

PROTECCIÓN EX ANTE v. PROTECCIÓN EX POST: LA EJECUCIÓN DE COLATERALES EN OPERACIONES DE FINANCIAMIENTO*

EX ANTE v. EX POST PROTECTION: THE IMPLEMENTATION OF COLLATERALS IN FINANCING TRANSACTION

Freddy Escobar Rozas**
Lazo, De Romaña & CMB
Universidad del Pacífico

Collaterals are actives (material and immaterial) that act as warrants against any financial operation. This figure allows to reduce risks related to financial operations throughout credit qualification of the protected agent. For this reason, an adequate regulation of its execution (ex ante and ex post) is useful to reduce situations originated by information asymmetry.

In this article, the autor develops the legal treatment of this juridical figure and its applicable regimens, analyzing the juridical and economic implications of the two ways to protect its execution: juridical proceedings (ex ante) and extra juridical proceedings (ex post).

KEY WORDS: *Collaterals; financial operations; ex ante and ex post protection; risk reduction; subordination risk.*

Los colaterales son activos (materiales e inmateriales) que actúan como garantía ante cualquier operación financiera. Esta figura permite reducir los riesgos relacionados a las operaciones financieras por medio de la calificación crediticia del agente al que se respalda. Es por ello que una adecuada regulación de su ejecución permite reducir los problemas originados por la asimetría de información.

En el presente artículo, el autor desarrolla el tratamiento legal de esta figura jurídica y los regímenes aplicables a la misma, analizando las implicancias jurídicas y económicas de los dos medios de protección para su ejecución: la vía judicial (ex ante) y la vía extra judicial (ex post).

PALABRAS CLAVE: *Colaterales; operaciones financieras; protección ex ante y ex post; reducción de riesgos; riesgo de subordinación.*

* A la memoria de Jorge Avendaño Valdés y Luis Pizarro Aranguren.

** Abogado. Magister en Derecho por Harvard Law School. Profesor de Análisis Económico del Derecho y Remedios Legales en la Maestría de Derecho Civil de la Pontificia Universidad Católica del Perú (PUCP). Profesor de Instituciones Legales en la Maestría de Banca y Finanzas de la PUCP. Profesor de Contratos en la Universidad del Pacífico. Socio de Lazo, De Romaña & CMB. Contacto: fescobar@lazoabogados.com.pe.

I. INTRODUCCIÓN

El sistema legal peruano está basado en la protección judicial. Esto significa que, salvo casos excepcionales, las personas no pueden “hacer justicia por mano propia”. Si sus derechos o intereses han sido vulnerados, deben recurrir al sistema judicial con el fin de obtener la protección prevista en la ley.

El sistema judicial, sin embargo, no es eficiente ni confiable (Rochelle y Loschky, 2014)¹. Los procesos judiciales son largos, complejos y costosos. Las decisiones judiciales son impredecibles. El sentimiento de desconfianza hacia los jueces es generalizado. Por esta razón, la autoprotección ha ido ganando terreno. A los tradicionales casos de defensa posesoria y legítima defensa, se han sumado los casos de resolución de contratos y ejecución de colaterales.

En materia de ejecución de colaterales, el sistema legal peruano presenta una regulación que carece de fundamento legal y económico. Mientras los bienes afectados en fideicomiso y en garantía mobiliaria pueden ser ejecutados extrajudicialmente, los bienes afectados en hipoteca solo pueden ser ejecutados judicialmente. Esta regulación diferenciada es irracional y perversa, pues incrementa innecesariamente los costos de transacción.

Cuando un colateral es ejecutado, los intereses del acreedor y del propietario pueden no estar alineados. El primero está interesado en lograr la venta del activo en un lapso corto, a fin de, entre otras cosas, evitar el riesgo de subordinación por insolvencia². El segundo, por su parte, está interesado en lograr la venta del activo a un precio de mercado. La determinación del precio de mercado de los activos que no cotizan en mecanismos centralizados toma cierto tiempo. Por tal razón, los intereses en cuestión pueden colisionar.

El régimen de ejecución extrajudicial protege el interés del acreedor en que el activo sea vendido en un lapso relativamente corto mientras que el régimen de ejecución judicial, el interés del propietario en que el activo sea vendido a un precio de mercado.

Reconociendo la existencia de estos dos intereses legítimos en conflicto, en este trabajo propongo dos criterios para determinar en qué casos deben aplicarse los regímenes indicados. El primer criterio descansa en la existencia o inexistencia de fallas de mercado. El segundo, en la necesidad de reducir los costos potenciales totales de las partes.

II. REGÍMENES DE PROTECCIÓN EN EL TIEMPO

Por miles de años la justicia ha sido impartida por los propios individuos afectados por una agresión u ofensa. Las organizaciones sociales ancestrales (tribus) forjaron un orden en base al derecho de defenderse directamente contra el atacante. Incluso las grandes civilizaciones del pasado sostuvieron un orden basado en reglas que permitían contrarrestar una agresión u ofensa sin necesidad de la intervención de una autoridad (Christian, 2011, p. 174)³.

Los primeros sistemas de justicia desarrollados en Babilonia o en Grecia reconocían de forma explícita el derecho de defenderse usando la fuerza y el derecho de vengarse. El Código de Hammurabi establecía que si un hombre destruía un ojo de otro hombre, éste tenía el derecho de destruir un ojo de aquél⁴. Las leyes de Dracón permitían a un hombre tomar la vida de aquél que hubiese tenido relaciones sexuales con su esposa, concubina, madre o hija⁵.

Probablemente el sistema de protección judicial, tal como lo conocemos hoy, empezó a tomar forma en Roma. La significativa extensión territorial y

¹ “Residents of Latin America also have low confidence in their judicial systems and courts. This region’s history of centralized governance, weak rule of law and systemic corruption helps explain the lack of confidence in judicial systems and courts in most countries. Peru’s numbers, the lowest in Latin America, have been consistently low since tracking began in 2006. These numbers likely reflect the damage done to the rule of law by corruption scandals propagated under former Peruvian President Alberto Fujimori and the perception that his successors, Alan Garcia and Ollanta Humala, have done little to address Peru’s corruption problem. In 2012, the U.S. Department of State identified that while Peru’s law establishes an independent judiciary, corruption taints the judicial system and prevents independent operation”.

