embargo, observamos operaciones de *leasing* que tienen por objeto bienes especiales, si cabe el término, *verbi gratia*: cuadros de arte famosos, acciones, *softwares*, jugadores etc.

Igualmente, destaca dos rasgos típicos complementarios a los enunciados elementos del contrato: el plazo contractual inicial, establecido habitualmente en función a la vida económica del bien, y la opción de compra que tiene la usuaria al final del plazo pactado, la cual puede ser ejercida en cualquier momento hasta el vencimiento del plazo contractual (art. 7, Dec. leg. 299), previo pago del valor residual, por lo general inferior al valor real del bien en el mercado.

2.2.- Elementos del leasing

a. Personales.

En la celebración del contrato de *leasing* normalmente intervienen tres sujetos o elementos personales: la empresa de *leasing*, la proveedora y la usuaria. Esto ha llevado a algunos autores a pensar que el *leasing* es un contrato trilateral, es decir, celebrado con la participación de tres partes contractuales, lo cual, en nuestra opinión, es un razonamiento incorrecto. El *leasing*, como lo hemos dicho en otro lugar¹¹, es un contrato celebrado *tout court* por dos partes contractuales: la empresa de *leasing* y la empresa usuaria. La empresa proveedora, si bien tiene una participación importante en la fase previa o de formación, no es parte negocial en la celebración del contrato de *leasing*; en cambio, ella sí es parte contractual en la compraventa del bien. Según esto, la proveedora aquí es parte contractual, allá es un simple tercero; la usuaria aquí es un tercero, allá es parte contractual. Graficando la idea, podemos decir, pues, que el contrato de *leasing*, en el plano económico, es una relación triangular; pero, en el plano jurídico, es una relación bilateral¹².

¹¹ Si bien en la operación económica participan normalmente tres sujetos, dada la natural presencia de un tercero proveedor del bien, ello no significa que se altere la estructura bilateral del *leasing*, pues el proveedor tiene la calidad de tercero en la relación contractual. Cfr. LEYVA SAAVEDRA, "Leasing", cit., pág. 60; Id., "Contratos de empresa", cit., pág. 347; GIOVANOLI, *Le crédit-bail (leasing) en Europe: développement et nature juridique*, Paris, 1980, pág. 28; ARRUBLA, *Contratos mercantiles*, Medellín, 1998, t. II, pág. 129.

¹² Cfr. LEYVA SAAVEDRA, "Leasing", cit., pág. 297; Id., "Contratos especiales", cit., pág. 124.

b. Especiales

En cuanto al *leasing*, la doctrina le reconoce como elementos especiales o típicos la opción de compra, el valor residual, y el plazo contractual coincidente con la vida útil del bien.

a) *Opción de compra*. Un primer elemento que con frecuencia se menciona como típico del contrato de *leasing*, es la cláusula de opción o *patto di opzione*, según terminología del Código Civil Italiano. Por ella, la empresa usuaria obtiene el derecho potestativo de aceptar o no la propuesta de venta del bien formulada por la empresa de *leasing*. Esta cláusula, en consecuencia, permite a la usuaria, a su sola voluntad, adquirir la propiedad del bien, al final del plazo contractual inicial, mediante el pago del valor residual estipulado en el propio contrato.

¿Es obligatoria o potestativa la opción de compra en el *leasing*? En este punto la doctrina, jurisprudencia y legislación comparadas difieren. Un sector de la doctrina considera que el ejercicio de la opción de compra es un elemento tipificante del *leasing*, al grado de afirmar que no existe *leasing* si no se hace efectiva la opción de compra. La causa que lleva a celebrar un contrato de *leasing* a la empresa usuaria, está constituida por su intención de obtener la propiedad del bien al final de la relación contractual, consideran ellos. En nuestra opinión esto no es así, por lo menos en la generalidad de los casos. Si bien es cierto que ordinariamente el contrato de *leasing* incluye esta cláusula dentro de su contenido, por ser uno de sus elementos típicos¹³, ello no significa que necesariamente, o mejor obligatoriamente, la empresa usuaria tenga, dentro del plazo contractual, que optar por ella. La opción de compra es un "derecho potestativo" de la empresa usuaria, es decir, un derecho que puede o no ejercitarlo. Jurídicamente, la usuaria no está obligada a ejercitar la opción de compra; de allí que ella no pase de ser una alternativa más, de carácter contingente, a la que se recurre para que la empresa de *leasing*

¹³ Cfr. BARREIRA, *Leasing. Aspectos jurídicos, contables, impositivos y operativos*, Buenos Aires, 1978, pág. 119; LORENZETTI, *Derecho contractual. Nuevas formas contractuales*, Lima, 2001, pág. 199.

vea reembolsado el valor residual del bien al final del contrato y, en efecto, recuperada su inversión total¹⁴.

En suma, esencial es la presencia de la cláusula de opción de compra en el contenido del contrato, ya que de esta manera se configura la función propia del *leasing*; pero no su ejercicio. No participamos, por ende, de la tesis de aquella doctrina que subraya como característica típica y natural del contrato de *leasing* el ejercicio de la opción de compra. Pensamos que, optar por la compra, dentro del plazo contractual, es su potestad o, mejor, su *derecho* de la empresa usuaria, no su *obligación*.

- b) **Valor residual.** Como segundo elemento típico del *leasing* se señala el valor residual, que es el precio preestablecido por las partes y por el cual la empresa usuaria, si opta por la compra, adquiere el bien a la expiración del plazo contractual. Para la determinación del valor residual de un bien se ponderan dos factores: su vida económica y su valor esperado a la finalización del término inicialmente pactado en el contrato¹⁵.

Los Tribunales Supremos de Italia, Francia y España han reparado muy seriamente, cuando de calificar se trata si es o no un *leasing* el contrato materia de *litis*, en el valor residual pactado como precio para el ejercicio de la opción de compra. Si el valor residual, por ejemplo, no representa más que una ínfima parte del valor del mercado del bien, han coincidido que no se trata propiamente de un contrato de *leasing*, sino de una compraventa a plazos con reserva de propiedad¹⁶.

¹⁴ Cfr. DE NOVA, *Il contratto di leasing*, Milano, 1981, pág. 20; OLIVERA, *El leasing. Análisis de su régimen jurídico*, Montevideo, 1985, pág. 41.

¹⁵ Cfr. MARTORELL, *Tratado de los contratos*, cit., pág. 400; LEIVA FERNÁNDEZ, *Digesto práctico la ley. Contratos*, Buenos Aires, 2000, vol. III, pág. 1249.

¹⁶ Al respecto es ilustrativa la sentencia del 28 de Mayo de 1990 del Tribunal Supremo Español, que en su fundamento tercero estima que el contrato de autos no era de arrendamiento financiero sino de compraventa a plazos, porque "el valor residual insignificante o simbólico permite afirmar que nos encontramos ante un contrato de compraventa, dado que un precio puramente nominal o simbólico de la opción de compra no cumple la función económica de un precio autónomo...". Este parecer ha sido moderado en sentencias posteriores. El Tribunal Supremo, en su sentencia del 6 de Marzo del 2001, siguiendo la doctrina de la Sala, expresadas en las sentencias del 28 de Noviembre de 1997, 1 de Febrero, 15 de Junio, 26 de Noviembre

En nuestra opinión, un valor residual recomendable para el ejercicio de la opción de compra contenida en un contrato de *leasing*, puede ser un 20% del costo total del bien, pues el 80% se supone amortizado durante el plazo de administración del contrato. Este porcentaje que proponemos como valor residual tiene como antecedente el requerido en algunos ordenamientos jurídicos pertenecientes al sistema del *common law*, como el inglés, que exige para admitir un *true lease*, entre otras condiciones, que el valor residual fijado sea, por lo menos, el 20% del costo original del bien, y en el mismo sentido, aunque con un porcentaje menor, el *Uniform Commercial Code* califica una operación como *lease intended as security*.

2.3.- Subtipos de leasing

El contrato de *leasing* acoge en su seno un conjunto de subtipos, que han merecido distintas clasificaciones; aquí nosotros mencionaremos los más representativos.

- a) Por la finalidad o pretensión que anima a cada una de las partes a contratar, el *leasing* se divide en operativo y financiero. El *leasing* operativo, que para algunos constituye la forma primitiva del *leasing* financiero, es una modalidad contractual de comercialización por la cual una empresa, generalmente fabricante o proveedora, se obliga a ceder temporalmente a una empresa arrendataria el uso de un determinado bien, a cambio de una renta periódica, como contraprestación. Estos contratos, que habitualmente vienen acompañados de una serie de servicios (mantenimiento, reparación, asistencia técnica, etc.), no son reales contratos de *leasing*, aun cuando así se les denomine, puesto que su estructura jurídica es profundamente diversa. Ellos, en consecuencia, no dejan de ser simples contratos de arrendamiento, al que recurren las empresas que no quieren soportar los riesgos de la propiedad de los bienes¹⁷. Las normas del

y 2 de Diciembre de 1999, considera, por ejemplo, "que la nimiedad del valor residual no es indicativo por sí sola para entender que no estamos en presencia de un *leasing* financiero, y más todavía si recae sobre bienes de equipo que se integran al círculo de producción del usuario" (Sentencia del TSE, Primera Sala Civil, n. 215/2001; publicada en *Actualidad Civil*, Madrid, 2001, núm. 27).

¹⁷ Cfr. BUONOCORE, "Il contratto di *leasing*", en BUONOCORE - LUMINOSO (dirs.), *Contratti d'impresa*, Milano, 1993, t. 2, pág. 1467; LEYVA SAAVEDRA, "*Leasing*", cit., pág. 187; Id., "Contratos de empresa", cit., pág. 324.

contrato de arrendamiento contenidas en el Código Civil le son perfectamente aplicables.

El *leasing* financiero, en cambio, es un auténtico medio de financiación que procura, de manera general, dar respuesta a las crecientes demandas de capital en los sectores de la industria y el comercio, y de manera particular, aspira a cumplir esta función respecto a la pequeña y mediana empresa, que no tienen, como la gran empresa, fácil acceso a los tradicionales medios de crédito. Ante tal realidad, el *leasing* se muestra como el medio más idóneo para que estas empresas adquieran nuevos bienes de capital sin alterar su estructura de endeudamiento. Entre los principios informadores de esta realidad negocial, especial mención tiene aquel denominado como la regla de oro del *leasing*, que reza: *pay as you earn*, esto es, "pague a medida que gane"¹⁸. En otras palabras, el propio bien es el que se va autofinanciando; es decir, las cuotas periódicas pactadas como contraprestación son pagadas con los ingresos que genera el uso y explotación del bien que hace la usuaria.

b) Atendiendo a la calidad de bienes que son materia del contrato, la doctrina habla de *leasing* mobiliario, porque tiene como objeto bienes muebles, y de *leasing* inmobiliario, porque el objeto es, precisamente, bienes inmuebles. Algunos autores ante la dicotomía *leasing* mobiliario – *leasing* inmobiliario, se han planteado el problema de si estamos ante dos especies de un mismo género o ante dos especies distintas. RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, al respecto, sostiene que la distinción del *leasing* por la naturaleza del bien no es una mera calificación a efectos didácticos, sino que configura situaciones jurídicas diferentes, porque diferente es el trasfondo económico de uno y otro supuesto¹⁹. AMORÓS, igualmente, piensa que el *leasing* inmobiliario no es una especie dentro de un género más amplio, el *leasing* en general. La peculiaridad del objeto sobre el que recae se traduce en una serie de diferencias funcionales, en una naturaleza *sui generis* y, en consecuencia, en un régimen jurídico distinto o, al menos, no homogéneo con el *leasing* mobiliario. En el *leasing* de bienes muebles, dice con palabras de COILLOT, el uso aventaja a la propiedad, mientras que en el de inmuebles la propiedad vence siempre al uso²⁰.

