

RÉGIMEN LEGAL DE OPERACIONES CON ACTIVOS FINANCIEROS

Luis Pizarro Aranguren
Profesor de Derecho Civil
Pontificia Universidad Católica del Perú
Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas

En nuestro país se constata la frecuente necesidad de las empresas de obtener liquidez en determinados momentos para permitir su desarrollo. Un mecanismo de generación de dinero consiste en la disposición de sus cuentas por cobrar u otros activos financieros, que en puridad son derechos de cobro a futuro que se transfieren a cambio de una suma dineraria. A estas transferencias se les ha llamado "operaciones con activos financieros".

En el presente artículo el autor realiza un análisis legislativo de las funciones y características de las operaciones que se pueden realizar con activos financieros; específicamente trata sobre las diferencias y el campo de aplicación del factoring, el descuento y la compra de cartera.

Concluye señalando que el articulado referido a estas figuras es deficiente, incurre en incoherencias terminológicas y conceptuales que pueden llevar a costosas confusiones. La legislación relativa a la materia debe darse teniendo como premisa la comprensión de las necesidades del mercado y de los intereses de los agentes económicos involucrados, de modo que resulte financieramente eficiente.

El presente artículo tiene como finalidad exponer, desde una perspectiva legal, las funciones y características de las operaciones que se pueden realizar con activos financieros, principalmente, (i) el *factoring*¹ (ii) el descuento; y, (iii) la compra de cartera.

La premisa que sustentó y alimentó nuestra inquietud para escribir algunas líneas sobre este tipo de operaciones proviene de constatar la necesidad de diversas compañías en el mercado de obtener liquidez inmediata para su desarrollo empresarial, utilizando sus cuentas por cobrar u otros activos financieros como fuente de generación de dinero.

Debemos aclarar, sin embargo, que el enfoque de nuestro análisis tiene ciertas limitaciones (fronteras), que nos hemos autoimpuesto para concentrar nuestra energía de estudio en la evaluación jurídica actual en el Perú de este tipo de transacciones. Por lo tanto, no serán materia importante de nuestro interés, en el presente trabajo, las diversas y complejas teorías que en la producción académica mundial se han formulado para distinguir la denominada "naturaleza jurídica" del *factoring*, el descuento o la compra de cartera. Mucho menos, obviamente, nos ocuparemos de descubrir el origen histórico de estos instrumentos financieros, esfuerzo interesante pero innecesario para nuestros fines.

Nuestra atención se focalizará en responder preguntas como las siguientes: conforme el régimen legal vigente, ¿quién puede adquirir activos financieros?, ¿qué tipo de activos financieros pueden transferirse?, ¿qué tipo de títulos o contratos pue-

¹ No existe una traducción exacta de la palabra anglosajona "*factoring*" al castellano, por lo tanto, la mantendremos como tal en el presente artículo.

den ser objeto de operaciones con activos financieros?, ¿cuáles son las diferencias vigentes en el sistema legal peruano entre un descuento, un *factoring* y una compra de cartera?, ¿qué consecuencias prácticas se derivan de cada operación para las partes que las formalizan? o ¿qué efectos y costos tributarios conllevan estas transacciones?

1. NECESIDADES FINANCIERAS: ¿QUÉ OCURRE EN LA REALIDAD?

Comenzaremos describiendo y descubriendo el origen en el mundo real de las operaciones con activos financieros: la necesidad de liquidez de las empresas.

Veamos algunas situaciones:

La empresa "Comando" vende automóviles al crédito, por lo tanto, tiene en sus activos cuentas por cobrar que suman las cuotas que sus clientes se han comprometido a pagarle en el tiempo. Por su parte, la empresa "Finance" es una compañía con recursos suficientes en su caja para prestarlos o invertirlos en el mercado obteniendo una ganancia o rentabilidad. Dada la necesidad de la empresa "Comando" de comprar (o importar) más autos para ampliar el volumen de sus ventas, se le presentan dos opciones: (i) buscar financiamiento de un tercero; o, (ii) utilizar sus cuentas por cobrar para obtener liquidez.

En el primer caso (recorrir a terceros), nuestra empresa "Comando" podrá recurrir a un banco (o cualquier otro intermediario financiero) para solicitarle un préstamo a cambio del pago de una tasa de interés compensatorio, o bien podrá dirigirse al mercado de capitales para colocar valores mobiliarios a cambio de una rentabilidad fija o variable².

En el segundo caso (usar sus cuentas por cobrar), podemos graficar, a su vez, diversas situaciones:

Desde el punto de vista del objeto de la transferencia, las cuentas por cobrar pueden estar instrumentadas en títulos valores (pagarés o letras de cambio, por ejemplo) o en simples contratos de venta de autos a plazos. En el primer supuesto, "Comando" tendrá que endosar los títulos a favor de "Finance", quien los adquirirá en propiedad. En

el segundo caso, ambas empresas tendrán que suscribir un contrato de cesión de derechos o de cesión de posición contractual³ para transmitir los activos financieros.

Desde el punto de vista de la garantía, "Comando" puede constituirse en fiador de los deudores cedidos; por lo tanto, en caso éstos incumplan los pagos con "Finance", ésta puede recurrir solidariamente también contra "Comando". Sin embargo, es perfectamente posible que la transferencia de los créditos de "Comando" a "Finance" se realice con plena y total desvinculación de "Comando"; por lo tanto, "Finance" sólo tendrá como deudores a las personas cedidas que fueron originales clientes de "Comando".

Desde el punto de vista de la cobranza, puede darse el caso de que "Finance" se encargue de cobrar directamente las cuotas de los deudores cedidos, en razón de su nueva condición de acreedor; pero no es extraño que "Finance" decida que la responsabilidad de la cobranza se mantenga en "Comando", dada la infraestructura ya establecida de una empresa que vende autos al crédito.