² En términos económicos, la insolvencia supone la incapacidad de pagar deudas exigibles. Esta incapacidad puede o no generar consecuencias legales, dependiendo de las acciones que adopten los acreedores.

³ Refiriéndose a los primeros imperios (Sumeria, Mesopotamia, etc.), Christian afirma lo siguiente: “[t]raditional states rarely had total control over even the formal military organizations on their lands, and few knew exactly where their own authority ended and that of regional potentates began. Outside the cities, they usually had little authority over the more localized forms of violence used to collect taxes, prosecute offenders or deal with banditry, or right local injustices. These powers were exercised by local elites or kinships groups. For most individuals, the righting of wrongs remained a duty of the household or kin group, which might seek the support of local patrons or officials, and violence was, of course, pervasive even within households, where it was used to maintain the authority of males and seniors”.

⁴ Al respecto, Código de Hammurabi, regla 196.

⁵ Revisar Demosthenes, 23.53.

temporal del dominio romano debe haber jugado un rol fundamental en la expansión del ámbito de acción del aparato judicial, así como en la aceptación generalizada de que la justicia tenía que ser impartida por los jueces y no por la propia víctima.

Consideremos algunos hitos transcendentales en la historia del *homo sapiens*. Hace 200,000 años el *homo sapiens* apareció en el Este de África (Christian, 2011, p. 177). Hace 70,000 años el *homo sapiens* inició la “revolución cognitiva”, que trajo consigo la creación de la religión y del comercio. Hace 12,000 años el *homo sapiens* domesticó ciertas plantas y animales, iniciando el fin del nomadismo. Hace 5,000 aparecieron los primeros imperios: Akkadia, Sumeria. Y hace 2,500 años aparecieron los primeros grandes imperios: Persia, Roma (Noah Harari, 2015, pp. 75, 77 y 103).

El sistema de protección judicial apareció por primera vez en la civilización persa, esto es, hace tan solo 2,500 años. Ese sistema otorgaba un amplio campo de aplicación a la autoprotección, por lo que no resulta comparable con el sistema que conocemos hoy. Pero aun si ignoramos este dato es claro que, en términos temporales, el sistema de protección judicial es una creación reciente del *homo sapiens*⁶.

III. BENEFICIOS Y COSTOS

Hoy la justicia es impartida por el Estado, a través de un sistema a cargo de funcionarios que poseen conocimiento especializado acerca de cómo resolver las disputas.

La adopción de un régimen estatal de administración de justicia genera, cuando menos, tres beneficios.

Primero, reduce los costos sociales del régimen de autoprotección. Bajo este régimen, cada afectado debe incurrir en costos para defenderse. Si **X** toma indebidamente los bienes de **A, B y C**, estos últimos deben encargarse de ubicar a **X**, recuperar sus bienes y asumir el costo total de estas tareas. Como es poco probable que **A, B y C** realicen una labor coordinada, sus acciones individuales generarán costos más altos que los que se generarían con la acción de una entidad que de forma centralizada se encargue de ubicar a **X** y de recuperar todos los bienes de **A, B y C**. ¿Por qué? Porque esa entidad se beneficiaría de los efectos de la “economía de escala”.

Imaginemos que **A, B y C** incurrían, cada uno, en costos de 5 para ubicar a **X** y de 5 para recuperar sus bienes. En este escenario, el costo social total de la autoprotección no coordinada asciende a 30. ¿Qué ocurriría si la tarea de ubicar a **X** y de recuperar los bienes estuviese a cargo de **C**? El costo social de la autoprotección sería inferior a 30, pues si bien **C** tendría que incurrir en costos adicionales de 10 para recuperar los bienes de **A** y de **B**, **C** no tendría por qué incurrir en costos adicionales para ubicar a **X**. Por consiguiente, el costo total social de la autoprotección coordinada sería, en principio, 20. Ciertamente, **C**, además de cobrar los costos adicionales de recuperación, podría cobrar una retribución. Para que la transacción tenga sentido para **A** y **B**, la retribución en cuestión tendría que ser inferior a 10⁷. En consecuencia, aun cuando **C** cobre los costos adicionales de recuperación (10) y la retribución (9), el costo social de la autoprotección coordinada sería inferior al costo social de la autoprotección descoordinada.

El sistema judicial funciona como un régimen de autoprotección coordinada. En efecto, este sistema centraliza todas las controversias y cuenta con operadores especializados tanto para tomar decisiones como para ejecutarlas, incluso por la fuerza (de ser el caso). Debido a su gran escala y a su estructura de costos fijos, el sistema judicial produce resultados sobre la base de costos marginales decrecientes.

Segundo, reduce los costos (monetarios y no monetarios) de la violencia generada por el régimen de autoprotección. Bajo este régimen el afectado determina en los hechos los límites de su derecho. Por lo tanto, es posible que actúe de manera desproporcionada e infrinja daños al agresor. Si ello ocurre, se genera una espiral de violencia debido a que el agresor se convierte en víctima y, en esa condición, busca “hacer justicia por mano propia”. Las acciones y reacciones del agresor y de la víctima producen pérdidas sociales. Bajo el régimen de protección judicial, el remedio aplicado por el Estado es proporcional. Por tanto, el agresor difícilmente se convertirá en víctima y tratará, en tal condición, de “hacer justicia por mano propia”.

Tercero, genera conocimiento colectivo. Este conocimiento, constantemente construido por las decisiones adoptadas por los jueces, reduce los costos de operación del sistema judicial, en la medida en que permite resolver nuevos casos en función de

⁶ Si la historia del *homo sapiens* fuese reducida a un día, esto es, a 1,440 minutos; el sistema de protección judicial tendría una antigüedad de, aproximadamente, 18 minutos.