¹⁸ Cfr. LEYVA SAAVEDRA, "Contratos especiales", cit., pág. 126; ARRUBLA, *Contratos mercantiles*, cit., pág. 109.

¹⁹ "Problemas jurídicos del *leasing* inmobiliario", en *Anales de la academia matritense del notariado*, Madrid, 1987, t. XXVII, pág. 87.

²⁰ "El *leasing* inmobiliario", cit., pág. 875 y ss.

En nuestra opinión, los argumentos propuestos por los citados registradores españoles carecen de solidez. El Código Civil, por ejemplo, regula la donación (arts. 1621 al 1647) y la compraventa (arts. 1529 al 1591), en principio, al margen de la naturaleza mueble o inmueble de lo donado o vendido, aunque después le dedique algunas normas para asegurar su perfección y eficacia. Sin embargo, en ambos casos, trátase de bienes muebles o inmuebles, la donación sigue siendo un acto de liberalidad y la compraventa un contrato oneroso, esto es, la causa de estos negocios sigue siendo la misma, se donen o se vendan bienes muebles o inmuebles. Con el contrato de *leasing* pasa lo mismo. El mecanismo de transferencias y la finalidad principal de financiar a la empresa el uso y, eventualmente, la adquisición de un bien se repite tanto en el *leasing* mobiliario como en el inmobiliario. Mejor todavía, creemos que causal y estructuralmente no hay diferencias entre ambos, lo que no es óbice para reconocer que la problemática comercial y económica de cada uno de ellos difiere en sobre manera.

- c) Aparte de las citadas modalidades, algunos otros han conformado subtipos *sui generis*, como, por ejemplo, el *lease back*. Por este contrato, visto como una de las más significativas expresiones de la originalidad y ductibilidad que el *leasing* permite desarrollar, una empresa vende un bien de su propiedad, de naturaleza mueble o inmueble, a una empresa de *leasing*, la que, simultáneamente, le concede en *leasing* el uso del mismo bien, contra el pago de un canon periódico, durante un plazo determinado, y al final del cual le otorga una opción de compra por un valor residual preestablecido en el contrato, de prorrogar el contrato o devolver el bien²¹.

Desde el punto de vista económico, el contrato de *lease back* es para la empresa usuaria una operación de movilización de capitales inmovilizados, es decir, una operación de liquidez que le permite a la usuaria mantener el uso y la facultad de readquirir el bien al final del plazo contractual inicial. La operación ofrece, pues, numerosas ventajas,

²¹ Cfr. LEYVA SAAVEDRA, "Leasing", cit., pág. 206; ID., "El *lease back*, una moderna técnica financiera", en *Gaceta jurídica*, Lima, 1999, t. 68-B, pág. 26. Otras definiciones en FARINA, *Contratos comerciales*, cit., pág. 538; MONJE, "Algunas consideraciones en torno al *lease back* en conexión con el derecho de superficie urbano", en *Revista crítica de derecho inmobiliario*, Madrid, 1996, núm. 635, pág. 1396.

como la liquidación de inversiones inoportunas, el financiamiento de conjuntos empresariales de alto costo o el financiamiento del plan de reestructuración de la empresa cuando, previa declaración de insolvencia, la Junta de acreedores así lo haya decidido.

Desde el plano estructural, se puede discutir si el *lease back* sea producto de un "collegamento" negocial entre dos contratos, compraventa y *leasing*, o una operación unitaria con causa compleja. La mejor doctrina se orienta en esta última dirección, encontrando en la compraventa una fase puramente prodrómica del *lease back*. Desde el plano funcional, la doctrina económica y jurídica, y la jurisprudencia comparada, no dudan que el contrato de *lease back* tenga una típica causa de financiamiento, aun más acentuada y evidente que el propio *leasing*²².

Comparado con el tipo genérico de *leasing*, no cabe duda que en el contrato de *lease back* falta la natural trilateralidad de sujetos intervinientes en la relación contractual, pero no falta algo que es importante en ella: el presupuesto esencial que el bien es adquirido por la empresa de *leasing*, precisamente, para ser entregado en *leasing*²³. En efecto, el *lease back* es un real contrato de *leasing*, ya que comparte con él no sólo la disciplina y la función, sino también, aunque en parte, la estructura, toda vez que el bien es adquirido por la empresa de *leasing* no ya de un tercero, sino directamente de la usuaria²⁴. Si intentáramos algunas diferencias entre ellos, creemos que éstas no pueden ser más de dos: la coincidencia en el *lease back* de las calidades de vendedora y luego usuaria en la misma empresa, y la eliminación de la fase previa de elección del bien y su adquisición de un tercero²⁵.

²² Cfr. BONTEMPI, "Divieto di patto commissorio e *lease back*", en *Nuova giurisprudenza civile commentata*, Padova, 1995, núm. 5, pág. 909; MONJE, "Algunas consideraciones", cit., pág. 1401.

²³ Cfr. LEYVA SAAVEDRA, "El *lease back*", cit., pág. 36; FANAN, "*Lease back*", en GALGANO (dir.), *I contratti del commercio*, cit., pág. 786.

²⁴ Cfr. GITTI, "Divieto del patto commissorio, frode alla legge, *sale and lease back*", en *Rivista trimestrale di diritto e procedura civile*, Milano, 1993, núm. 2, pág. 485 y ss.

²⁵ Según BONTEMPI, la "única differenza rispetto al *leasing* finanziario tradizionale è che, essendo il *lease back* caratterizzato da un rapporto bilaterale e non trilaterale, l'importo del finanziamento viene erogato direttamente all'utilizzatore e non ad un terzo fornitore del bene" ("Divieto di patto commissorio", cit., pág. 909). Participa de esta opinión también, DE NOVA, "Appunti sul *lease back* e il divieto del patto commissorio", en *Rivista italiana del leasing e dell'intermediazione finanziaria*, Milano, 1985, pág. 307 y ss.

Por último, debemos mencionar otros subtipos de *leasing*, que poco a poco hacen su espacio, a saber: *leasing* internacional, caracterizado por que las partes contratantes residen o pertenecen a ordenamientos jurídicos diversos; *leasing* aeronáutico, conocido también como *leasing* de aeronaves, que es el resultado del encuentro entre el complejo contrato de *leasing* con un no menos interesante objeto: la aeronave; *leasing* agrícola, aplicado naturalmente a financiar la agricultura; *leasing* de obras de arte, es decir, de aquellas obras de pintores famosos que tienen un alto valor económico en el mercado, y que se prefiere obtenerlas en *leasing* para sus respectivas exposiciones; *leasing* accionario, que tiene por objeto acciones de prestigiosas empresas internacionales; *leasing* de *software*, que tiene como objeto programas de computadoras para grandes empresas, particularmente bancarias y financieras; *leasing di calciatori*, esto es, *leasing* de jugadores de fútbol o de otras disciplinas deportivas cuyas cartas pases cuestan muchos millones de dólares²⁶. El *leasing*, como se observa, cada día hace su ingreso a otros sectores con gran facilidad y utilidad, y ello por una simple razón: es un contrato a la medida.

2.4.- Ventajas del leasing

Entre las ventajas que ofrece el *leasing* a las empresas usuarias podemos subrayar las siguientes:

- a) Financiación al cien por ciento de la inversión. Generalmente cuando una empresa solicita y obtiene un crédito, sea de una entidad bancaria o financiera para la compra de un bien, el financiamiento, en el mejor de los casos, alcanza a cubrir a lo mucho el 80% del valor del bien, dando lugar a que el 20% restante venga cubierto con recursos propios de la empresa. El *leasing* no presenta estos inconvenientes, pues la empresa usuaria con este sistema puede obtener el uso del bien sin necesidad de disponer del capital requerido para la adquisición.
- b) Flexibilidad. Esta ventaja se traduce tanto respecto a las características del bien, que es a elección y a satisfacción de la empresa usuaria, como a las condiciones de pago, ya que le permite establecer sus pagos en función de su flujo de caja y, de acuerdo con ello, fijar el plazo del contrato.

²⁶ Un amplio tratamiento de estos subtipos en LEYVA SAAVEDRA, "*Leasing*", cit., pág. 214 y ss.

- c) Celeridad en la contratación. A diferencia de las operaciones de crédito, que se caracterizan por su lentitud y por estar sometidas a un conjunto de normas preestablecidas que tienden a garantizar el futuro préstamo, el *leasing* se presenta en la práctica como una operación que se concede con mayor rapidez, suponiendo un ahorro de tiempo y costos que redundan a favor de la usuaria.
- d) Autonomía financiera. Las operaciones de *leasing* permiten ampliar la capacidad productiva de las empresas sin que éstas pierdan su autonomía financiera, ya que las empresas no necesitan recurrir a nuevos inversionistas o accionistas para el financiamiento de los bienes que necesitan para mejorar o mantener su proceso de producción.
- e) Amortización acelerada y ahorro de impuestos. Desde el punto de vista contable, las cuotas de *leasing* son consideradas como conceptos deducibles en la cuenta de resultados de la contabilidad de la empresa usuaria; esto, pues, trae consigo un doble efecto: de un lado, facilita un proceso de amortización acelerada del bien, y del otro, disminuye las obligaciones impositivas al disminuir la base imponible del impuesto a la renta²⁷.

3.- FACTORING

Este contrato, en la práctica, es conocido como un instrumento de financiación a corto plazo, destinado a pequeñas y medianas empresas, que paralelamente al servicio de carácter financiero desarrolla otros de gestión, administración y garantía por la insolvencia de los deudores de los créditos cedidos. Esta pluralidad de servicios que brindan las empresas de *factoring* se desarrolla en una única operación, no en varias, lo que hace a este instituto contractual un negocio muy atractivo y eficaz para las empresas productoras de bienes o prestadoras de servicios.