Desde el punto de vista de la situación de las deudas, es posible, también, que las obligaciones que se transfieren de "Comando" a "Finance" puedan ser deudas vencidas o deudas por vencer.

Desde el punto de vista de la contraprestación, "Finance" puede pagarle a "Comando" por el valor de las cuentas por cobrar que se transfieren, al contado o en cuotas.

Desde el punto de vista de la integridad de la relación jurídica que se transfiere, "Finance" puede adquirir solamente las cuentas por cobrar de "Comando", o bien ésta le puede transferir no sólo los derechos derivados de los contratos de venta de autos a plazos sino también las obligaciones y, en consecuencia, a partir de la transferencia, "Finance" asumirá un conjunto de responsabilidades con los antiguos clientes de "Comando", como la garantía de buen funcionamiento de los autos, por ejemplo. Desde el punto de vista del valor de los activos financieros, "Finance" puede pagarle a "Comando" el valor nominal de la cartera a la fecha de transferencia o valores inferiores o superiores.

² En este caso la empresa puede emitir cualquier tipo de título de deuda (bonos, pagarés, papeles comerciales, certificados, etc) o de capital (acciones comunes, acciones sin derecho a voto, participaciones, etc.) y colocarlos en el mercado en ofertas públicas o privadas. La colocación puede realizarse en el mercado local o internacional.

³ En el caso de la cesión de posición contractual tendrán que intervenir los clientes (deudores) de "Comando" expresando su consentimiento, a diferencia del caso de la cesión de derechos donde bastará la simple notificación fehaciente a los referidos clientes.

Desde el punto de vista de la integridad de la cartera, "Finance" puede comprar un conjunto determinado y detallado de cuentas por cobrar o una cartera flotante de deudas que "Comando" puede (o debe) ir sustituyendo.

Por último, desde el punto de vista de la estabilidad de la operación, "Comando" puede o no asumir un derecho de recompra de la cartera, en un plazo o bajo determinadas condiciones.

Ahora cambiemos la situación y describamos un segundo caso. Imaginemos a la "Universidad ALC", que el 1 de marzo de un año cualquiera tiene matriculados un número de alumnos X que pagarán durante ese ciclo (período académico) 5 cuotas mensuales de US\$ Y. En otras palabras, los funcionarios de "ALC" saben que a finales del mes de julio de ese mismo año recibirán un monto total (US\$ Z) producto de multiplicar X por 5 por Y.

Sin embargo, con la finalidad de hacer inversiones inmobiliarias en su campus, "ALC" requiere tener US\$ Z, o un monto cercano a esa cifra, el 1 de marzo y no el 31 de julio. Utilizando la misma lógica de nuestro ejemplo anterior, "ALC" podría solicitar un préstamo a un banco o financiarse en el mercado de capitales⁴. Sin embargo, también podemos pensar como posible una situación en la cual nuestra conocida empresa "Finance" le adquiera los derechos que "ALC" tiene como consecuencia de la admisión y matrícula de sus alumnos en el presente ciclo. En ese escenario, "ALC" recibe de "Finance" el 1 de marzo US\$ Z-C, y "Finance" recibirá US\$ Z pero a lo largo de los meses, conforme paguen los alumnos de "ALC". En nuestro ejemplo, C es el descuento que "ALC" tiene que hacerle a "Finance" para que la operación sea también un negocio para esta última.

Al igual que en nuestro ejemplo de la venta de autos al crédito, podemos ubicar varios supuestos y variantes diversas de situaciones entre "ALC" y "Finance" respecto de la cobranza a los alumnos, las garantías, las responsabilidades, etc., escenarios posibles de acuerdo entre las partes⁵.

Incluso podemos extremar nuestro mismo caso de financiamiento universitario y proyectar la misma operación a los ingresos que "ALC" recibirá de sus alumnos presentes y futuros no sólo en el ciclo donde se concretó la matrícula, sino también de ciclos futuros. En este caso, las partes tendrán que recurrir a un estudio estadístico que establezca verosimilmente cuántos ingresos por pensiones recibirá "ALC" en un plazo establecido.

Como es obvio, cuando aterrizamos en la realidad y construimos circunstancias reales podemos extender centenares de ejemplos que nos lleven a describir muchas situaciones análogas⁶.

Lo importante a esta altura del trabajo es rescatar las necesidades empresariales que están subyacentes en nuestros casos hipotéticos para verificar si el sistema legal tiene respuestas y estructuras adecuadas para satisfacerlas en forma eficiente y segura.

De las situaciones descritas advertimos que en el mercado existen diversas actividades económicas que sustentan su situación financiera sobre la base de flujos de dinero que reciben en el tiempo. Son sectores económicos que prestan servicios o venden bienes pero que no reciben un pago inmediato, por lo tanto, tienen derecho a cobrar en el futuro. Para los efectos del presente artículo denominaremos "activos financieros"⁷ a aquellos derechos y "operaciones con activos financieros" a las transferencias de esos derechos a otras empresas a cambio de liquidez inmediata⁸.

⁴ Actualmente, las universidades pueden recurrir al mercado de valores para financiarse como cualquier persona jurídica privada. Con la derogada Ley General de Sociedades, sólo las sociedades anónimas podían emitir obligaciones, norma felizmente derogada por la Ley 26887.

⁵ Un tema interesante que diferencia el caso de "Comando" y "ALC" es el hecho que en la primera situación "Comando" ya entregó los autos a los clientes (ya cumplió su obligación), mientras que "ALC" presta los servicios de enseñanza a los alumnos en el transcurso del tiempo, en la medida que éstos van pagando.

⁶ Otros casos típicos son las cuentas por cobrar de las empresas que administran tarjetas de crédito, los contratos de exportación o los flujos esperados de las empresas que prestan servicios públicos.