⁷ Por definición, las partes solo realizarán una transacción contractual si ésta mejora la situación de aquéllas. En el ejemplo, **A** y **B** solo tendrán incentivos para contratar a **C** si la retribución de **C** es menor a 10.

interpretaciones y desarrollos de carácter doctrinario realizados en casos pasados. Esto significa que la resolución de nuevos casos se realiza sobre la base de costos marginales decrecientes. Bajo el régimen de autoprotección, el conocimiento colectivo sencillamente no existe.

A pesar de los beneficios que ofrece el régimen de protección judicial, la autoprotección ha ido ganando terreno en el ámbito del Derecho Privado. A los tradicionales casos de legítima defensa y defensa posesoria inmediata, que permiten a la víctima repeler lícitamente la agresión, se han ido sumando otros casos de autoprotección en materia contractual. Primero, el legislador aceptó la posibilidad de que las partes contratantes ejerzan remedios contractuales sin necesidad de intervención judicial (por ejemplo, la resolución). Posteriormente, el legislador aceptó la posibilidad de que el acreedor ejecute directamente determinados colaterales (por ejemplo, la garantía mobiliaria).

El avance de la autoprotección en el ámbito del Derecho Privado se explica, en general, en los altos costos que demanda la protección judicial. Los procesos judiciales son complejos y extensos. Las decisiones judiciales son impredecibles. En materia de justicia existe una brecha considerable entre la demanda de la sociedad civil y la oferta del Estado.

IV. DOS CARAS DE UNA MISMA MONEDA

La protección judicial y la autoprotección no son sino dos caras de una misma moneda. La primera supone una intervención *ex ante* del juez para validar la pretensión de la "víctima". La segunda supone una intervención *ex post* del juez para validar la defensa del "agresor". Y es que en un sistema democrático, ninguna persona puede ser privada de la posibilidad de dirigirse al juez para que dirima, como tercero imparcial, una controversia sobre hechos o derechos (Ripstein, 2015, p. 75)⁸.

Imaginemos que **A** incumple el contrato y **B** desea dejarlo sin efecto. Bajo el sistema de protec-

ción judicial, **B** tiene que demandar la resolución del contrato y asumir la carga de probar el incumplimiento. **A**, por su parte, tiene que asumir la carga de probar que el incumplimiento en cuestión no es causa suficiente para resolver el contrato. En tanto el juez no tome una decisión definitiva amparando la pretensión de **B**, éste no puede considerar que la relación contractual ha dejado de existir. La "víctima", por tanto, requiere que un tercero imparcial valide su derecho a la resolución.

Bajo el sistema de autoprotección, **B** puede poner fin al contrato de forma directa. Si **A** considera que el incumplimiento no es causa suficiente para la resolución, entonces **A** tiene que demandar la invalidez de la decisión adoptada por **B**. En tanto el juez no tome una decisión final amparando la pretensión de **A**, éste no puede considerar que la relación contractual se encuentra aún vigente. El "agresor", en consecuencia, requiere que un tercero imparcial valide su defensa contra el derecho a la resolución.

La decisión de establecer la aplicación de un régimen de protección judicial (*ex ante*) o de un régimen de autoprotección (*ex post*) supone, en consecuencia, asignar a una de las partes la carga de activar el aparato judicial para validar el ejercicio de un derecho o el ejercicio de una defensa contra un derecho. La distribución de la carga en cuestión ha de ser realizada en función de consideraciones racionales. En toda disputa ambas partes enfrentan perjuicios potenciales. El criterio que busca reducir el costo total de tales perjuicios es, desde una perspectiva económica y moral, justificado.

V. EX ANTE v. EX POST

Los regímenes *ex ante* y *ex post* no solo operan en el ámbito procesal. La intervención del aparato legal puede ocurrir antes de que **A** realice la actividad **X** o después de que **B** realice la actividad **Y** (Shavell, 2004, p. 572)⁹.

⁸ Ripstein señala "The role of a court in a legal system that separates legislative, executive and judicial power is to resolve disputes on the terms on which they present themselves. Volumes of political philosophy could be written about the nature of the exercise of public power by the court in resolving disputes, but a few sentences are sufficient here. The court's power to resolve disputes is required in a system in which everyone is supposed to enjoy their private rights and rights survive their own violation. If the plaintiff is not in charge of the defendant, then the plaintiff's allegation that the defendant has violated some right of the plaintiff is just that -an allegation- until a third party with authority over both the plaintiff and the defendant resolve the dispute on its merits (...) the basic idea of a relational right surviving its own violation in the form of a remedy requires institutions to adjudicate disputes and order remedies designed to give effect to antecedent rights. The point comes up when rights are in dispute, but it reflects a more general requirement that rights be upheld by a public authority entitled to decide on behalf of everyone, including both parties to a dispute. This structure manifest itself even in cases in which the law permits self-defense; the question of whether the circumstances warrant is subject to review, even in cases of self-defense. This is just the requirement that disputes be resolved in accordance with law; the court sits as arbiter because the court's task is to apply the law to particulars on behalf of everyone".

⁹ Al respecto, Shavell señala "The time at which legal intervention takes place is a primary dimension of any means of controlling behavior. Intervention may occur before an act is committed, usually through outright prevention of the act.

Los sistemas legales no permiten que una empresa ponga en funcionamiento una planta nuclear sin antes obtener una serie de autorizaciones que reduzcan al máximo el riesgo de accidentes. Debido a que los daños ocasionados por accidentes nucleares suelen ser inconmensurables, los sistemas legales se concentran en reducir, *ex ante*, la probabilidad de que tales daños ocurran.

Los sistemas legales, por el contrario, permiten que una persona conduzca un automóvil sin necesidad de obtener autorizaciones que reduzcan al máximo el riesgo de accidentes. Debido a que los daños ocasionados por accidentes automovilísticos suelen ser conmensurables, los sistemas legales se concentran en remediar, *ex post*, tales daños.