Con la celebración de un contrato de *factoring* las empresas obtienen una racionalización de su organización, reduciendo los costos de gestión, tanto de carácter administrativo como contable, asegurando el cobro de sus créditos y obteniendo, a su vez, una mayor liquidez, ya que tiene la posibilidad de obte-

²⁷ Cfr. POLAR, "Ventajas y desventajas del contrato de arrendamiento financiero", en *Thémis*, Lima, 2000, núm. 41, pág. 349.

ner, anticipadamente, el importe de los créditos cedidos. En otras palabras, el *factoring* le facilita las cosas a las empresas, pues dejan a una empresa especializada la parte de la gestión administrativa y financiera relativa a sus relaciones con sus propios clientes, lo que le permite una mayor concentración en los aspectos productivos y comerciales de su actividad.

En la práctica, sin embargo, el servicio que más ha favorecido o contribuido al desarrollo del *factoring* en la actividad empresarial es, sin duda, el financiero²⁸. Esta prestación que realiza generalmente la factora viene determinada por la movilización de los créditos de la empresa factorada; tal movilización se concreta mediante el pago anticipado de los créditos efectuada por la primera a esta última, lo que permite una mejora considerable del flujo de caja y, por ende, reduce las necesidades financieras que surgen en la habitual actividad empresarial.

El contrato de *factoring*, en su fase más moderna de su evolución, es un tipo negocial que ofrece todo un conjunto de servicios de naturaleza contable, administrativa, financiera y de garantía, que permite a las empresas productoras de bienes o suministradoras de servicios, "transferir a economía externa", esto es, a empresas especializadas, la gestión y el cobro de los créditos provenientes de su actividad empresarial y, por regla general, el riesgo de insolvencia de los deudores, gozando, al mismo tiempo, de financiación y asistencia técnica en otros sectores²⁹. Con el *factoring*, pensamos, se da una situación muy es-

²⁸ LEYVA SAAVEDRA, "Factoring", en *Tratado de derecho privado*, cit., 2001, vol. III, pág. 11. La función de financiamiento es seguramente, de las distintas prestaciones ofrecidas por las empresas de *factoring*, la que más frecuentemente viene asociada con esta figura contractual desde una perspectiva económica y la que suele predominar en la mayoría de los mercados, a pesar de su carácter no estrictamente necesario, explica GARCÍA DE ENTERRÍA, *Contrato de factoring y cesión de créditos*, Madrid, 1995, pág. 45. Esta opinión no tiene apoyo en la mejor doctrina; por el contrario, ésta considera que el financiamiento representa el principal sino el exclusivo contenido económico del *factoring*. Cfr. D'AMARO, "Il contratto di factoring", en BUONOCORE - LUMINOSO (dirs.), *Contratti d'impresa*, cit., pág. 1758 y ss.

²⁹ Cfr. LEYVA SAAVEDRA, "Contratos de empresa", cit., pág. 448. Para el cliente que contrata con el factor, la transferencia de los resultados financieros de su actividad empresarial a "economías externas" le permite transformar en buena medida en operaciones al contado, las que preveían un vencimiento a plazo corto, o incluso medio. La consiguiente mejora de liquidez permite a la contraparte del factor, señaladamente, la obtención de mejores condiciones de pago por parte de sus proveedores, así como la concesión de facilidades de pago a una clientela devenida más selecta por efecto del *factoring*, escribe EIZAGUIRRE, "Factoring", en *Enciclopedia jurídica básica*, Madrid, 1995, vol. II, pág. 3047.

pecial de colaboración empresarial, pues mientras la factorada produce, elige y vende, la factora financia, asegura y cobra³⁰.

Las pequeñas y medianas empresas nacionales, especialmente las que se dedican a exportar sus productos o sus servicios, tienen en el *factoring* una valiosa alternativa de autofinanciamiento³¹, distinta a las que ofrece el sistema tradicional de crédito, que convierte sus cuentas por cobrar en dinero en efectivo; además, tiene con él un no menos atractivo alivio administrativo, muy necesarios en estos tiempos de búsqueda de eficiencia y competitividad para permanecer en el mercado. El *factoring*, pues, permite a las empresas exportadoras dedicarse, con la financiación debida, a su actividad habitual, esto es, la producción de bienes o la prestación de servicios, y despreocuparse de la cobranza, gestión, administración y contabilización de los créditos, que son, precisamente, prestaciones típicas de las empresas de *factoring*.

3.1.- Denominación y definición de *factoring*

La palabra *factoring* ha hecho su ingreso al mundo jurídico en forma intacta, debido, entre otras razones, a la dificultad de encontrar un término que brinde un significado claro y, a la vez, describa con la debida precisión esta operación financiera. A pesar de lo dicho, en la doctrina se han propuesto algunos nombres para sustituir al de *factoring*, a saber: factoraje, como sinónimo de factoría o de la actividad desarrollada por el factor o como lugar donde éste realiza sus operaciones; *affacturage*, como traducción al francés del término *factoring*; facturación, atendiendo a los documentos que se ceden en esta operación; factorización, que presenta la ventaja de su adaptación al español, pero parte del doble sentido del término factor; gestión de créditos, etc.

El Reglamento de *factoring*, Resolución SBS N° 1021-98, del 3 de Octubre de 1998, en su art. 1° define este contrato en los siguientes térmi-

³⁰ Cfr. LEYVA SAAVEDRA, "El contrato de *factoring*", en *Derecho de los negocios*, Madrid, 1999, núm. 110, pág. 2; Id., "*Factoring*", cit., pág. 12.

³¹ En la mayoría de países europeos, el *factoring* viene estructuralmente considerado como una operación de financiamiento hecha por terceros, sino como una operación de autofinanciamiento, en el sentido que la empresa puede movilizar el valor ingente de sus créditos y obtener, por esta vía, una liquidez suplementaria. Cfr. FRIGNANI, *Factoring, leasing, franchising, venture capital, leveraged buy-out, hardship clause, countertrade, cash and carry, merchandising*, Torino, 1991, pág. 35.

nos: "El *factoring* es la operación mediante la cual el Factor adquiere, a título oneroso, de una persona natural o jurídica, denominada Cliente, instrumentos de contenido crediticio, prestando en algunos casos servicios adicionales a cambio de una retribución. El Factor asume el riesgo crediticio de los deudores de los instrumentos adquiridos".

Para nosotros, el *factoring* es un contrato en virtud del cual una de las partes, la empresa factora se obliga a adquirir la totalidad o parte de los créditos provenientes de la actividad empresarial de la otra parte, la empresa factorada, a asumir el riesgo de insolvencia de los terceros deudores, pero reservándose el derecho de seleccionar esos créditos, y a prestarle asistencia técnica y financiera a ésta; en contraprestación, la empresa factorada se obliga a abonar una comisión en forma proporcional al financiamiento recibido³².

De esta definición podemos obtener algunos de los elementos subjetivos y objetivos que tipifican el contrato de *factoring*. En primer lugar, individualiza los sujetos intervinientes en la operación: de un lado, "la empresa de *factoring*", constituida bajo la forma de sociedad anónima, que tiene por objeto la intermediación financiera o específicamente este tipo de negocios (Ley General del Sistema Financiero, art. 16°. B.3), y del otro, "la empresa factorada", dedicada a la actividad productiva o comercial, que puede adoptar cualquiera de los tipos societarios que permite la Ley General de Sociedades (Ley 26887, del 9 de diciembre de 1997) y cualquier otra ley³³.

³² Cfr. LEYVA SAAVEDRA, "Contratos de empresa", cit., pág. 475. El porcentaje de comisión que recibe la factora fluctúa entre el 0.50 y el 3% del crédito cedido; en particular, varía del 0.50 al 1.25% en las cesiones *pro solvendo*, y del 1.25 al 2% en las cesiones *pro soluto*, mientras que la tasa de interés por el financiamiento otorgado es, por lo general, similar al que cobra el sistema bancario por descuento de letras. Cfr. D'AMARO, "Il contratto di *factoring*", cit., pág. 1738.

³³ Como podemos observar, las partes en este contrato son simplemente dos: la empresa de *factoring* y la empresa factorada; la empresa deudora-cesida, cliente de la empresa factorada, no es parte en el contrato de *factoring*. Este temperamento es el prevalente en la doctrina. Cfr. D'AMARO, "Il contratto di *factoring*", cit., pág. 1737; EIZAGUIRRE, "Factoring", cit., pág. 3047; FARINA, *Contratos comerciales*, cit., pág. 525; MARTORELL, *Tratado de los contratos*, cit., pág. 451; MONTOTOY MANFREDI, *Derecho comercial*, Lima, 1998, t. I, pág. 298; RIVOLTA, "Factoring", en *Dizionario enciclopedico del diritto*, Padova, 1996, vol. I, pág. 649; DÍAZ BRAVO, "Panorama mexicano del factoraje frente a la convención de unidroit", en *Vniversitas*, Bogotá, 2000, núm. 100, pág. 446.

En segundo lugar, individualiza el objeto de negocio, es decir, no cualquier tipo de créditos, sino los provenientes única y exclusivamente de su actividad empresarial³⁴. Según esto, la factorada está obligada a transferir a la empresa factora³⁵, sea por endoso o cualquier otra forma que permita la transferencia en propiedad, parte o todos los créditos no vencidos que tiene frente a sus clientes³⁶, previamente aprobados por la factora³⁷. Estos créditos pueden ser letras, facturas conformadas, facturas simples y cualquier otro título valor representativo de deuda. No pueden, en cambio, ser objeto de un contrato de *factoring* los créditos vencidos u originados en operaciones de financiamiento con empresas del sistema financiero (Reglamento de *factoring*, art. 2°).

3.2.- Funciones y/o servicios

a. Financiamiento

La doctrina tanto económica como jurídica está de acuerdo que uno de los más importantes servicios que brindan las empresas factoras a las factoradas es el de financiamiento. En opinión de algunos, representa el principal, sino exclusivo, contenido económico del contrato de *factoring*. Además, el financiamiento es el que más ha

³⁴ La Convención de Unidroit sobre *factoring* internacional, en su artículo 1.2.a, hace una precisión importante al respecto, pues señala que "el proveedor deberá ceder al factor créditos que se originen en la compraventa de mercaderías celebradas entre el proveedor y sus clientes, con excepción de aquellos que se originen en adquisiciones para uso personal, familiar o doméstico".

³⁵ Con la firma del contrato, cabe recordar, la empresa factora no se obliga, por norma general, a aceptar todos los créditos provenientes de la actividad empresarial de la factorada, sino sólo aquellos relativos a las operaciones con determinados deudores y de un ámbito geográfico, igualmente, determinado. Aquí el principio de globalidad no se vulnera; simplemente funciona con relación a todos los créditos que nacen en el territorio y con los deudores elegidos previamente.