⁷ Frank Fabozzi, Franco Modigliani y Michael Ferri en su obra colectiva "Mercados e Instituciones Financieras" dicen que los "activos financieros son activos intangibles. Para los activos financieros el valor o beneficio típico es una obligación de dinero a futuro. (...) En el caso de un préstamo para comprar un automóvil, los términos establecen que el prestatario debe efectuar los pagos especificados al banco comercial a lo largo del tiempo. El flujo de efectivo para este activo está compuesto de los pagos especificados que debe hacer el prestatario"

⁸ Los mismos Fabozzi, Modigliani y Ferri afirman que "un principio económico básico es que el precio de cualquier activo financiero es igual al valor presente de su flujo de efectivo esperado, incluso si el flujo de efectivo no es conocido con certeza".

2. PRECISIONES TERMINOLÓGICAS: NO TODO ES FACTORING

En las situaciones detalladas en el punto anterior describimos, probablemente, la gran mayoría de casos de operaciones con activos financieros, en consecuencia, deberíamos atribuirle a cada una un concepto específico para desarrollarlo y una denominación legal para distinguirlas unas de otras. Sin embargo, esa tarea no resulta del todo sencilla, pues nos enfrentamos, en primer lugar, a un inconveniente de lenguaje: no existe homogeneidad entre los títulos (denominaciones) de las operaciones y el contenido de las mismas. Por ejemplo, resulta frecuente constatar que muchos agentes financieros consideran que el *factoring* es una operación genérica que tiene muchas modalidades y desean realizar *factoring* cuando en realidad su intención es hacer una operación que no se denomina de esa manera.

Una consecuencia más alarmante de este reparo lingüístico es que existen personas que quieren constituir empresas de *factoring* para realizar todas las modalidades de operaciones que describimos en el punto anterior del presente artículo, sin saber que en realidad, conforme al régimen legal peruano vigente, el *factoring* no representa más que a unas pocas de esas operaciones.

En conclusión, debemos tener extremo cuidado en atribuir un título a una operación cuyo contenido no necesariamente puede corresponder a dicha denominación.

Nuestra tarea a continuación consistirá en construir un esquema que nos permita distinguir realmente las diferencias prácticas entre el descuento, el *factoring* y la compra de cartera.

3. ESQUEMA DE OPERACIONES CON ACTIVOS FINANCIEROS: LA LGSF COMO INSTRUMENTO DE ACLARACION

Siendo operaciones de claro contenido financiero, nuestra primera fuente de análisis es la Ley del

Sistema Financiero (LGSF)⁹. Pues bien, teniendo en consideración que la LGSF establece estrictamente aquellas operaciones que pueden llevar a cabo las instituciones autorizadas para realizar intermediación financiera¹⁰, recurrimos al artículo 221 de esta norma, el mismo que establece el listado de operaciones que las instituciones financieras se encuentran autorizadas a realizar¹¹.

Pues bien, en el referido artículo encontramos tres menciones independientes de las operaciones que nos ocupan en el presente artículo:

El inciso 4 dice que las empresas podrán descontar y conceder adelantos sobre letras de cambio, pagarés y otros documentos comprobatorios de deuda. El inciso 10 dice que las empresas podrán realizar operaciones de *factoring*.

Finalmente, el inciso 26 dice que las empresas podrán celebrar contratos de compra o de venta de cartera¹².

Seguidamente, confrontaremos estas tres modalidades para distinguirlas.

3.1. Descuento vs. *Factoring*: la diferencia es la responsabilidad

Conforme hemos visto, según la LGSF el descuento tiene como objeto letras de cambio, pagarés y otros documentos comprobatorios de deuda.

Sin embargo, no existe ni en la LGSF ni en ninguna otra norma vigente que conozcamos una definición o alcance conceptual del *factoring*. Por lo tanto, nos valemos de la definición de "empresas de *factoring*", que conforme a la propia LGSF son empresas especializadas.

El inciso 8 del artículo 282 de la LGSF nos dice que la especialidad de la empresa de *factoring* consiste en la adquisición de facturas conformadas¹³, títulos valores y en general cualquier valor mobiliario representativo de deuda.

⁹ Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros (Ley No. 26702), comúnmente denominada la Ley de Bancos.

¹⁰ Conforme el Anexo-Glosario de la LGSF "intermediación financiera" implica la actividad habitual consistente en la captación de fondos, bajo cualquier modalidad, y su colocación en forma de créditos o inversiones.

¹¹ Debe advertirse que no todas las empresas que forman parte del Sistema Financiero (empresas bancarias, empresas financieras, cajas municipales de ahorro y crédito, cajas municipales de crédito popular, cajas rurales de ahorro y crédito, etc.) pueden realizar todas las operaciones descritas en el artículo 221. La posibilidad de realizar más operaciones dependerá del denominado "esquema modular", que es un conjunto de reglas que la propia LGSF ha previsto para que las instituciones financieras vayan accediendo a las mismas.

¹² Para efectos de nuestro artículo no nos corresponde abordar el tema de "las ventas de cartera" por parte de las instituciones financieras, no obstante la riqueza que representa, en tanto que sus funciones y finalidades no corresponden a la lógica de las operaciones con activos financieros. Por lo tanto sólo evaluaremos las compras de cartera.

¹³ El artículo 237 de la LGSF dice que la factura conformada es un título valor que representa bienes entregados y no pagados y que una vez firmada por el deudor constituye prenda flotante sobre los mismos bienes. Ejemplo: el distribuidor de licores entrega 10 cajas de

En nuestra opinión, las normas sobre descuento y *factoring* no han tenido una redacción adecuada, completa y compatible. No logramos comprender totalmente a qué se refiere la norma de descuento cuando dice "documentos comprobatorios de deuda" o cuando la norma de *factoring* dice "valor mobiliario representativo de deuda". Podríamos comenzar a elucubrar teóricamente las diferencias entre "documento" y "valor mobiliario" o entre "comprobatorio de deuda" y "representativo de deuda" y probablemente encontraríamos textos académicos muy ricos al respecto, sin embargo, asumimos la presunción que no existió coordinación entre la redacción de una norma y la otra, pero lo que parece claro, en medio de la oscuridad que proyecta la literalidad de los dos textos enfrentados, es que ambos hacen referencia a títulos valores.