Los regímenes *ex ante* y *ex post* no solo operan en el ámbito de los daños; también lo hacen en el ámbito de la emisión de deuda.

El ordenamiento jurídico no permite a una empresa emitir instrumentos de deuda por oferta pública si antes no obtiene una autorización de la agencia reguladora del mercado de capitales. Debido a la existencia de asimetría informativa entre el emisor y los inversionistas a los que se dirige la oferta pública, los sistemas legales disponen que la referida agencia compruebe *ex ante* que los documentos de emisión cumplen con las exigencias legales que buscan eliminar dicha asimetría.

El ordenamiento jurídico, en cambio, permite a una empresa emitir instrumentos de deuda por oferta privada dirigida de forma exclusiva a “inversionistas institucionales”, sin que resulte necesario obtener autorización previa alguna. Debido a que no existe asimetría informativa entre el emisor y los “inversionistas institucionales”, los sistemas legales facultan al emisor a realizar directamente la operación¹⁰ y disponen que la agencia reguladora efectúe una revisión *ex post* de los documentos de emisión¹¹.

Los regímenes *ex ante* y *ex post* no solo son empleados por el legislador para establecer bajo qué condiciones es posible realizar una actividad determinada; también son empleados por las partes contratantes para establecer las condiciones en las que pueden ejercer sus derechos. En una operación de adquisición, las partes pueden establecer que la transferencia de propiedad del activo no será efectuada si se presenta un evento sustancial adverso. Dicho evento puede ser definido de dos formas: (i) como un evento que afecta de forma adversa y material al *target*; o, (ii) como un evento que, a criterio razonable del adquirente, afecta de forma adversa y material al *target*. La primera fórmula obliga al adquirente a demostrar la existencia del evento indicado; mientras que la segunda fórmula obliga al transferente a demostrar que el juicio del adquirente no es razonable.

La decisión de operar con un régimen *ex ante* o con un régimen *ex post* ha de basarse en un análisis costo-beneficio. En materia de daños, por ejemplo, el régimen *ex post* suele ser más eficiente cuando se trata de daños de poca magnitud, mientras que el régimen *ex ante* suele ser más eficiente cuando se trata de daños de gran magnitud. En efecto, si los daños potenciales son de poca magnitud, tiene sentido económico que la intervención estatal no interfiera en la realización de la actividad X y simplemente obligue a resarcir los referidos daños y, por tanto, a internalizar los costos que impone la actividad en cuestión. Por el contrario, si los daños son de gran magnitud, tiene sentido económico que la intervención estatal permita la realización de la actividad. Y una vez que se reduzca la probabilidad de que tales daños se produzcan y, por tanto, de que no sean internalizados los costos que impone la actividad indicada.

VI. ROL DE LOS COLATERALES

En las operaciones de financiamiento los acreedores enfrentan dos problemas: selección adversa y comportamiento estratégico. El primero surge por

Examples include fencing a reservoir to prevent people from polluting it, denying a company authority to operate a nuclear plant in order to prevent harm from use of the plant (...) A second time of legal intervention is after an act has been committed but before the harm occurs (or independently of whether it occurs). Such intervention involves the use of sanctions triggered by the commission of acts. If society punishes someone for shooting at another person regardless of whether he hits him, it is imposing a sanction based on the commission of the act of shooting (...) The third time of legal intervention is after harm has occurred, by means of harm-based sanctions. This is the method of tort law, or of fines based on harm done”.

¹⁰ La Ley del Mercado de Valores permite realizar ofertas privadas primarias de valores sin necesidad de obtener autorización previa alguna. Para efectos de esta ley, una oferta privada es aquella que, sin utilizar medios masivos de difusión, (i) se dirige exclusivamente a inversionistas institucionales; o, (ii) tiene por objeto valores cuyo valor nominal o valor de colocación unitario más bajo es igual o superior a S/ 250,000.

¹¹ La Ley de Mercado de Valores permite realizar ofertas públicas primarias sin necesidad de autorización previa en caso el emisor (i) utilice los formatos denominados *E-Prospectus* y (ii) emita instrumentos de corto plazo. Si el emisor emite bonos corporativos bajo los referidos formatos, el regulador tiene un plazo de 7 días para evaluar la documentación, bajo la regla del silencio administrativo positivo.

la asimetría informativa *ex ante* que existe entre el acreedor y el deudor. El segundo surge por la asimetría informativa *ex post* que existe entre el acreedor y el deudor.

Antes de suscribir el contrato, el acreedor no tiene información perfecta sobre el perfil de riesgo del deudor. Por ello, el acreedor tiene dos opciones: (i) discriminar entre deudores con riesgo alto y deudores con riesgo bajo; o, (ii) no discriminar y agrupar a todos los deudores. En el primer caso el acreedor ofrece tasas de interés diferenciadas, que reflejan la exposición que asume frente a cada tipo de deudor. En el segundo caso, por el contrario, el acreedor ofrece una única tasa de interés, que refleja la exposición que asume frente al conjunto formado por ambos tipos de deudor. Evidentemente, esta última tasa de interés es ineficiente debido a que esconde un subsidio por parte de los deudores con riesgo bajo.

Después de suscribir el contrato, el acreedor no tiene información perfecta respecto de las decisiones que toma el deudor respecto de sus activos, contratos, negocios, relaciones comerciales, etc. El deudor puede transferir un activo valioso, asumir más deuda, realizar una inversión riesgosa, etc. Cada una de estas acciones puede incrementar el riesgo de crédito, esto es, el riesgo de que el deudor no cumpla con repagar el préstamo.

Los colaterales son usados para reducir los costos derivados de ambos problemas (Blazy y Weil, 2007, pp. 7- 8; Berger; Frame y Loannidou, 2011, p. 88-89)¹².