³⁶ El contrato de *factoring* puede contener la obligación de transferir los créditos, pero puede prever también que los créditos se transfieran directamente en el momento mismo en que éstos nacen. Cfr. ZUDDAS, *Il contratto di factoring*, Napoli, 1983, pág. 155 y ss.

³⁷ La aprobación de los créditos por la factora puede llevarse a cabo de dos maneras: en vía *preventiva*, haciéndole aprobar a las empresas factoradas; en vía *sucesiva*, permitiéndole la posibilidad de rechazar los créditos ya asumidos. Cfr. D'AMARO, "Il contratto di factoring", cit., pág. 1738.

contribuido a su aceptación y desarrollo en el mercado internacional. Por este servicio, la factora se obliga a anticipar a la factorada el importe de los créditos que tiene frente a sus clientes, con la finalidad de facilitarle una mejora de su liquidez y, por ende, una considerable reducción del ciclo de rotación del fondo de activo circulante. El predominio de esta finalidad es patente, obvia, debido en lo fundamental a que el *factoring* tiene como uno de sus principales objetivos ofrecer a las empresas, particularmente a las pequeñas y medianas, un canal de financiamiento complementario a las líneas de crédito tradicionales que ofrece el mercado. Este contrato no es, pues, una alternativa al crédito bancario; es un instrumento de gestión profesional de créditos que, por su componente financiero, viene siendo utilizado exitosamente como complemento a las otras fuentes crediticias a disposición de la empresa.

El *factoring* es, en efecto, una original técnica de financiamiento que poco en común tiene con las más usuales formas de financiación. Aunque se haya dicho que es una técnica inmediata e incompleta - inmediata, porque se opera una movilización sobre créditos a corto y mediano plazo, e incompleta, porque el financiamiento se acuerda sobre el 80 y 90% del importe de los créditos cedidos, quedando el resto como una garantía para la factora en caso que tenga algunos descubiertos de la factorada-, no cabe duda que el *factoring* es uno de los mejores aportes de los prácticos a la práctica comercial.

b. Administración o gestión

Otra de las prestaciones importantes que se obliga a prestar la factora es la administración o gestión de los créditos cedidos por la empresa factorada. Como consecuencia de esta función de gestión, la factorada se ve liberada de la necesidad de llevar la contabilidad detallada de sus deudores, al posibilitarle su sustitución por una única cuenta en la que ella se limita simplemente a registrar sus operaciones con la empresa de *factoring*. Esta situación le permite a la factorada reducir y simplificar notablemente los gastos administrativos y contables derivados de la gestión de sus créditos a través de este servicio, con la ventaja adicionada de vincular el costo del mismo a los resultados de su propia actividad económica, al depender el precio que debe pagar del volumen de las transacciones que realice; al mismo tiempo, se beneficia de la especialización de la empresa

factora y, en efecto, del mayor rigor e información que han de presidir sus actuaciones en este terreno³⁸.

Bajo esta perspectiva, el *factoring* no hace sino reflejar un proceso de descentralización o especialización empresarial en materia de gestión de créditos, en virtud del cual las empresas transfieren a un agente externo especializado un sector de su actividad, la administración de su cartera de créditos, que funcionalmente es ajeno al objeto social que caracteriza su actuación en el mercado: la producción de bienes o la prestación de servicios. A pesar de ser este servicio esencial a cualquier subtipo de *factoring*, algunas veces es objeto de simples menciones y en otras ni siquiera es expresamente considerada en el contrato; además, a efectos de permitir su realización a la empresa factora, los contratos incluyen ciertas cargas y deberes de asistencia a los empresarios, destacando aquí los relativos a la notificación de los deudores y a la realización de las actuaciones precisas para la legitimación de aquélla.

c. Garantía

Adicionalmente a las prestaciones esenciales apuntadas, la factora se obliga a brindar un servicio de garantía de la insolvencia del deudor de los créditos cedidos. En virtud de esta garantía, la empresa factora se compromete a asumir el riesgo de insolvencia del deudor cedido y a liberar así a la factorada de las nocivas consecuencias patrimoniales derivadas del incumplimiento del deudor por esta causa³⁹. En este sentido, el *factoring* permita canalizar una finalidad

³⁸ Cfr. GARCÍA DE ENTERRÍA, *Contrato de factoring*, cit., pág. 40. Según este autor, la valiosa información que suministran las factoras de la capacidad de pago de los posibles compradores hace que se reduzca, muchas veces, el riesgo de incumplimiento del deudor, ya que puede verse obligado a pagar para conservar su crédito frente a otras empresas clientes de la misma factora o de la misma cadena internacional de factoras.

³⁹ A diferencia de lo que acontece en el mercado norteamericano, en el cual la función de garantía tiene gran aceptación, en la mayoría de los países europeos esta función ocupa un lugar menos relevante en relación con las demás prestaciones ofrecidas por las empresas factoras; entre las razones que justifican este fenómeno se encuentra la inexistencia o insuficiencia de fuentes o bases de información en estos países sobre la solvencia de los operadores de los distintos sectores económicos, lo que dificulta notablemente las posibilidades de valoración del riesgo que asumen las empresas de *factoring*. Cfr. CASSANDRO, "Collaborazione alla gestione e finanziamento d'impresa: il *factoring* in Europa", en *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Milano, 1981, núm. 37, pág. 29. En el mercado español y portugués, sin embargo, la presta-

de corte asegurativo similar a la del seguro de crédito, por la que se obtiene cobertura frente a un determinado riesgo, la insolvencia del deudor cedido, que es transmitido a una empresa especializada en previsión y administración.

La prestación de este servicio de garantía por parte de la factora es, sin duda, una de las más deseadas por las empresas factoradas y la más peculiar en la actividad del *factoring*, en relación a la cual procede la factora, antes de la cesión de los créditos, al análisis, investigación y clasificación del riesgo de los deudores. En tal sentido, al igual que en otros países, la concurrencia o no de esta prestación da lugar a una de las más importantes clasificaciones propuestas de las diversas modalidades de *factoring*, a saber: *factoring* "propio" (*echtes factoring*, *standard-factoring*), cuando la factora asume el riesgo de insolvencia de los deudores; y *factoring* "impropio" (*unechtes factoring*), cuando tal riesgo no es asumido por la factora. En la práctica española se utilizan las denominaciones de *factoring* "sin recurso" y *factoring* "con recurso"; pero, como bien se ha dicho, esta terminología no es la más adecuada, de allí su abandono en otros países europeos, por lo que mejor resultaría hablar de *factoring* "sin regreso" y de *factoring* "con regreso"⁴⁰.

Finalmente, cabe señalar que, además de los servicios de financiación, gestión y garantía, todos ellos esenciales para la caracterización del contrato de *factoring*, se acostumbra incluir otro tipo de prestaciones complementarias o adicionales, al decir del Reglamento de *factoring* (art. 9º), a cargo de la empresa factora, como por ejemplo: estudios de mercado, investigación e información comercial, selección de clientela, formación de personal, servicios contables, asesoría integral y otros de naturaleza similar. Se trata, pues, de servicios principalmente de gestión comercial desvinculados funcionalmente de la actividad central de adquisición de créditos y que, en la mayoría de los mercados de los países europeos, a diferencia del norteamericano, suelen no estar previstos en el contrato de *factoring*.

ción del servicio de garantía frente a la insolvencia del deudor de los créditos cedidos suele darse en la mayoría de operaciones de *factoring*.

⁴⁰ Si el término *factoring* resulta de sustitución problemática, las expresiones "con/sin recurso" resultan de todo punto inadecuadas a nuestro léxico jurídico. Lo procedente es hablar de *factoring* sin regreso, o de *factoring* con regreso, respectivamente, opina el español EIZAGUIRRE, "Factoring", cit., pág. 3057.

3.3.- Subtipos de factoring

La mejor doctrina, de forma correcta, se refiere a modalidades o subtipos antes que a tipos de *factoring*. En efecto, el *factoring*, antes de conformar dos o más tipos, como estiman algunos autores, constituye un solo tipo, el *factoring* simple y llanamente, con varios subtipos, los que estudiaremos a continuación.

- a) Según la evolución histórica, este contrato de clasifica en: *colonial factoring*, *factoring old line* y *new style factoring*. En el primero, el factor era un simple distribuidor o *selling agent* de los fabricantes ingleses de tejidos y, posteriormente, de otros productos. La función del factor era comercializar las mercaderías en los mercados de las colonias inglesas en América, por la que cobraba una comisión. En el segundo, la actividad de las empresas factoras está limitada a comprar los créditos de las factoradas, asumiendo el riesgo del incumplimiento o insolvencia de los deudores de esos títulos. En el tercero, se incorpora a la gama de servicios tradicionales otros que lo hacen más útil y atractivo. En esta modalidad, la empresa factora, además de asumir la gestión y los riesgos de incumplimiento e insolvencia de los deudores, se obliga a prestar a las empresas cedentes una amplia gama de servicios financieros, lo que acerca a estas empresas a las instituciones bancarias.
- b) Atendiendo a su contenido, es decir, a la trama contractual, la doctrina económica enseña que el *factoring* puede estipularse con o sin financiación. En el *factoring* con financiación, llamado también *credit-cash factoring*, la empresa factorada recibe de la factora el pago inmediato de los créditos cedidos, independientemente de la fecha de vencimiento de las respectivas facturas, pagando intereses por el financiamiento. Aquí, como puede observarse, el servicio de financiación es esencial y prevalece sobre los demás, por lo que se asemeja mucho al descuento bancario⁴¹. En el *factoring* sin financiación, conocido también como *maturity-factoring* o *factoring al vencimiento*, no hay asistencia financiera y, por lo tanto, el importe de los créditos no se anticipa: la factora le paga a la cedente al vencimiento medio de los créditos cedidos.

⁴¹ Cfr. GARCÍA CRUCES, *El contrato de factoring*, Madrid, 1990, pág. 57; ROLIN, *El factoring*, Madrid, 1974, pág. 33.