En efecto, una letra de cambio, un pagaré, un documento comprobatorio de deuda, una factura conformada y un valor mobiliario representativo de deuda¹⁴, son títulos valores. Por lo tanto, el descuento y el *factoring* tienen en común el objeto de la operación: siempre se realizarán sobre títulos valores.

Ahora bien, hasta esta altura no hemos avanzado nada hacia nuestra finalidad última en el presente punto: encontrar la diferencia entre descuento y *factoring* en el sistema legal peruano.

Dado que, lamentablemente, la LGSF no nos aporta mayores elementos conceptuales para cumplir con nuestro objetivo, recurriremos a los textos modernos del estudio legal de las operaciones financieras para continuar diseñando nuestro esquema.

A manera de referencia, nos valemos del conjunto de ponencias resumidas en la publicación "Jornadas sobre *Factoring*"¹⁵, a "Fundamentos de la Actividad y los Negocios Bancarios" de Morales Casas¹⁶ a "Instrumentos de Financiamiento e Inversión"¹⁷ de Parada Daza, a "Nuevas Operaciones Mercantiles"¹⁸ de Sandoval López y a "Sistemas Financieros"¹⁹ de Martínez Neira.

De las lecturas citadas, encontramos como claros elementos distintivos entre el descuento y el *factoring* el criterio de responsabilidad, de "recurso" o garantía, por el cual, en una operación de descuento, quien transfiere el activo financiero no se desvincula de la obligación y responde frente al adquirente en caso del incumplimiento del cliente cedido; en cambio, en el *factoring* la transferencia se realiza de manera plena e irrevocable, generando como consecuencia la desvinculación del que cede el activo financiero de la obligación, en otras palabras, la relación obligatoria queda directa y exclusivamente establecida entre el deudor original y el adquirente del activo.

En nuestro ejemplo matriz, estaremos frente a una transacción denominada "descuento" cuando "Comando" transfiera a "Finance" un título valor pero "Finance" pueda dirigirse no sólo al deudor cedido sino también a "Comando", de tal manera que la responsabilidad o garantía de la operación se mantiene en "Comando". En cambio, reconoceremos un *factoring* cuando "Comando" transfiera a "Finance" un título valor y desde el momento de la cesión "Comando" sea irresponsable respecto al activo financiero, quedando "Finance" exclusivamente vinculado con el excliente de "Comando" y único deudor del crédito.

cerveza a la tienda "Chino", pero el dueño de la tienda le pagará al mencionado distribuidor 30 días después de recibir la mercadería. El dueño de la tienda le firma al distribuidor un título valor que se llama "factura conformada" por la cual se compromete a pagarle y las cervezas entregadas quedan en prenda flotante, lo que quiere decir que el dueño de la tienda podrá vender las cervezas a sus clientes pero deberá reponerlas constantemente para mantener siempre un stock que sirva de garantía ante el distribuidor. A la fecha de conclusión del presente artículo la factura conformada no ha sido reglamentada, el registro de prendas flotantes no se ha implementado y se mantienen dudas sobre la regulación de esta figura en la LGSF.

¹⁴ Tal vez el caso del "documento comprobatorio de deuda" sea el más difícil porque en términos generales no sólo los títulos valores son prueba de deuda, también podemos entender que un comprobante de pago o un contrato comprueban deuda. Sin embargo, con ánimo de encontrar una interpretación que salve la aparente incoherencia conceptual entre los conceptos de "descuento" y "*factoring*", vamos a entender, para nuestros efectos, que "documento comprobatorio de deuda" es una referencia no muy feliz de la LGSF a un título valor.

¹⁵ Edición del Servicio de Publicaciones de la Universidad Complutense de Madrid, 1992.

¹⁶ MORALES CASAS, Francisco. Jurídica Radas Ediciones. Bogotá, 1994.

¹⁷ PARADA DAZA, Rigoberto. Editorial Jurídica Conosur. Santiago 1995.

¹⁸ SANDOVAL LOPEZ, Ricardo. Editorial Jurídica Conosur. Santiago, 1994.

¹⁹ MARTINEZ NEIRA, Nestor. Biblioteca Felabab. Bogotá, 1994.

En conclusión, en ambos casos estaremos frente a transacciones cuyo objeto son títulos valores, pero cuya diferencia consiste en la responsabilidad o no que mantenga quien cede el activo financiero.

No hay que perder de vista que nuestro trabajo consiste en intentar construir una estructura lógica y coherente en las operaciones con activos financieros en el Perú, por lo tanto, resultará natural que en otras legislaciones el *factoring* pueda realizarse sobre activos financieros que no se encuentran representados en títulos valores y que impliquen que mantiene la responsabilidad quien cede el crédito. De hecho, la mayoría de tratadistas especializados hacen mención a la diferencia entre “*factoring* con recurso” y “*factoring* sin recurso” de la siguiente manera:

- *Factoring* sin recurso: Donde el factor asume el riesgo en caso de insolvencia de los deudores cedidos, sin que dicho compromiso se haga extensivo al acreedor original o cedente.
- *Factoring* con recurso: Donde el riesgo del no pago de los valores es asumido directamente por el acreedor original, por tanto, si existe algún documento que no sea cancelado por parte del cedido, entonces el factor exige al cedente que asuma el pago del valor cedido.