VII. TIPOS DE DEUDA

A. Deuda de Consumo

En un sistema de mercado los consumidores financian sus adquisiciones con sus ingresos futu-

ros. Los bancos y las demás entidades financieras otorgan préstamos para la adquisición de diversos bienes bajo la premisa de que los consumidores efectuarán el repago correspondiente con los ingresos que obtengan a lo largo del tiempo por su trabajo.

En materia de deuda de consumo el riesgo de crédito, esto es, el riesgo de que el préstamo no sea repagado, se encuentra compuesto por diversos factores. El deudor puede decidir no pagar y defraudar al acreedor. Pero también puede no tener flujos para el pago por haber perdido el empleo, por haberse sobre-endeudado, etc.

Rara vez la información es completa y perfecta. En la etapa de negociación del préstamo el banco tiene información sobre el perfil de riesgo de B, pero esa información es incompleta, es imperfecta. El banco sabe que los deudores tienen distintos perfiles de riesgo; pero no sabe si es que B es un deudor de bajo riesgo o un deudor de alto riesgo.

B puede ser un deudor de bajo riesgo. C puede ser un deudor de alto riesgo. Si el banco tuviese información perfecta, identificaría el perfil de riesgo de B y de C. Sobre la base de dicho perfil, el banco asignaría una tasa de interés diferenciada: 10% para B y 15% para C.

Como el banco no tiene información perfecta sobre B y C, puede considerar que ambos son de bajo riesgo o de alto riesgo. En el primer caso, el banco aplicará a C una tasa menor a la que corresponde a su perfil de riesgo. En el segundo caso, el banco aplicará a B una tasa mayor a la que corresponde a su perfil de riesgo. El banco puede también considerar que B y C tienen distintos perfiles de riesgo. Sin embargo, como el banco no sabe a quién le corresponde el perfil de bajo riesgo y a quién el perfil de alto riesgo, el banco puede decidir aplicar a B y

¹² Al respecto, Blazy y Weil señalan que "The use of collateral in debt contracts can be costly for lenders, borrowers, and (in some cases) even society at large. Lenders incur costs of screening and monitoring the pledged assets, as well as any enforcement and disposal expenses in the case of repossession. Collateral may also impose opportunity costs on borrowers by tying up assets that might otherwise be put to more productive uses (...) Given that collateral is costly and yet widely employed, it is natural to inquire as to the economic functions of this contracting tool. Economic theory largely explains collateral as an attempt to either compensate for *ex ante* asymmetric information or as a method of reducing *ex post* incentive problems. Specifically, one set of theoretical models explains collateral as arising from *ex ante* information gaps between borrowers and lenders that can otherwise lead to an equilibrium characterized by adverse selection and credit rationing (...) In this case, collateral allows lenders to sort observationally equivalent loan applicants through signaling. Specifically, lenders offer a menu of contract terms such that observationally equivalent applicants with higher-quality projects choose secured debt with lower risk premiums, while those with lower-quality projects self-select into unsecured debt with higher risk premiums. A second set of theoretical models motivates collateral as part of an optimal debt contract by invoking *ex post* frictions. These may include moral hazard concerns; difficulties in enforcing contracts and costly state verification. Overall, the *ex post* theories predict that observably riskier borrowers are more likely to be required to pledge collateral". De igual manera, Berger; Frame y Loannidou señalan "First, a bank is inclined to ask for collateral as it reduces loan loss in the event of default (...) Second, collateral may solve the problem of adverse selection thanks to the better information owned by the borrower in comparison to the bank before the lending decision (...) high-quality borrowers have incentives to show their quality, using a credible signal, meaning a signal that cannot be provided by low-quality borrowers. Collateral is such a signal, as it is more costly for low-quality borrowers since they have a higher chance of

a C una tasa de interés promedio: 12.5%. Si esto ocurre B subsidiará a C¹³.

Para evitar estos efectos perversos, no deseados, B puede demostrar que tiene un perfil de bajo riesgo ofreciendo una hipoteca en favor del banco. El colateral en este caso funciona como una señal que permite al banco efectuar una distinción entre B y C. Y esta distinción permite al banco asignar a B una tasa de interés de 10% y a C una tasa de interés de 15% (Jiménez y Saurina, 2004, p. 2201)¹⁴. El colateral, en consecuencia, elimina el costo del problema de selección adversa.

B. Deuda Corporativa

En un sistema de mercado las empresas compiten entre sí para incrementar su margen de participación y, en consecuencia, su rentabilidad. A pesar de que las empresas pueden obtener ventajas comparativas sobre la base de la innovación, la calidad o la reputación, ninguna puede ignorar la necesidad de optimizar sus costos de producción. Debido a que dichos costos constituyen un componente clave en toda estructura de precios, las empresas realizan esfuerzos constantes para reducirlos.

Las empresas recurren frecuentemente a financiamiento por dos razones. Primero porque los montos que requieren para realizar inversiones suelen ser considerables. Los accionistas rara vez están en condiciones de aportar inmediatamente tales montos. Segundo porque en términos impositivos el financiamiento suele ser menos costoso que el aporte de capital. La rentabilidad que genera cada

dólar aportado al capital social se encuentra sujeta a doble impuesto a la renta: uno que grava la ganancia de la empresa (utilidad) y otro que grava la ganancia del accionista o socio (dividendo). La rentabilidad que genera cada dólar prestado solo genera doble impuesto durante el plazo del préstamo. Por otro lado, el interés pagado es un costo deducible que reduce el monto de la renta sujeta al impuesto.

El financiamiento que obtienen las empresas genera un costo financiero debido a que la parte que financia exige el pago de intereses. Dicho costo incrementa el costo de producción de las empresas y, por tanto, afecta el precio que éstas cobran por los bienes y servicios (Becker, 2008, p. 113)¹⁵.