- c) Tomando en cuenta el hecho que se notifique o no a los deudores cedidos, el contrato de *factoring* de clasifica en: *notification factoring*, *factoring non notification* y *undisclosed factoring*. En el primero, el contrato prevé la obligación de notificar al deudor del crédito cedido la estipulación del *factoring* y, en efecto, la cesión de los créditos comerciales a favor de la empresa factora, para que los pagos de los créditos a su cargo los efectúen directamente a dicha empresa, pues es la legítima titular de los mismos. El segundo y el tercero son muy practicados por los empresarios norteamericanos que, por diversos motivos, no consideran conveniente que sus deudores tengan conocimiento de sus relaciones con una empresa de *factoring*. En estas modalidades, la empresa factora, que permanece oculta, presta todos los servicios, menos el de gestión.
- d) Tomando como referencia la asunción del riesgo, el *factoring* puede ser con recurso y sin recurso. En el *factoring* con recurso la factora con garantiza el riesgo por la insolvencia del deudor de los créditos cedidos; en cambio, en el *factoring* sin recurso la factora asume el riesgo de insolvencia del deudor, no así cuando el incumplimiento se haya producido por otras causas, como mercancías en mal estado, no acorde con el pedido, etc. La cobertura del riesgo es generalmente por el 100%, salvo que las partes acuerden otra cosa.
- e) En atención a la jurisdicción que le corresponde por la residencia de las partes contratantes, el contrato de *factoring* puede ser: *domestic factoring* e *international factoring*. En el primero, llamado también *factoring* interno o nacional, las empresas vendedora y compradora, es decir, la acreedora y la deudora tienen sus domicilios legales o sedes administrativas en el mismo país donde opera la empresa factora. En el segundo, por el contrario, una de las partes contratantes se encuentra fuera del territorio donde opera la empresa de *factoring*⁴². Esta modalidad negocial presenta dos variantes en el comercio internacional, a sa-

⁴² Según SALINGER, un contrato de *factoring* será normalmente designado como internacional si el cliente (acreedor cedente), entendido como suministrador de bienes y servicios, y la persona responsable del pago de esos bienes y servicios (deudor cedido), están situados en Estados diferentes (*Factoring law and practice*, London, 1995, pág. 115). Otras definiciones en CRUZ TORRES, "El *factoring* internacional: estructura y modalidades operativas", en *Revista de derecho mercantil*, Madrid, 1998, núm. 227, pág. 228; SÁNCHEZ CALERO, "El contrato de *factoring* en el convenio internacional de 1988", en *Jornadas sobre factoring*, Madrid, 1992, pág. 23; LEYVA SAAVEDRA, "La convención de *unidroit* sobre *factoring* internacional", en *Gaceta jurídica*, Lima, 2000, t. 74-B, pág. 22.

ber: *factoring* "de exportación", en el que las empresas de *factoring* y la factorada residen en un mismo país, en tanto que los deudores cedidos en el extranjero; y el *factoring* "de importación", según el cual la empresa factorada reside en un país distinto al de la factora, por lo que decide transmitirle todos los créditos originados en su actividad empresarial que tiene contra deudores domiciliados en el país de la factora.

3.4.- Ventajas del factoring

Son muchas las ventajas que ofrece el *factoring* a las empresas; aquí mencionaremos algunas de las más importantes.

a. Ventajas financieras

- a) El *factoring* ayuda a las empresas a cubrir sus necesidades de capital de trabajo sin crear endeudamiento.
- b) Es un factor positivo en las razones financieras de los balances de las empresas,, pues ellas se mostraran más sólidas, fuertes y atractivas. Esto, sin duda, mejora sus índices financieros.
- c) Permite una rápida recuperación de las cuentas por cobrar que tienen las empresas.
- d) Mejora la rotación del capital de trabajo de las empresas, creciendo su capacidad para producir y vender los bienes o servicios.
- e) No afecta la capacidad de crédito de las empresas factoradas con otras instituciones crediticias, ya que el *factoring* no genera endeudamiento.
- f) Mejora u optimiza de manera importante el flujo de caja o efectivo de las empresas factoradas.
- g) Las empresas adquieren un mayor poder de negociación, ya que al contar con dinero en efectivo pueden aprovechar las oportunidades del mercado y, además, pueden sacar provecho de descuentos al comprar al contado y al por mayor.
- h) Establece una fuente continua de recursos financieros para las empresas, lo que les permite ofrecer a sus compradores o usuarios términos y condiciones de créditos flexibles.

b. Ventajas administrativas

- a) Elimina la necesidad de mantener un departamento de cobranzas en la empresa, aun en los casos de no tener ventas.
- b) Al ejercer la empresa factora toda gestión del cobro, la factorada se ahorra todos los costos que esto involucra.
- c) La empresa factorada puede destinar los recursos empleados para hacer efectivo el cobro a otros sectores, por ejemplo, ventas, promoción, desarrollo, etc.
- d) Las empresas reciben de las factoras, adicionalmente a la administración de su cartera de créditos, los servicios de análisis e investigación de crédito de los compradores, investigación de los mercados, etc.

c. Ventajas contables

- a) El *factoring* supone para la empresa factorada una considerable simplificación en las tareas contables.
- b) Se sustituyen las cuentas de los clientes por una única cuenta con la empresa factora. Al transmitirse la propiedad de las cuentas por cobrar a través del *factoring*, la factorada elimina de su contabilidad una parte significativa de sus cuentas deudoras y documentos por cobrar, para sustituirla por una sola: la cuenta *factoring*.

4. SECURITIZATION

Como hemos señalado, la securitización es uno de los productos financieros más modernos⁴³ y, al mismo tiempo, uno de los más importantes instrumentos de acceso a los mercados de capitales⁴⁴. La securitización ha supuesto,

⁴³ Dos de las innovaciones más importantes producidas en los ochenta han sido la *securitization* de una amplia gama de productos financieros y la evolución de los intermediarios financieros como proveedores de instrumentos de gestión de riesgos, señala CAMPBELL, "Innovation in financial intermediation", en *Business horizons*, New York, 1989, Noviembre-Diciembre, pág. 70.

⁴⁴ La securitización no sólo le permite el acceso a ciertas empresas al mercado de capitales, sino que, además, éste se lleva a cabo con una verdadera reducción en sus costes financieros; es decir, acceden al mercado a un menor costo. Cfr. SCHWARCZ, *La alquimia de la securitización de activos*, en *Thémis*, Lima, 2000, núm. 40, pág. 113.

pues, una transformación trascendente en la práctica de los sujetos participantes en los mercados de capitales. De allí que se advierta a las instituciones bancarias y financieras ávidas de nuevos fondos y nuevas formas de generar comisiones; a los prestatarios deseosos de reducir el costo de su financiación, buscando, pues, nuevas vías de acceso al mercado de capitales⁴⁵; la aparición de bancos de inversión encargados de la colocación, creación de mercados y contratación de los valores respaldados por activos; y de inversores que optan por valores de alta calificación, con mayor protección frente a una posible rebaja del *rating*, ofreciendo, con frecuencia, mayores rendimientos que los valores de similar calidad crediticia. Todo esto llevó a pensar que antes del final del segundo milenio por lo menos el ochenta por ciento del total de los nuevos préstamos estarán securitizados⁴⁶; y ello, por una simple razón: la securitización ya no se considera más un último recurso para obtener fondos. Hoy en día es considerada como una herramienta financiera sofisticada; una manera inteligente de abordar las necesidades financieras, más que un mecanismo para aquellas empresas que tienen problemas de liquidez⁴⁷. La securitización es, pues, una alquimia que realmente funciona.

⁴⁵ Habitualmente se distingue entre mercado de capitales, mercado monetario y mercado dinerario. El primero incluye los activos financieros negociables (valores de renta fija o de empréstito, o valores de renta variable o de inversión de riesgo), de amortización a largo y mediano plazo; el segundo incluye los activos financieros a corto plazo y elevada liquidez, incluso los pagarés del tesoro y los bonos bancarios y cedulas hipotecarias; y el tercero se refiere a activos de caja: depósitos de dinero transferibles entre empresas del sistema financiero, incluido el Banco Central de Reserva. Cfr. VICENT CHULIÁ, *Introducción al derecho mercantil*, Madrid, 1999, pág. 744. El mercado de capitales cubre una perspectiva mayor a las necesidades financieras de las empresas, pues se encuentra referido a recursos a mediano y largo plazo, necesarios al financiamiento de nueva inversión productiva. La función de este mercado consiste en incentivar y promover la formación de ahorros, y facilitar la transferencia de recursos de los depositarios (unidades de superávit) hacia aquellos que los necesitan para destinarlos a inversión (unidades de déficit), escribe SERRA, *El mercado de valores en el Perú*, Lima, 1999, pág. 3.

⁴⁶ En su intervención en la Comisión de "Banking, Housing and Urban Affairs" del Senado en octubre de 1988, Lowell Bryan señaló que en el plazo de diez años, el ochenta por ciento o más de los nuevos préstamos serían transformados en valores. Cfr. DE REMEDIOS, "Titulización y activos hipotecarios: reflexiones sobre la experiencia jurídica norteamericana", en *Revista de derecho bancario y bursátil*, Madrid, 1995, núm. 58, pág. 428.

⁴⁷ Cfr. NAUGHTON, "El mecanismo de titulización se extiende por Europa", en *Actualidad Financiera*, Monográfico, 3º Trimestre, Madrid, 1998, pág. 42.

4.1.- Denominación y definición de securitization

El término *securitization*, que deriva de la palabra inglesa *securities*, ha sido traducido al español como securitización⁴⁸, titularización⁴⁹, titulización⁵⁰, etc.; al francés como *titrisation* y al italiano como *cartolarizzazione*⁵¹. Algunos autores, inconformes con la traducción española, prefieren utilizar otras denominaciones, como bursatilización o valorización. La Ley peruana (Ley del Mercado de Valores, Decreto legislativo 861, publicado el 22 de octubre de 1996, Título XI, "Normas especiales relativas a procesos de titulización"), y su reglamento (Resolución Conasev N° 001-97-EF/94.10, publicada el 9 de Enero de 1997), siguiendo una vez más a la ley española, utilizan el término titulización. Por nuestra parte, creemos que se debe utilizar la denominación inglesa no sólo por la dificultad de su traducción sino por su aceptación y reconocimiento en el mercado financiero internacional; pero, si se desea contar con una propia en español, bien puede ser la traducción literal, esto es, "securitización", ya que el término "titulización", utilizada por la ley y un sector de la doctrina⁵², nos dice poco de la operación misma. Preferimos, por ende, utilizar indistintamente el tér-

⁴⁸ Cfr. AGUIRRE, "La securitización de los mercados de crédito", en *Curso de introducción a la bolsa*, Madrid, 1987, pág. 40 y ss.; SCHWARCZ, "La alquimia de la securitización", cit., pág. 113 y ss.; LISOPRAWSKI - KIPER, *Fideicomiso. Dominio fiduciario. Securitización*, Buenos Aires, 1995, pág. 6 y ss.

⁴⁹ Cfr. LEVENFELD - SANCHEZ, "La titularización de los préstamos hipotecarios", en *Revista española de financiación a la vivienda*, Madrid, Primavera 1989, pág. 107 y ss.

⁵⁰ Cfr. ALMOGUERA, *La titulización crediticia (Un estudio interdisciplinar)*, Madrid, 1998, pág. 25 y ss. En opinión de MADRID PARRA, la expresión títulos valores no tiene por qué incluir los valores representados mediante anotaciones en cuenta, única modalidad que admite la ley española reguladora de la materia (Ley 19/1992). De allí lo forzado de la expresión titulización, término más estrecho en su contenido que el anglosajón *securities*, que sí comprende tanto el valor representado por título físico como el anotado en un registro contable ("Marco legal de la titulización de activos financieros en España", en *Perspectivas del sistema financiero*, Madrid, 1993, núm. 44, pág. 21 y ss.).