Para decirlo en otros términos, lo que hemos entendido nosotros como descuento u operaciones con activos financieros donde la responsabilidad o garantía de cumplimiento se mantiene en la empresa que cede el crédito, es denominado por buena parte de la doctrina como “*factoring* con recurso”. Por otro lado, lo que comprendemos como *factoring* u operaciones con activos financieros donde la responsabilidad o garantía de cumplimiento se transmite absolutamente al deudor cedido se denomina “*factoring* sin recurso”.

Como consecuencia, en el Perú, según la regulación vigente no existe el “*factoring* con recurso”, y siempre que se haga referencia a ese título tendremos que traducir que se está hablando de un descuento. Finalmente, creemos que el problema se reduce a cuestiones terminológicas que debieron evitarse con una redacción más cuidadosa de los artículos pertinentes de la LGSF, pero que nos vemos obligados a aclarar, pues las consecuencias de la regulación bancaria y financiera pueden resultar, como vere-

mos más adelante, sensiblemente diferentes en uno u otro caso.

3.2. *Factoring* y descuento versus compra de cartera: la diferencia es el tipo de activo financiero

Habiendo llegado a la conclusión, por un lado, de que lo que asemeja al *factoring* y al descuento es que ambas operaciones tienen como objeto títulos valores y, por el otro, que la diferencia central entre ellas es la responsabilidad (recurso o garantía), conviene averiguar cómo terminamos de construir nuestro esquema de transacciones sobre activos financieros en el Perú con las denominadas “compras de cartera”, que, como dijimos antes, son otra operación que las empresas financieras pueden realizar conforme lo dispone el inciso 26 del artículo 221 de la LGSF. El tema, que no deja de ser a su vez una cuestión de aclaración terminológica que proyecta una serie de consecuencias prácticas, puede solucionarse fácilmente afirmando que en el caso de las transacciones llamadas “compra de cartera”²⁰ el activo financiero no está representado por un título valor, como lo exige la LGSF para el caso del descuento y el *factoring*, sino por contratos, de tal manera que llamaremos “*factoring*” o “descuentos” a la operación por la cual “Comando” transfiere a “Finance” las letras de cambio aceptadas o los pagarés girados por los clientes de la primera empresa, mientras que entenderemos que la transacción es “compra de cartera” cuando “Comando” transfiera a “Finance” los derechos derivados de los contratos de venta de autos a plazos.

Sin embargo, nos queda un punto pendiente de definir para poder comprender totalmente la independencia conceptual de nuestras tres operaciones: ¿Qué ocurre con el criterio de la responsabilidad (recurso o garantía) en el caso de las compras de cartera?

Teniendo en consideración que no existen elementos legislativos, teóricos ni prácticos que atribuyan a las compras de cartera la transmisión o no de responsabilidad, ni razones prácticas, corporativas o financieras que justifiquen que nosotros establezcamos alguna distinción, entendemos que esta modalidad de operaciones con activos financieros puede realizarse con o sin responsabilidad del cedente o, para ser más estrictos, con los textos académicos y la jerga bancaria, no existe impedimento para reconocer la existencia de compras de cartera con recurso o sin recurso.

²⁰ Obviaremos en este momento el hecho de las diferencias que puedan existir si la operación es sobre uno o algunos créditos específica y claramente diferenciados o si se trata de “una cartera” como conjunto o colectivo determinable de créditos.

Por lo expuesto, nada impedirá a “Comando” y “Finance” acordar una transferencia de cartera de créditos en la cual “Comando” se desvincule de la responsabilidad de cumplimiento de sus clientes o bien la mantenga.

3.3. Conclusión aclaratoria

Luego de recorrer precisiones terminológicas y conceptuales llegamos a construir la siguiente estructura respecto de las operaciones con activos financieros:

Operaciones

- (i) Descuento
- (ii) *Factoring*
- (iii) Compra de Cartera

Criterios

- (i) Tipo de activo financiero
 - Títulos valores
 - Créditos no representativos en títulos valores
- (ii) Responsabilidad/Garantía/Recurso
 - Con recurso
 - Sin recurso

Estructura

Descuento = Título valor + con recurso
Factoring = Título valor + sin recurso
Compra de cartera = (No) título valor + con o sin recurso

4. LOS LÍMITES DE LAS OPERACIONES CON ACTIVOS FINANCIEROS

Teniendo como premisa el hecho de que las instituciones que realizan intermediación financiera coloquen dinero que previamente ha sido entregado en la condición de “ahorro”, la regulación bancaria establece un conjunto de medidas de protección de dichos fondos para garantizar su disposición a favor de los clientes pasivos (ahorristas) de estas empresas.

En este contexto, la LGSF establece como criterio esencial de protección del ahorro la obligación de los intermediarios financieros de diversificar sus operaciones, imponiéndoles un conjunto de límites y prohibiciones²¹.

Para graficar la situación con un ejemplo extremo, una empresa bancaria no puede concentrar el otorgamiento de sus créditos en una empresa o conjunto de empresas vinculadas, pues la concentración de riesgo perjudicaría potencialmente los depósitos entregados en ahorro a dicho banco.

En consecuencia, los intermediarios financieros deben calcular el grado de exposición de sus clientes y las empresas vinculadas a ellos para no generar infracciones sancionables por exceder los límites impuestos en la LGSF²²

Para apreciar la importancia de los límites operacionales en el desarrollo de la actividad de las instituciones financieras, volvamos a nuestro ejemplo inicial:

Si “Comando” transfiere un conjunto de cuentas por cobrar a “Finance” (empresa que para este ejemplo consideraremos como un banco, aunque más adelante apreciaremos que no resulta exclusiva de los bancos la posibilidad de realizar operaciones con activos financieros), el tema de los límites puede enfrentarnos a dos escenarios distintos:

Situación A: Si “Comando” cede integral o absolutamente los créditos a “Finance”, sin otorgar ningún tipo de garantía en caso de incumplimiento de los deudores, “Finance” tendrá tantas relaciones crediticias en su partida de cuentas por cobrar como personas cedidas. Por lo tanto, el riesgo de “Finance” se atomizará en cada una de las referidas deudas, en consecuencia, los límites operacionales establecidos en la LGSF se medirán en la relación de “Finance” con cada deudor cedido y no con “Comando”.