La tasa de interés es fijada sobre la base de diversos factores: la tasa de interés a la que el banco obtiene el fondeo para el préstamo, el riesgo de crédito y el costo de administrar el préstamo (Heffernan, 2007, pp. 156-157)¹⁶. En términos formales:

$$Ti = If + Pr + C$$

Donde: **Ti**: tasa de interés del préstamo; **If**: tasa de interés del fondeo; **Pr**: prima de riesgo; **C**: costos administrativos.

A mayor riesgo de crédito, mayor prima de riesgo y, por tanto, mayor tasa de interés (Heffernan, 2007, p. 157)¹⁷.

En materia de deuda corporativa el riesgo de crédito también se encuentra compuesto por factores

defaulting and hence of losing the collateral (...) Consequently, as collateral acts as a signaling device, it conveys valuable information on the borrower to the bank, which can then screen borrowers by offering the choice between a secured loan with a low interest rate and an unsecured loan with a high interest rate (...) Third, collateral can reduce the problem of moral hazard after the borrower has obtained the loan, by putting down his incentives to invest in riskier projects or to minimize his effort to ensure the success of the project for which loan was granted".

¹³ Una tasa de interés promedio genera un efecto perverso. Los clientes con perfil de riesgo bajo toman menos préstamos de los que tomarían en caso que la tasa de interés refleje su real perfil. Por el contrario, los clientes con perfil de riesgo alto toman más préstamos de los que tomarían en caso que la tasa de interés refleje su real perfil. En consecuencia, se produce una concentración de préstamos en el segmento más riesgoso. Esta concentración genera una situación de vulnerabilidad no compensada por la prima de riesgo pagada.

¹⁴ Al respecto, Jiménez y Saurina señalan "(...) collateral acts as a signal enabling the bank to mitigate or eliminate the adverse selection problem caused by the existence of information asymmetries between the bank and the borrower at the time of the loan decision. In a context of asymmetric information between the bank and the borrower, banks design loan contracts in order to sort out types of borrowers: high risk borrowers choose high interest rates and no collateral, whereas low risk ones pledge collateral and get lower interest rates. Even if there is symmetry ex ante between borrower and lender (i.e. the bank knows the credit quality of the borrower), the collateral helps to alleviate moral hazard problems once the loan has been granted".

¹⁵ Becker señala que "The supply of goods depends directly on cost conditions, but more fundamentally on production functions and the supply of factors of production".

¹⁶ Al respecto, Heffernan señala "(...) any bank will wish to ensure the "price" of a loan (loan rate) exceeds a risk adjusted rate, and includes any loan administration costs, that is: $Rl = i + ip + fees$, where Rl : interest rate charged on the loan; i : market interest rate, such as LIBOR or an equivalent term; ip : risk premium, negatively related to the probability of the loan being repaid ($ip = 0$ if repayment is certain) (...) Thus, the loan rate should include a "market" rate, risk premium and administration costs".

¹⁷ Heffernan afirma "The riskier the borrower, the higher the premium. Should the risk profile of the loan be altered, the rate should change accordingly (...)".

diversos. El deudor puede decidir no pagar y defraudar al acreedor. Pero también puede no tener flujos para el pago por haber tomado decisiones riesgosas, por el declive de la demanda, por la reducción de precios por mayor competencia, etc.

Cada uno de estos factores tiene un impacto particular. Por ejemplo, si el deudor toma la decisión de no pagar, el acreedor puede ejecutar forzosamente el contrato o resolverlo. En los dos casos puede, además, obtener una indemnización. En tanto el deudor tenga patrimonio neto positivo, su decisión de no pagar no afectará al acreedor. ¿Pero qué ocurre si el deudor pierde dicho patrimonio por haber tomado decisiones estratégicas, oportunistas?

Si la empresa opera íntegramente con el capital aportado por los accionistas, entonces los negocios que aquélla desarrolle solo afectarán a estos últimos. Si un negocio genera ganancias, éstas serán repartidas entre los accionistas. Y si genera pérdidas, éstas serán internalizadas por los accionistas. Pero si la empresa opera (en parte) con el dinero entregado por el banco a título de préstamo, cualquier negocio que aquélla realice afectará a dicho banco si es que el resultado es negativo (Scott, 1997, p.1449)¹⁸.

Imaginemos que el banco **B** otorga a la empresa **E** un préstamo no garantizado por USD 50 millones, con 12 meses de gracia. El valor de los activos totales de la empresa **E** asciende a USD 100 millones. Un mes después, un fondo otorga a la empresa **E** un préstamo con garantía por USD 35 millones. Los recursos entregados por el fondo son invertidos en un proyecto que arroja pérdidas por USD 25 millones. Al cumplirse el periodo de gracia del primer préstamo el valor de los activos totales de la empresa **E** asciende a USD 75 millones. Esto implica que en el transcurso de un año el riesgo de crédito se incrementó sustancialmente para el banco **B**, pues su crédito por USD 50 millones solo está cubierto por activos valorizados en USD 40 millones. La pérdida de USD 25 millones y la garantía de USD 35 millones constituida para el fondo generan esta situación de cobertura deficiente.

En este escenario, una inmobiliaria ofrece a la empresa **E** USD 20 millones por un terreno que esta última tiene en la ciudad de Lima. Con esta suma, la empresa **E** podría pre-pagar alguno de los préstamos o desarrollar un proyecto nuevo. El retorno esperado de dicho proyecto es USD 20 millones. Este retorno se basa en la siguiente proyección: diez por ciento de probabilidad de que genere una rentabilidad de USD 20 millones y noventa por ciento de probabilidad de que no genere rentabilidad alguna: $(10\%)(+USD\ 200\ MM) + (90\%)(USD\ 0) = USD\ 20\ MM$.

Si el nuevo proyecto es exitoso, el valor de los activos totales de la empresa **E** ascenderá a USD 255 millones: $USD\ 75\ MM + USD\ 200\ MM - USD\ 20\ MM$. Si el nuevo proyecto fracasa, el valor de los activos indicados ascenderá a USD 50 millones: $USD\ 75\ MM - USD\ 20\ MM$. En este último caso, el banco **B** tendrá una exposición de USD 50 millones contra activos totales de la empresa **E** valorizado en USD 15 millones, dado que la garantía del fondo comprende activos por USD 35 millones.