⁵¹ Así, la Legge núm. 130, del 30 de abril de 1999, que contiene "Disposizioni sulla cartolizzazione dei crediti".

⁵² En esta línea están ALCAZAR, "La titulización de activos en el Perú", en *Revista jurídica del Perú*, Trujillo, 1997, núm. 12, pág. 178 y ss.; DENEGRI, "La titulización de créditos hipotecarios", en *Thémis*, Lima, 1997, núm. 35, pág. 65 y ss.; MONTOYA MANFREDI, *Derecho comercial*, cit., t. II, pág. 398; BENAVIDES, "Titulización de activos", en SERRA, *El mercado de valores*, cit., pág. 499 y ss.; LAZO - DE ROMAÑA, "Titulización de activos", en HUAYANAY (coord.), *Contratos*, Lima, 2000, pág. 573 y ss.

mino original *securitization* o el de securitización, ya que ésta cada día goza de mayor aceptación⁵³.

La dificultad para formular una definición de securitización estriba en el hecho que dicho vocablo ha sido utilizado para describir una amplia gama de transacciones, desde el activo hipotecario más simple hasta las emisiones más complejas con varias clases de deuda y acciones referidas a un solo activo. Gran parte de los trabajos sobre esta institución negocial hacen alusión a la combinación de activos y a su posterior venta a los inversores institucionales o particulares. Veamos algunas definiciones propuestas:

DE REMEDIOS considera a la titulización como la venta de acciones o instrumentos de deuda que representan derechos de propiedad en, o garantizados por, un activo aislado y generador de ingresos o por un conjunto de activos. Este tipo de transacciones reducen o redistribuyen ciertos riesgos implícitos en la tenencia o en el préstamo respaldados por el activo en cuestión y tratan de convertir dichos activos en algo atractivo para los mercados y, consecuentemente, de mayor liquidez que los derechos de propiedad sobre los activos en cuestión o los préstamos por ellos garantizados⁵⁴.

En sentido amplio, explica ESTOUP, la securitización consiste en reemplazar o transformar las concesiones tradicionales de créditos bancarios gracias a una emisión y colocación públicas de títulos negociables. Estos títulos resultan, sea de una creación de instrumentos financieros (por ejemplo, los *commercial papers* respaldados por un banco), sea de una transformación de un crédito bajo la forma de un préstamo obligacional (por ejemplo, un crédito hipotecario transformado en obligaciones o cédulas hipotecarias), sea de una transformación de créditos en partes de un organismo de colocación de valores, creado especialmente a esos fines (por ejemplo, el fondo común de créditos)⁵⁵.

De manera descriptiva, TAPIA HERMIDA define la securitización como el proceso en virtud del cual un sujeto (acreedor originario) que ostenta una

⁵³ Cfr. LEYVA SAAVEDRA, "Securitización de activos", cit., pág. 126; LISOPRAWski, *Securitización*, cit., pág. 11.

⁵⁴ "Titulización y activos hipotecarios", cit., pág. 429.

⁵⁵ "Securitización y cesión de créditos comerciales", en *Revista de derecho comercial y de las obligaciones*, Buenos Aires, 1995, vol. A, pág. 121.

posición jurídica acreedora (actual o potencial) respecto de otro u otros sujetos (deudores) que deben hacer frente al pago de su deuda en uno o varios momentos futuros, cede (cedente) aquel derecho de crédito de manera onerosa mediante una compraventa a otro sujeto, con personalidad jurídica o sin ella, pero dotado, en todo caso, de autonomía patrimonial (cesionario), quien integra aquel crédito en su patrimonio y emite valores negociables con la garantía del derecho o derechos de crédito cedidos, valores que serán adquiridos por inversores, preferentemente institucionales⁵⁶.

En otras palabras, a través de la securitización las instituciones de crédito, esto es, bancos, financieras, empresas de *leasing*, de seguros, de crédito de consumo u otras empresas, movilizan los activos y, eventualmente, los pasivos, de su balance bajo la forma de créditos para negociarlos en el mercado, con la finalidad de beneficiarse de las condiciones más ventajosas que se le pueda ofrecer⁵⁷.

La Ley del Mercado de Valores (LMV), en su art. 291, señala: "Titulización es el proceso mediante el cual se constituye un patrimonio cuyo propósito exclusivo es respaldar el pago de los derechos conferidos a los titulares de valores emitidos con cargo a dicho patrimonio. Comprende, asimismo, la transferencia de los activos al referido patrimonio y a la emisión de los respectivos valores".

Un sutil comentario a la definición dada por la LMV nos conduce a señalar que la ley no proporciona, en realidad, una definición de *securitization*; simplemente describe la operación. Como sabemos, definir no es lo mismo que describir: la definición busca dar respuesta a la pregunta ¿qué es?; la descripción a la pregunta ¿cómo es? Sin embargo, pensamos que

⁵⁶ *Sociedades y fondos de inversión y fondos de titulización*, Madrid, 1998, pág. 279. DENEGRÍ, aun reconociendo la dificultad de definir la titulización por la gran variedad de transacciones que involucra, estima que un proceso de titulización de activos se puede traducir como la venta de acciones o de instrumentos de deuda, que representan derechos de propiedad en, o que están asegurados o respaldados por activos segregados y generadores/productores de un flujo de caja en favor del emisor de los valores ("La titulización de créditos", cit., pág. 66. Otras definiciones en CASAS, *La fiducia*, Santa Fe de Bogotá, 1997, pág. 67; FIGUEROA, "Securitización", en *Revista jurídica del instituto de estudios forenses*, Lima, 1995, núm. 3, pág. 38; FREIXAS - VALERO, "Las nuevas posibilidades de titulización hipotecaria en España", en *Perspectivas del sistema financiero*, Madrid, 1993, núm. 42, pág. 77.

⁵⁷ Cfr. LEYVA SAAVEDRA, "Securitización de activos", cit., pág. 127.

esto está bien, ya que este tipo de instituciones, tan complejas en su estructura interna como externa, necesitan más de la categoría lógica del tipo, antes que del concepto abstracto⁵⁸.

4.2.- Sujetos intervinientes en la securitization

La emisión de valores respaldados por activos implica la participación de diversos sujetos o agentes, cuyo número y tipo de función dependerá de la estructura utilizada en la operación de securitización. Así, por ejemplo, observamos: 1) el propietario inicial del activo, es decir, el originador en terminología de la LMV; 2) el emisor de la deuda o de las acciones; 3) el banco de inversiones que ayuda a estructurar la transacción y que coloca los valores resultantes; 4) las empresas calificadoras de riesgos, encargadas de evaluar la calidad crediticia de los diversos tipos de valores; 5) el garante (*credit enhancer*) o mejorador, como dice la LMV, normalmente un banco o una aseguradora, que proporciona una garantía adicional a través de una carta de crédito o cualquier otro instrumento, que asegure la existencia de fondos disponible para hacer frente a los pagos derivados de los valores emitidos; 6) el administrador o servidor, en terminología de la LMV, que hace efectivo los pagos y que, tras retener un porcentaje por sus servicios, los entrega a los tenedores de los valores o al fideicomiso por ellos creado a tal fin; 7) el fiduciario (*trustee*) que actúa en representación de los tenedores de los valores ante el mejorador del riesgo crediticio, el servidor y el propio emisor; 8) el asesor legal, que estructura la operación desde el punto de vista jurídico⁵⁹.

Hecha esta breve presentación global de los sujetos intervinientes en una normal operación de securitización, por cuestiones de oportunidad y espacio, le dedicaremos algunas líneas a los que a nuestro parecer, en un esquema típico de securitización, son los principales sujetos participantes, a saber:

⁵⁸ Como bien subraya DE NOVA, "mentre il concetto si elabora mettendo in evidenza gli elementi comuni a tutti gli individui del gruppo, ed è quindi una somma di elementi caratteristici tutti necessari, il tipo si elabora individuando i dati caratteristici in funzione di un quadro complessivo che si coglie mediante una intuizione globale: sicchè non è necessario che tutti i dati siano presenti in tutti gli individui del gruppo" (*Nuovi contratti*, cit., pág. 12).

⁵⁹ Cfr. DE REMEDIOS, "Titulización y activos hipotecarios", cit., pág. 429; ALCÁZAR, "La titulización", cit., pág. 183; LEYVA SAAVEDRA, "Securitización de activos", cit., pág. 129; LISOPRAWSKI, *Securitización*, cit., pág. 25.

a. Empresa originadora

La originadora, llamada también fideicomitente, es la empresa propietaria de los activos a securitizar, que inicia todo el proceso de agrupar o empacar los activos y que ha tomado la decisión de obtener liquidez mediante la transferencia de los mismos y en interés de la cual se conforma un patrimonio de propósito exclusivo, integrado por los activos que se obliga a transferir al fiduciario.

La originadora (*originator*) puede ser una empresa bancaria, financiera, comercial, industrial, de servicios, de seguros, pública o privada. Así, por ejemplo, las empresas bancarias o financieras pueden ser originadoras de procesos de securitización sobre sus cuentas por cobrar derivadas de préstamos para vivienda, autos y tarjetas de crédito; las empresas de servicios, como las de teléfonos, luz y agua pueden ser originadoras, dentro de su esquema de securitización, de sus cuentas por cobrar por dichos servicios⁶⁰.

Por las características de esta modalidad contractual, no cabe duda que las empresas llamadas a convertirse en asiduas originadoras son las bancarias, financieras, de seguros, de arrendamiento financiero, de crédito al consumo, las empresas de servicios públicos, entre otras.

b. Empresa emisora

Los activos son vendidos por la empresa originadora a una empresa técnicamente denominada "sociedad de propósito especial" (SPE) o "vehículo de propósito especial" (VPE), como internacionalmente se le conoce, cuyo objeto social se limita a la adquisición de tales activos y a la emisión y pago de valores mobiliarios respaldados

⁶⁰ El reglamento de la LMV, en su art. 9, hace una enumeración no taxativa de los activos que pueden titulizarse a partir de un fideicomiso de titulización, que son los siguientes: *a)* Carteras de créditos y de otros activos generadores de un flujo efectivo, actuales o futuros; *b)* Bienes inmuebles transferidos al patrimonio fideicomitado y cuya explotación comercial o liquidación respalda los valores a emitir; *c)* El desarrollo de proyectos, estando integrado el patrimonio fideicomitado por los diseños, estudios técnicos y demás medios activos para el desarrollo del proyecto, cuyos frutos o productos servirán para pagar los valores emitidos; *d)* Las obras de infraestructura y servicios públicos, cuyo flujo de efectivo que generen en el futuro estará destinado a pagar los valores que se proyecta emitir; *e)* Transferencia de otros activos a fin de servir de respaldo a los valores a emitir.

con su patrimonio (art. 324 LMV). Esta empresa especial, que por mandato expreso de la norma debe ser una sociedad anónima, adquiere el conjunto de los activos crediticios agrupados en un paquete, preparado previamente por la empresa originadora, con el objeto de efectuar una emisión de valores mobiliarios o *asset backed security*, como se denomina en los EE.UU. El precio de la compra de los activos es pagado con el producto de la colocación de esos valores en el mercado de capitales. En efecto, las SPE no tendrán otra función, por lo que no deberá asumir otro tipo de obligaciones que no sean las derivadas de la emisión de valores mobiliarios.