Situación B: Si en el mismo supuesto entre las dos empresas, “Comando” se constituye en garante de sus clientes frente a “Finance”, el riesgo de la transacción se entenderá entre “Comando” y “Finance” y, por lo tanto, los límites operacionales se deberán entender entre estas dos empresas.

Aplicando la estructura de operaciones con activos financieros, la Situación A puede representar un caso de *factoring* o de compra de cartera sin recurso, mientras que la Situación B un descuento o compra de cartera con recurso.

²¹ Conforme lo dispone la LGSF el cálculo de los límites tiene como parámetro de medición el denominado “patrimonio efectivo” de la institución financiera.

²² A manera de referencia, el artículo 206 de la LGSF establece que “Las empresas del sistema financiero no pueden conceder a favor o por cuenta de una misma persona, natural o jurídica, directa o indirectamente, créditos inversiones o contingentes que excedan el equivalente al diez (10%) de su patrimonio efectivo”

Tal vez recién se pueda comprender cabalmente la importancia de las distinciones terminológicas y conceptuales desarrolladas líneas arriba, pues el tema de los límites operacionales puede significar el punto clave para medir el éxito y la expansión de este tipo de transacciones.

Queda claro que en el caso de un *factoring* o compra de cartera sin recurso los límites permiten realizar operaciones más significativas, pues la atomización del riesgo es muy clara; en cambio, en el descuento y la compra de cartera con recurso el campo de acción de los agentes financieros es más limitado por la concentración de riesgo y la consiguiente restricción de límites.

5. ¿CÓMO JUEGA LA COBRANZA?

Hasta ahora hemos conjugado, en nuestra búsqueda de un entendimiento integral de las operaciones con activos financieros, dos criterios básicos: (i) la existencia o no de títulos valores; y (ii) el traslado o no de responsabilidad del cedente de los créditos. Nuestro resultado ha sido una definición diferenciada de las tres operaciones y, la consecuencia inmediata, la aplicación de los límites operacionales. Sin embargo, puede darse el caso de que las partes acuerden, en cualesquiera de las tres operaciones que nos ocupan, que la cobranza se mantenga en la empresa que transfiere los activos financieros o se traslade a la empresa que los adquiere.

El tema consiste en comprender si la ubicación de la cobranza (en "Comando", en "Finance" o en un tercero) es un hecho financiero relevante y, en consecuencia, jurídicamente considerable para la estructura de este tipo de operaciones.

A nuestro entender, la cobranza es un aspecto operativo y accesorio que no debe modificar las consideraciones expuestas en los puntos anteriores, toda vez que constituye la realización de actividades que no generan riesgo financiero alguno. Si "Comando" transfiere plenamente sus cuentas por cobrar a "Finance" y, en consecuencia, "Finance" asume exclusivamente el riesgo de incumplimiento de los deudores cedidos, resultará indiferente que "Finance" faculte a "Comando", dada su experiencia y conocimiento de los clientes, a mantener la cobranza, pues si "Comando" no logra el objetivo, el riesgo siempre será de "Finance". En otras palabras la actuación de "Comando" como cobrador es me-

ramente operativa, es un compromiso de medios y no de resultados, de tal forma que hubiera podido corresponder en cualquiera, en "Comando", "Finance" o un tercero.

Lamentablemente, a la fecha de entrega del presente artículo, se encuentra vigente la Circular 1974-95 emitida por la Superintendencia de Banca y Seguros, que establece que en caso exista un encargo de cobranza en una operación con cartera, se entenderá que los efectos corresponden al de un descuento. Dicho en buen romance, la norma supone que el encargo de cobranza establece un riesgo financiero entre el cobrador (cedente) y el adquirente del activo financiero, aún en el caso de que no exista garantía alguna por la transferencia.

Estamos convencidos de que una norma reglamentaria integral respecto de las operaciones con activos financieros, que debe emitir en el futuro la Superintendencia de Banca y Seguros, corregirá el error conceptual de la Circular mencionada.

6. ¿QUÉ RELACIÓN EXISTE ENTRE FACTORING Y FACTURAS? ALGUNOS APUNTES TRIBUTARIOS.

El primer referente mental que puede provocar la palabra "*factoring*" es su vinculación con la factura y que, por lo tanto, éste es el documento natural de transferencia en una operación de este tipo.

Sin embargo, más allá de coincidencias lingüísticas, creemos que el *factoring* y las operaciones con activos financieros en general, tienen muy poca relación con las facturas.

Una factura, es un comprobante de pago que debe cumplir una serie de requisitos estrictamente formales para dejar constancia contable y tributaria del pago de ventas o prestaciones de servicios. La factura no guarda relación directa con el crédito que genera la operación comercial que justifica su emisión. Tampoco es un título valor capaz de ser transferido y mucho menos un documento que incorpore un derecho de pago de tiempo²³. Por lo tanto, la factura no es ni representa un activo financiero.

Sin embargo, una vez más, lamentablemente, debemos constatar un error legislativo relacionado con nuestro tema, que prueba la tremenda confusión, o

²³ En virtud a lo dispuesto por el Código Tributario y el Reglamento de Comprobantes de Pago vigentes, la factura debe mantenerse en conservación del contribuyente como constancia de operaciones generadoras de obligaciones tributarias.

poca comprensión, de las operaciones con activos financieros.