Desde la perspectiva de los acreedores, no es racional que la empresa use los recursos de la venta de los terrenos para desarrollar el nuevo proyecto. Los acreedores tienen derecho a recibir, además del principal, un retorno a cierta tasa. A diferencia de los accionistas, los acreedores no tienen la posibilidad de compensar las pérdidas que genere un proyecto en **T+1** con las futuras ganancias que generen otros proyectos en **T+5** ó en **T+10**. Por lo tanto, los acreedores prefieren que la empresa muestre aversión o neutralidad al riesgo. Debido a la alta probabilidad de que el nuevo proyecto no genere ganancia alguna, para los acreedores de la empresa es irracional que ésta lleve a cabo el proyecto en cuestión (Lloyd, 1991, p. 335)¹⁹.

Desde la perspectiva de los accionistas, sin embargo, es racional que la empresa use los recursos obtenidos para desarrollar el nuevo proyecto, pues aquéllos tomarán todas las ganancias en un escenario de éxito, mientras que el banco y el fondo tomarán todas o parte de las pérdidas en un esce-

¹⁸ Scott señala "Debt is, in many cases, an optimal means of financing new projects that add value to the firm. However, debt carries as well the potential conflict of risk alteration: there is an incentive for the firm's managers, who represent residual equity interests, to engage in higher-risk projects than they would if they bore the full share of the down-side risk of project failure. If the project succeeds, the equity interests capture all the gains, but if the project fails, the losses are shared with the debt holders. The debt cushion, in other words, can lead to excessively risky investments."

¹⁹ Al respecto, Lloyd señala "The fundamental difference between debt and equity gives rise to a constant tension between lenders and shareholders. Lenders, being limited to a fixed and relatively low rate of return, want to ensure they receive that rate of return. More importantly, lenders want to get their principal back. Because their upside is limited, lenders have no chance to make a killing on one deal to compensate for losses on others. As a result, lenders want the borrower to be conservative and do nothing to jeopardize the lender's investment. Shareholders, on the other hand, enjoy unlimited profit potential if the business is successful. Where increased risk means increased potential for profit (as is often the case), shareholders have good reason to accept the increased risk. Even if the shareholders lose on this deal, they may well be able to make it up on the next one".

nario de fracaso (Smith y Warner, 1979, p. 118)²⁰. Por lo demás, los accionistas pueden compensar el resultado negativo del nuevo proyecto (**T+1**) con los resultados positivos de futuros proyectos (**T+5** o **T+10**). Por esta razón, los accionistas deciden vender los terrenos e invertir los USD 20 millones en el nuevo proyecto.

Los sistemas legales priorizan los intereses de los propietarios sobre los intereses de los acreedores. En la medida en que la sociedad no sea insolvente, los accionistas tienen derecho a tomar decisiones con el fin de maximizar sus retornos, aun cuando estas decisiones incrementen los niveles de riesgo previamente asumidos por los acreedores. Solo cuando la sociedad se torna insolvente, la ley prioriza los intereses de los acreedores sobre los intereses de los accionistas, al otorgar a los primeros el control de la sociedad.

En la deuda corporativa, en consecuencia, uno de los componentes más importantes del riesgo de crédito está constituido por el denominado “problema de agencia” (Hansmann y Kraakman, 2007, p. 21)²¹. Los accionistas del deudor toman decisiones que pueden afectar los intereses del acreedor (Bebchuk y Fried, 1996, p.977)²². Dada la asimetría de información existente entre los accionistas del

deudor y el acreedor respecto de los negocios del deudor, así como la poca o nula capacidad que tiene el acreedor para controlar las decisiones de los accionistas del deudor, estos últimos tienen incentivos para tomar decisiones que generen beneficios para ellos y costos para el acreedor (Bebchuk y Fried, 1996, p.880)²³.

¿Cómo puede el acreedor controlar el potencial comportamiento oportunista del deudor? El acreedor puede incluir en el contrato una serie de *covenants* negativos, que impidan al deudor tomar decisiones estratégicas, oportunistas (Freixas y Rochet, 1998, p.246)²⁴. ¿Pero qué ocurre si los *covenants* son incumplidos y el deudor no cuenta con patrimonio neto para responder por la deuda?

Con la finalidad de reducir el riesgo de crédito derivado del comportamiento oportunista, la Empresa **E** puede otorgar una garantía mobiliaria a favor del banco **B**. Este colateral otorga al banco **B** el derecho de transferir activos valiosos de la empresa **E** en caso de incumplimiento de la obligación de repago y, en general, de los *covenants* acordados. Por consiguiente, el colateral desincentiva la realización de comportamientos oportunistas. De este modo, reduce el costo del problema de agencia (Scott, 1997, pp. 1449-1450; Bebchuk y Fried, 1996, pp. 887)²⁵.

²⁰ Smith y Warner señalan que “Corporations are legal fictions which serve as a nexus for a set of contracting relationships among individuals (...) The corporation has an indefinite life and the set of contracts which comprise the corporation evolves over time: as the firm’s investment opportunity set changes decisions are made about the real activities in which the firm engages and the financial contracts the firm sells. With risky bonds outstanding, management, acting in the stockholders’ interest, has incentives to design the firm’s operating characteristics and financial structure in ways which benefit stockholders to the detriment of bondholders. Because investment, financing, and dividend policies are endogenous, there are four major sources of conflict which arise between bondholders and stockholders (...)”.

²¹ Al respecto, Hansmann y Kraakman afirman “(...) an ‘agency problem’ (...) arises whenever the welfare of one party, termed the ‘principal’, depends upon actions taken by another party, termed the ‘agent’. The problem lies in motivating the agent to act in the principal’s interest rather than simply in the agent’s own interest (...) The core of the difficulty is that, because the agent commonly has better information than does the principal about the relevant facts, the principal cannot costlessly assure himself that the agent’s performance is precisely what was promised. As a consequence, the agent has an incentive to act opportunistically (...)”.