Los vehículos de propósito especial que se utilizan dependen de las posibilidades que brinde cada sistema jurídico nacional. Así, en los Estados Unidos los activos son transmitidos a un fiduciario (*trust*) o a una sociedad de quiebra remota (*bankruptcy remote*) o a una sociedad de objeto especial (*special purpose corporation*)⁶¹, creados con el propósito exclusivo de servir de vehículo securitizador, generalmente vinculadas o subsidiarias del emisor o del *underwriter*.

La empresa de propósito exclusivo, para tener éxito en el mercado de capitales, como emisora de títulos securitizados, debe mostrarse como una institución sólida e inmune a cualquier declaratoria concursal del originador. Para ser inmune o remota de quiebra, la estructura organizacional del VPE debe limitar estrictamente las actividades que le son permitidas. El objetivo es prevenir que acreedores, que no sean los tenedores de los títulos del VPE, tengan reclamos contra el VPE que les permita iniciar una acción de petición de insolvencia o quiebra en contra del VPE. Por la función de estas empresas en los procesos de securitización, gozan de independencia jurídica, contable y tributaria⁶².

En suma, a tenor de la legislación nacional, pueden ser empresas emisoras o fiduciarias, es decir, empresas que adquieran activos

⁶¹ Esta clase de empresas son básicamente sociedades por acciones con objeto exclusivo o especial, llamadas en el mercado norteamericano de propósito restringido. Tienen patrimonio nominal y se les utiliza, generalmente, en los procesos de tipo *pay through*. Cfr. LISOPRAWSKI, *Securitización*, cit., pág. 39.

⁶² Cfr. LEYVA SAAVEDRA, "Securitización de activos", cit., pág. 130.

y emiten valores mobiliarios para ser colocados en los mercados de capitales con respaldo de dichos activos, tanto las sociedades titulizadoras como las sociedades de propósito especial.

c. Empresa estructuradora

Previamente a todo proceso de securitización, hay un grupo de empresas especializadas, denominadas *conduits*, que se encargan de diseñar la estructura jurídica y financiera del proceso, así como de la difusión de la información correspondiente. Esta labor involucra conocer detalladamente los objetivos, necesidades, recursos, posibilidades de cada operación; de igual modo, conocer a los participantes en la securitización a fin de viabilizar dicho proceso.

Estas empresas, por lo general, adquieren los activos de diversas empresas originadoras, los organizan y estructuran conformando con ellos un conjunto homogéneo analizado en sus componentes y características, con amplia información del contenido y alto grado de previsibilidad acerca de la evolución y cumplimiento, al igual que un flujo de ingresos previsto capaz de alimentar la emisión de valores sobre la base de ellos, o como garantía de su cumplimiento. En el mercado estadounidense, ese rol lo desarrollan las Agencias Federales de Crédito Hipotecario.

d. Empresa mejoradora

La mejoradora es la empresa que asume frente a los inversionistas el rol de garante financiero de una emisión de valores mobiliarios. Su función principal es otorgar garantías adicionales para el pago de los derechos que confieren los valores emitidos en virtud del proceso de securitización. La cobertura que presta la mejoradora tiene, pues, como objetivo reducir el riesgo general de la emisión de los valores mobiliarios y, con ello, mejorar el precio y posibilidades de colocación de los valores. Puede provenir de un tercero o del mismo originador o emisor; cuando es otorgada por terceros puede adoptar la forma de una carta de crédito bancaria (*stand by letter of credit*) o de un seguro de crédito; cuando es concedida por mismo emisor, la emisión de valores se beneficia con el recurso al propio emisor, tal como ocurre con la llamada sobrecolateralización (*overcollateralization*) o la estructuración de una deuda principal (*senior*) y otra subordinada, dentro de una misma emisión. Dicha estructura se apoya en dos clases de valores: una de jerarquía superior (*senior*) y otra inferior

(*junior*)⁶³. La empresa emisora cubre la garantía reteniendo la deuda *junior*, o colocándola entre terceros que respeten esa condición, de modo que el pago de ésta queda sujeta a la satisfacción de la deuda *senior*.

El servicio que presta la empresa mejoradora, en efecto, sirve para certificar la calidad de los activos subyacentes a la emisión a lo largo de la vigencia de los valores emitidos, o a lo largo de un plazo establecido; adicionalmente, al actuar como una proveedora de liquidez al proceso, garantiza el cumplimiento puntual de los pagos que los valores mobiliarios generen en favor de sus tenedores⁶⁴.

e. Empresa servidora

Esta empresa, llamada también administradora, tiene la función de administrar y mantener los activos y el flujo de efectivo derivado de ellos. Es responsable, igualmente, de cobrar y canalizar los pagos efectuados por los deudores originarios, tanto en intereses y principal sobre los activos, y derivarlos a los inversionistas tenedores de los valores mobiliarios emitidos en respaldo de los mismos. Responde por la custodia, cobranza, venta, mantenimiento, reposición y demás actos relacionados con la administración de los valores.

Este servicio, como hemos indicado, lo prestan habitualmente las empresas originadoras por una razón muy simple: tienen un mejor conocimiento de las empresas deudoras en razón de la evaluación de solvencia practicada, con antelación, a cada una de ellas para otorgarle los créditos respectivos⁶⁵.

Respecto de la empresa administradora, resulta esencial, para evaluar su capacidad y el riesgo de confiar en ella el manejo de los fondos, determinar su experiencia en la administración de carteras similares, el sistema de administración y de cobranza que utilizará para hacer efectivo dichos activos, y la forma como pagará a los inversionistas.

⁶³ Cfr. LISOPRAWSKI, *Securitización*, cit., pág. 48.

⁶⁴ Cfr. LEYVA SAAVEDRA, "Securitización de activos", cit., pág. 130; DENEGRI, "La titulación de créditos", cit., pág. 68.

⁶⁵ Cfr. LEYVA SAAVEDRA, "Securitización de activos", cit., pág. 131.

f. Empresa colocadora

Esta empresa es la que promueve y coloca, efectivamente, la emisión de los valores mobiliarios en el mercado de capitales. Para tal objetivo, la empresa emisora de los valores celebra un contrato de *underwriting* con una o más empresas dedicadas a estas actividades. En virtud del citado contrato, el *underwriter* se obliga a colocar la totalidad o parte de la emisión en el mercado primario de valores a cambio del pago de una comisión como contraprestación. Si el *underwriter* se ha comprometido a colocar el íntegro de los valores y no lo logra (*underwriting* en firme), la empresa emisora no tiene problema alguno, pues éste tiene que adquirir la porción no colocada⁶⁶.

La intervención del *underwriter* permite, en virtud de su especialización, diseñar valores mobiliarios que satisfagan las necesidades específicas de determinados inversionistas en cuanto a tasas, plazos, flujos y otras variables decisivas, como la tributación, la calificación de riesgo, etc.

g. Apoyos crediticios

Una normal operación de securitización, usualmente, involucra la participación de mecanismos de apoyo financiero, que mejora la calidad de la emisión y protege a los inversionistas frente al riesgo de incumplimiento de pago. En efecto, la emisión puede ser clasificada con mejor *rating* por las empresas clasificadoras de riesgos, lo que disminuye el costo financiero de la emisión, elevando el atractivo de la misma.

La empresa originadora habitualmente es la que escoge el apoyo crediticio, de acuerdo con sus necesidades, considerando para tal fin el tipo de activos a securitizar, el nivel de certidumbre del flujo de efectivo derivado del mismo, las condiciones del mercado, y lo relativo a sus objetivos de índole contable, tributario y legal.

⁶⁶ Desde el punto de vista económico, la función del *underwriter* es la de un intermediario financiero, pues su propósito es desprenderse lo más pronto posible de los títulos; su actitud no es la de un inversor, sino la de un intermediario que lucra interponiéndose en la circulación de determinados títulos valores a fin de facilitar su colocación entre los inversionistas. Cfr. BONEO - BARREIRA, *Contratos bancarios modernos*, Buenos Aires, 1984, pág. 238; MARTORELL, *Tratados de los contratos*, cit., pág. 505.

Los tipos de apoyo crediticio son, por lo general, dos: uno de orden interno y otro de orden externo. En el primero se incluyen la "sobrecolateralización", que obliga a que el paquete de activos que respalda la emisión exceda el valor de los títulos emitidos, de forma tal que cubra los incumplimientos de los deudores de los activos; la "subordinación de la emisión", que permite la emisión de algunos valores subordinados a valores *seniors*, por ejemplo, que se colocan entre inversores que, a cambio de una compensación mayor, asumen el riesgo de no cobrar; el "exceso del flujo de caja o *spread account*", que prevé un margen diferencial o excedente entre el rendimiento generado por los activos securitizados y la tasa de interés pagada al inversor, el cual constituye un fondo de garantía; y la "sustitución de activos", que permite prever un mecanismo de sustitución de activos que en el curso de pago varíen de categoría, en la medida que aumenta el riesgo de incobrabilidad. En el segundo se incluyen las garantías de las instituciones bancarias o financieras (*letter of credit*), seguros de crédito, depósitos en dinero, contratos de apertura de créditos u otros que prevengan de fuentes externas a la empresa originadora (avales de terceros). Estos apoyos no hacen otra cosa que asegurar a los inversionistas y a los que proporcionan la liquidez que no sufrirán pérdidas por la demora o incumplimiento en el pago de los instrumentos de crédito⁶⁷.

4.3.- Subtipos de securitización

La estructura de la securitización no es única; ella varía en función de la legislación aplicable en cada país, habitualmente esto ocurre en el ámbito mercantil, concursal, tributario y contable. Con ánimo de graficar un programa básico de *securitization*, podría decirse que una empresa (*originadora*) necesitada de financiación transmite, por lo general a través de un contrato de compraventa, un paquete de activos financieros o derechos de crédito a una empresa (*emisora*) constituida por terceros con el objeto de emitir valores para su venta a inversores en el mercado de capitales. El precio pagado por la emisora por la compra de los activos permitirá a la vendedora financiar su actividad empresarial. El efectivo resultante de dichos activos permitirá a la empresa emisora cumplir sus obligaciones derivadas de la emisión de los valores frente a los inversores.