Cuando los agentes económicos planean ejecutar una nueva operación corporativa o financiera, las decisiones empresariales pasan por un elemental criterio de enfrentamiento entre beneficios versus costos, de cuyo resultado dependerá la eficacia de su implementación. En este contexto, el costo tributario de una transacción debe ser el menor posible para lograr el atractivo financiero final. En otras palabras, el más acabado y sofisticado esquema contractual y mercantil de una operación con activos financieros, resultará inútil si los costos por pagos de tributos encarecen la operación, en tal medida que resulte más beneficioso recurrir al tradicional préstamo bancario.

A la fecha, la única referencia tributaria vigente respecto de las operaciones con activos financieros la encontramos en la Quinta Disposición Complementaria y Transitoria de la Ley del Impuesto General a las Ventas²⁴, que establece literalmente que “las operaciones de *factoring* tienen el carácter de prestación de servicios financieros a cambio de los cuales el factor recibe una comisión y la transferencia en propiedad de facturas...”. Cuáles son las ideas que se desprenden de esta norma:

(i) La norma sólo regula las operaciones de *factoring*, lo que puede llevar a una de dos hipótesis:

- a. El legislador tributario identificó *factoring* como género de todas las operaciones con activos financieros, obviando las diferencias de la LGSF; o,
- b. El legislador tributario sólo tuvo la intención de regular al *factoring* y no creyó pertinente normar los efectos tributarios del descuento y las compras de cartera.

(i) La norma define a la operación de *factoring* como “una prestación de servicios”, en la medida que quiere considerarla como un hecho imponible del Impuesto General a las Ventas. En efecto, el IGV grava la transferencia de bienes tangibles y la prestación de servicios; por lo tanto, en la medida que las cuentas por cobrar y los demás activos financieros son intangibles, si se considerara que una operación de este tipo constituye “venta”, se escaparía de los alcances del tributo, por lo tanto, la norma la califica

como “servicio” para poder considerarla como hecho gravable.

(ii) Sin embargo, la disposición tributaria que comentamos incurre en el error de configurar la existencia de un *factoring* cuando se produce la “transferencia en propiedad de facturas”, lo cual nos resulta incomprensible, pues como hemos adelantado, las facturas no se transfieren en propiedad²⁵.

En conclusión, lejos de lo que podría suponerse, la escasa regulación tributaria actualmente vigente no tiene ningún efecto, incluso podríamos afirmar que bien podría no existir.

7. ¿QUIÉNES PUEDEN HACER OPERACIONES CON ACTIVOS FINANCIEROS?

En nuestro repetidas veces mencionado ejemplo, “Comando” es una empresa con activos financieros y con necesidad de liquidez y “Finance” es una empresa que utiliza su exceso de liquidez para adquirir los activos financieros de “Comando”.

Si nos preguntamos respecto a la condición legal de “Finance”, podremos advertir una de dos posibilidades: (i) es una empresa autorizada especialmente para realizar operaciones con activos financieros por parte de alguna institución u organismo estatal, el mismo que supervisa su actuación, imponiéndole una serie de límites, formalidades, restricciones y prohibiciones; o (ii) es una empresa libremente constituida que no tiene más control que el que pudiera corresponderle a cualquier sociedad mercantil en el mercado.

Debemos partir de una premisa conceptual: la finalidad de la existencia de instituciones estatales que autoricen y supervisen las operaciones financieras es la necesidad de proteger el ahorro del público, pues dado el mecanismo de intermediación financiera, las operaciones que realizan las empresas financieras utilizan, precisamente, los fondos de sus captaciones de ahorro para colocarlos.

Con la lógica expuesta podríamos concluir que, en tanto las empresas que estiman conveniente realizar operaciones de adquisición de activos financieros no recurren a fondos del ahorro del público para financiar sus operaciones, no deberíamos entender

²⁴ Decreto Legislativo 821

²⁵ Una interpretación benévola que podemos realizar es que cuando la norma se refiere a “factura” se debe entender a “factura conformada”, que como hemos apreciado antes es un título valor que sí puede ser objeto de operaciones de cartera. Sin embargo, sospechamos que el legislador tributario no llegó a un nivel tan avanzado de sofisticación de este tipo de operaciones y si hubiera querido hacerlo hubiera expresado claramente su posición consignando “factura conformada” en lugar de “factura”.

justificado que algún órgano estatal tenga que autorizar y supervisar a este tipo de empresas.

Veamos qué ocurre en el Perú. Conforme al régimen legal vigente, en el país las operaciones con activos financieros pueden ser realizadas por: (i) directamente por una empresa bancaria, una empresa financiera o cualquier otra empresa de operaciones múltiples que por el esquema modular acceda a la posibilidad de realizar este tipo de transacciones; (ii) una subsidiaria²⁶ de una empresa de operaciones múltiples; y (iii) una empresa especializada en *factoring*.

Estas tres posibilidades nos generan dos reflexiones:

La primera es que podemos comprender que en el caso de un banco (o cualquier empresa de operaciones múltiples) y en el de las subsidiarias, en razón de la actividad de intermediación financiera que implica la protección del ahorro, se entienda que las operaciones con activos financieros deban ser supervisadas por algún órgano estatal (en nuestro caso la Superintendencia de Banca y Seguros); sin embargo, no nos queda claro por qué se considera como parte del sistema financiero, con todas las regulaciones, formalidades, restricciones, límites, prohibiciones y, eventualmente, sanciones, que ello implica, a una empresa especializada cuyo objeto exclusivo es adquirir activos financieros. En otras palabras, si los fondos requeridos para la adquisición de los activos financieros provinieran del ahorro del público -que no es el caso, pues estas empresas especializadas se encuentran impedidas de captar ahorros- nos parecería racional la necesidad de supervisión bancaria. Sin embargo, es perfectamente posible que un grupo de inversionistas estime conveniente constituir una empresa para dedicarse a comprar activos financieros e invertir capital propio para tal fin, sin que tenga que intervenir el Estado, pues en este caso no hay nada ni nadie para proteger.

La segunda idea que queremos puntualizar tiene que ver, nuevamente (y lamentablemente), con el problema terminológico que hemos expuesto líneas arriba sobre esta clase de operaciones. Si la LGSF nos dice que se pueden constituir “empresas espe-

cializadas en compra de cartera”, y no existe ninguna referencia legal a “empresas especializadas en descuento” y “empresas especializadas en compra de cartera”, deberíamos concluir que los únicos sujetos que pueden realizar descuento y compra de cartera son los bancos (y cualquier otra empresa de operaciones múltiples) y las subsidiarias de éstos. Dicho en otros términos, y aplicando nuestras propias conclusiones expuestas, quienes constituyan una empresa especializada en *factoring* sólo podrán adquirir títulos valores en operaciones sin recurso, o para decirlo en negativo, no podrán realizar operaciones con activos financieros que no estén representados en títulos valores ni transacciones con recurso (garantía o responsabilidad).

Ahora bien, en nuestra opinión, resulta inexplicable la restricción anotada, la misma que es originada por una confusión terminológica y conceptual de las operaciones con activos financieros. Debería entenderse como natural, y la ley no debería constituirse en una traba para ello, crear una empresa que se dedique, en general, a brindar diversos servicios relacionados con operaciones cuyo objeto sean activos financieros: títulos valores, contratos y flujos predecibles en el tiempo, con o sin recurso, con o sin encargo de cobranza, con o sin contraprestaciones ejecutadas, con pago a plazos o al contado, etc.

8. TITULIZACIÓN DE ACTIVOS FINANCIEROS

Los procesos de titulización²⁷, constituyen otra modalidad de operaciones con activos financieros que de manera intencional hemos aislado de nuestro análisis pues (i) su estructura no sólo se limita a la transferencia de los activos, y porque (ii) articula la adquisición de los activos financieros con una colocación de títulos en el mercado de valores. En otras palabras, su riqueza y complejidad justifican la elaboración de un artículo independiente al presente.

Utilicemos, por última vez, nuestro tantas veces referido caso de “Comando” y “Finance” para obtener liquidez, pero “Finance” obtiene los recursos para pagarle a “Comando” como resultado de un proceso de colocación de títulos en el mercado de valores. En este caso, el respaldo y garantía para los

²⁶ La LGSF señala que las subsidiarias de las empresas del sistema financiero tienen las características siguientes: (i) La participación de la empresa en el capital accionario de la subsidiaria no puede ser inferior a las 3/5 partes del capital social; (ii) El conjunto de las inversiones en subsidiarias no puede ser mayor al 40% del patrimonio de la empresa; (iii) Excepcionalmente, a pesar de tratarse de una sociedad anónima, no es exigible la pluralidad de accionistas; (iv) Los directores y trabajadores de la matriz o empresa principal pueden serlo a su vez de la subsidiaria, y, (v) Se admite la celebración de contratos entre la principal y la subsidiaria que le permitan contar con la colaboración y soporte de la primera en las áreas administrativa, informática y otros campos afines.

²⁷ La palabra “titulización” resulta de la traducción del término en inglés “*securitization*”. En otros países de habla de “*securitización*” o “*bursatización*”.

inversionistas que adquieren los títulos que coloca "Finance" son, precisamente, las cuentas por cobrar que "Comando" les transfirió. Es más, los recursos que utiliza "Finance" para pagarle a los inversionistas su capital y la rentabilidad de los títulos, proviene de la propia cobranza de las indicadas cuentas por cobrar²⁸.

En consecuencia, podemos concluir que en una operación de titulización encontramos la combinación de (i) una transferencia de activos financieros, a la cual se le podrán aplicar todos nuestros análisis sobre el descuento, el *factoring* y la compra de cartera, y (ii) una colocación de títulos en el mercado de valores para financiar la referida transferencia.

9. IDEAS FINALES

Lo que hemos pretendido provocar al escribir el presente artículo es muy simple: las operaciones con activos financieros, tan importantes en las planificaciones corporativas en nuestros tiempos, tienen diversas modalidades y matices, dependiendo de las características propias de los negocios, del mercado y de la negociación entre las partes.

Lamentablemente, la regulación contenida en la LGSF sobre este tipo de operaciones, y que se proyecta, incluso, en la escasa normatividad tributaria sobre la materia, es deficiente, pues incurre en incoherencias terminológicas y conceptuales y, en consecuencia, en limitaciones inexplicables y confusiones costosas.

La solución probablemente pase por la necesidad de modificar el texto de la LGSF para regular adecuada y orgánicamente todas las operaciones con activos financieros y/o esperar que la Superintendencia de Banca y Seguros, en ejecución de sus atribuciones, reglamente con flexibilidad y pragmatismo las indicadas transacciones para salvar las incoherencias y oscuridades.

El mensaje final es claro y simple: la regulación legal de las operaciones financieras no puede tener como fuente la elucubración teórica, la legislación comparada o las discusiones de laboratorio jurídico; se requiere entender las necesidades del mercado y procesar los intereses de los agentes económicos en normas claras, abiertas, predecibles, seguras y financieramente eficientes.

²⁸ Existen diversas modalidades y variantes de la titulización de activos. Ahora bien, en términos generales, "Finance" puede (i) adquirir directamente las cuentas por cobrar de "Comando" y formar un patrimonio autónomo, independiente jurídicamente de las demás cuentas de sus estados financieros; o (ii) se pueden transferir a una empresa cuyo único objeto es adquirir las cuentas por cobrar y emitir los títulos respaldados con los referidos activos financieros.