⁶⁷ Cfr. SCHWARCZ, "La alquimia de la securitización", cit., pág. 119; LISOPRAWSKI, *Securitización*, cit., pág. 49; LAZO - DE ROMAÑA, "Titulización de activos", cit., pág. 580.

Ahora bien, atendiendo a la función del emisor, la doctrina prevalente acostumbra distinguir dos subtipos de securitización a saber: el *pass-through*, esto es, de traspaso o traslado, y el *pay through*, es decir, de pago.

a. Pass-through

Por una operación *pass-through*⁶⁸, primera protagonista del fenómeno de la *securitization*⁶⁹, una empresa cualquiera que cuente con activos ilíquidos o de lenta rotación (fideicomitente), se obliga a efectuar la transferencia de los mismos en favor de una empresa securitizadora (fiduciaria), constituyéndose un patrimonio autónomo (patrimonio fideicomitido), sujeto a su administración. Tomando como base o respaldo este patrimonio es que se emiten los *securities*, los cuales son colocados en los mercados de capitales y, en efecto, adquiridos por los inversionistas institucionales o individuales (fideicomisarios).

Generalmente, en un *pass-through* la empresa originadora conserva la administración de la cartera de activos, elaborando la información de su desarrollo, haciendo el seguimiento de los deudores, cobrando las cantidades producidas con la venta de los activos transferidos, los que, previa deducción de la comisión de administración, son liquidados a los tenedores de los títulos. Lo interesante en esta estructura es que la empresa originadora de los activos, es decir, el originario acreedor, se ha desprendido de ellos, ya no figuran en su balance, a la vez que los valores securitizados no son títulos de deuda que pesan como un pasivo sobre su patrimonio⁷⁰.

En una estructura de estas características los pagos de los deudores de los activos transmitidos son depositados en una cuenta es-

⁶⁸ Por existir originalmente tres clases de garantías, tres también eran las denominaciones empleadas, a saber: *straighy pass-through*, *partially modified pass-through* y *fully modified pass-through*. Esta última es la que se generalizó pronto. Cfr. ALMOGUERA, *La titulización crediticia*, cit., pág. 269.

⁶⁹ La primera emisión que corresponde al proceso de securitización se realizó el 19 de Febrero de 1970 y fue bajo esta modalidad. Un año después, la agencia FHMLC procedió a la emisión de los llamados Certificados de Participación Hipotecaria (PC, en la denominación de origen), reproduciendo, a grandes rasgos, el esquema de los primeros. Cfr. LEYVA SAAVEDRA, "Securitización de activos", cit., pág. 128.

⁷⁰ Cfr. LISOPRAWSKI, *Securitización*, cit., pág. 20.

pecial del fideicomiso denominada cuenta de recolección (*collection account*). Lo producido por esta cuenta es destinado, en primer lugar, al pago de los intereses y de la amortización de los títulos securitizados, para luego satisfacer los gastos de administración, comisiones y depósito de dichos títulos. En esa cuenta hacen los pagos los avalistas o aseguradores de crédito, cuando se producen situaciones de morosidad o incumplimiento de los deudores de los activos cedidos, que interrumpen el flujo de pagos en beneficio de los inversionistas.

b. Pay through

En una operación de *pay through*, a diferencia de una de *pass-through*, la empresa originadora vende los activos a la entidad emisora (empresa de propósito especial), la que emite los nuevos títulos con el respaldo de su propio patrimonio. En este caso los activos se incorporan al patrimonio de la entidad adquirente y responden por todas las obligaciones que ésta contrae en la operación de securitización.

Los citados subtipos son considerados como estructuras de flujo de caja, porque todos aquellos flujos provenientes de los activos securitizados se orientan exclusivamente a la cancelación de las obligaciones que surgen de la adquisición de las *securities* por parte de los inversionistas⁷¹.

La actual Ley del Mercado de Valores reconoce estos subtipos. Dispone, en su artículo 294, que los procesos de titulización pueden ser desarrollados tomando como base los siguientes "patrimonios de propósito exclusivo":

- a) "Fideicomiso de titulización". En virtud de este fideicomiso una persona, denominada fideicomitente, se obliga a efectuar la transferencia fiduciaria de un conjunto de activos en favor del fiduciario para la constitución de un patrimonio autónomo, denominado patrimonio fideicomitado, sujeto al dominio fiduciario de este último

⁷¹ Cfr. ALCÁZAR, "La titulización de activos", cit., pág. 178; DE REMEDIOS, "Titulización y activos hipotecarios", cit., pág. 431.

y afecto a la finalidad específica de servir de respaldo a los derechos incorporados en valores, cuya suscripción o adquisición concede a su titular la calidad de fideicomisario (art. 301 LMV).

b) "Sociedades de propósito especial". Estas sociedades son sociedades anónimas cuyo patrimonio se encuentra conformado esencialmente por activos crediticios, y cuyo objeto social limita su actividad a la adquisición de tales activos y a la emisión y pago de valores mobiliarios respaldados con su patrimonio (art. 324 LMV).

c) Otros que establezca la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV).

4.4.- Ventajas de la securitization

La securitización es un mecanismo que ofrece diversos beneficios a casi todas las empresas intervinientes; aquí interesa destacar las ventajas ofrecidas tanto a las empresas originadoras como a las inversionistas.

a. Para las originadoras

Una de las primeras empresas interesadas en obtener financiamiento es, sin lugar a dudas, la empresa titular de los activos. Ahora, si decide securitizar dichos activos, ¿qué beneficios tendría? La doctrina señala los siguientes:

a) Incrementa sus fuentes alternativas de financiamiento, ya que le permite obtener liquidez a partir de activos ilíquidos⁷². Esto sucede porque al originar un proceso de securitización, la empresa reemplaza activos ilíquidos o de lenta rotación por dinero en efectivo. Da liquidez donde antes no lo había o se producía a un muy alto costo. Esto mejora, sin duda, los indicadores financieros de las empresas, pues moviliza sus activos para obtener efectivo. La movilización se logra mediante la transformación de dichos activos en títulos negociables en el mercado de valores. La originadora no tiene que esperar que transcurra el plazo establecido para que tales instrumentos crediticios se tornen exigibles y puedan ser cobradas, simplemente las convierte en efectivo mediante un proce-

⁷² Cfr. LEYVA SAAVEDRA, "Securitización de activos", cit., pág. 134.

so de securitización. Con los recursos obtenidos, la empresa originadora puede financiar el desarrollo de nuevos proyectos y, con ello, estaría generando nuevos activos que posteriormente podrán ser securitizados.

- b) Mejora sus ratios financieros. Dependiendo de la estructura utilizada, la empresa originadora puede mejorar dichos ratios, puesto que tanto los activos securitizados como los pasivos derivados de la emisión de valores, en el caso de emisión de valores que representen un derecho de crédito, no se contabilizan en el balance de la originadora. Los primeros porque son excluidos al ser aislados y los segundos porque el crédito es emitido contra un patrimonio distinto. Esto es particularmente importante para empresas del sistema financiero, que pueden readquirir la capacidad de otorgar nuevos préstamos sin violar las normas impuestas por la legislación financiera respecto al límite de activos ponderados por riesgo con relación a su patrimonio.
- c) Obtiene financiamiento a un menor costo. Esto se explica porque la empresa, al efectuar una emisión de valores mobiliarios mediante un proceso de securitización, obtiene recursos directamente de los inversionistas evitando, en efecto, la intermediación financiera tradicional y sus correspondientes costos.
- d) Ofrece al inversionista valores mobiliarios con bajo riesgo y alta rentabilidad. Los valores que se emitan en un proceso de securitización, al contener el derecho exclusivo de dirigirse contra activos específicos, ofrecen un menor riesgo en comparación a los valores que emita directamente la originadora, los cuales otorgan un derecho similar al resto de sus acreedores (en el caso que se emitan valores que representen un derecho de crédito), de dirigirse contra la masa de activos. Esto es particularmente cierto cuando la calidad del crédito de la originadora es más baja que algunos de sus activos.
- e) Elimina posibles pérdidas derivadas de la falta de calce del interés que generan tales activos con relación a los pasivos asumidos para adquirirlos. En la intermediación financiera, como se sabe, uno de los mayores riesgos del intermediario estriba en el posible desbalance de tasas, plazos e incluso monedas, entre su captación

y los activos que origina. La securitización le permite realizar un proceso cronológicamente inverso al que en lo normal se desarrolla en el sistema financiero, en virtud de que las condiciones del pasivo del patrimonio autónomo, esto es, de los valores securitizados, coinciden con las características del activo respectivo. De allí que se diga que el patrimonio autónomo nace calzado, dado que la estructura de tasas, plazos y moneda del pasivo responde a las características de activos financieros preexistentes, generadores de un flujo de caja predecible.

- f) Permite reorganizar el flujo de caja de los activos subyacentes y emitir valores con las características del inversionista al cual se quiere llegar. Igualmente, al ser posible la emisión de valores de características y riesgos distintos con respaldo en el mismo conjunto de activos, su colocación puede efectuarse entre un universo más amplio de inversionistas, lo que incrementa las posibilidades de éxito de la emisión.
- g) Permite acceder a otro tipo de inversionistas. La posibilidad de emitir valores con características distintas a los activos que les sirven de respaldo le permite acceder a nuevos segmentos de inversionistas, lo que no podría lograr si la emisión la efectuara en forma directa, por lo que a mayores fuentes de recursos, mayores posibilidades de obtenerlos en forma más económica.
- h) Posibilita la obtención de precios de mercado en la transferencia de los activos, evitando, en consecuencia, la necesidad de transferirlos con el descuento respectivo con el que se acostumbra transferir los activos ilíquidos.
- i) Posibilita el *spread* o ganancia por diferencial entre tasa de crédito y el precio de la securitización, cuando se transmiten los títulos securitizados.

b. Para los inversionistas

- a) Ofrece al inversionista un título de muy bajo riesgo y de alta rentabilidad. En los títulos de deuda tradicional, vale recordar, la calificación del riesgo se hace sobre la capacidad de pago de la empresa emisora; en tanto que en los títulos securitizados el riesgo se

califica en los títulos mismos y en los activos que lo respaldan, independientemente de la calidad de la empresa originante y del riesgo de ésta.

- b) Contribuye al desarrollo del mercado de capitales, toda vez que ofrece una mayor variedad de títulos de oferta pública. Esto permite captar al máximo los diversos portafolios de inversión que manejan los grandes inversionistas.

5.- Nota conclusiva

En esta sede no nos queda otra alternativa que recomendar una mayor aceptación de estos contratos, que si bien no solucionan todo el problema de financiamiento empresarial, si lo hacen en una forma importante. No hay que pensar mucho para optar por cualquiera de ellos; solo se debe pensar para qué se quiere el financiamiento.