²² Bebchuk y Fried señalan “The objective of a firm’s owners -maximization of the expected return from their investment in the firm- does not take into account the effect of the firm’s activities on its creditors. As a result, the firm’s shareholders will be willing to pursue any activities that increase the expected value of their interests in the firm, even if those activities increase the expected loss facing the firm’s creditors”.

²³ Nuevamente, Bebchuk y Fried afirman que “In general, a firm’s owners will tend to prefer higher-risk, higher-return projects since they will capture all of the additional return if the projects succeed. In contrast, creditors as a group will generally be made worse off by higher-risk, higher-return projects because such projects increase the likelihood that the firm will fail and their claims will not be paid fully. This type of misbehavior -choosing a risky project that makes creditors worse off by more than it makes shareholders better off - is referred to as “overinvestment”. The shareholders of a firm may also engage in another form of misbehavior -“asset dilution”- which consists of taking assets out of the firm, where they will be out of reach of creditors if the firm fails. Although both corporate and commercial law place some limits on the ability of a firm to distribute value to its shareholders when the firm is insolvent, those controlling the firm nevertheless retain substantial discretion in deciding whether to transfer corporate assets to shareholders. Since a firm’s creditors are generally made worse off when assets are removed from the firm, asset dilution may be inefficient”.

²⁴ Freixas y Rochet señalan que “Since the loan is backed not only by the firm’s assets but also by the future stream of cash flows, the credit contract may contain covenants limiting the possible actions of the firm (...) Affirmative covenants stipulate responsibilities of the borrower to submit financial statements and maintain adequate insurance for the firm’s assets. Negative covenants impose restrictions on the firm’s actions. Particularly important in valuing the firm’s debt (and stock) is the fact that the firm may commit not to issue new debt, or the new debt may be subordinated to the existing one”.

²⁵ Al respecto, “The contractual relationship between debtor and creditor is a relational contract in which one party performs a service for another. A key goal in the regulation of such agency relationships is to encourage the agent to serve its principal’s interests as well as its own. Several characteristics of agency relationships contribute to the risk of self-interested

VIII. REDUCCIÓN DE RIESGOS

Los colaterales otorgan al acreedor dos derechos fundamentales: (i) el derecho de efectuar la venta del activo en caso de incumplimiento y (ii) el derecho de tomar los fondos derivados de tal venta, a efectos de cancelar la deuda. Ambos derechos son oponibles a terceros. Por lo tanto, ningún tercero puede impedir la venta del activo ni la distribución de los fondos provenientes de tal venta al acreedor.

La constitución de determinado colateral elimina o reduce diversos riesgos que afectan el repago del financiamiento. Por ejemplo, si el acreedor obtiene una hipoteca sobre un edificio, el riesgo de que el deudor no genere suficientes flujos para el repago deja de ser crítico.

Ningún colateral, empero, elimina todos los riesgos que afectan al acreedor. En el caso de la hipoteca el edificio puede quedar destruido a causa de un incendio o de un terremoto; su valor de mercado puede disminuir y generar que parte de la deuda quede descubierta. Para mitigar los riesgos indicados, el acreedor puede exigir que el deudor contrate un seguro y que la póliza sea endosada a su favor. También puede pactar el otorgamiento de garantías adicionales en caso que el valor de mercado del edificio disminuya de una forma que afecte el *ratio* de cobertura de la deuda. El acreedor, sin embargo, no puede eliminar un riesgo: el de subordinación por causa de insolvencia. Si el deudor es declarado insolvente, por aplicación de la ley todos los acreedores garantizados quedan subordinados a otros acreedores.

A pesar de que los colaterales no eliminan todos los riesgos que afectan al acreedor, sí reducen, y de forma sensible, el riesgo de crédito en general.

El nivel de disminución del riesgo de crédito depende (i) del valor esperado del activo en caso de

ejecución del colateral y (ii) de la complejidad del proceso de ejecución del colateral. El primer factor está determinado por el valor de mercado que razonablemente tendrá el activo en el momento en que el acreedor decida ejecutar el colateral. El segundo factor está determinado por la composición de las reglas legales o contractuales que el acreedor debe cumplir para lograr la venta del activo (Pagano, 2001, p.11)²⁶.

IX. RIESGO DE SUBORDINACIÓN

Las leyes que regulan la insolvencia establecen un orden de prelación para los acreedores. En el Perú, el art. 42.1 de la Ley General del Sistema Concursal establece el siguiente orden de prelación: primero, los acreedores laborales de remuneraciones y beneficios sociales; segundo, los acreedores de obligaciones alimentarias; tercero, los acreedores garantizados con colaterales y los acreedores que cuentan con medidas cautelares; cuarto, los acreedores tributarios; quinto, todos los demás acreedores.

Si el deudor no cumple con el repago del financiamiento, es posible que tampoco cumpla con el pago de otras obligaciones. Si esto ocurre, se incrementa el riesgo de que alguno de sus acreedores inicie un proceso concursal. En este contexto el factor temporal es crítico.

Si el proceso de ejecución del colateral es corto, el acreedor puede obtener el monto para el repago del financiamiento antes de que el deudor sea comprendido en un proceso concursal y, por tanto, puede evitar el riesgo de subordinación. Pero si el proceso de ejecución del colateral es largo, el acreedor puede no obtener el monto en cuestión antes de que el deudor sea declarado en situación concursal. Si esto último ocurre, el acreedor sufrirá dos consecuencias adversas. En primer lugar quedará subordinado a los acreedores de primer y de segundo rango²⁷. En segundo lugar compartirá

actions. In contrast to performance under a simple contingent contract, the agent's performance is complex and not readily reducible to specific obligations. Satisfactory performance demands considerable decision making discretion, and monitoring the quality of the agent's performance may be difficult. The objective for the parties in structuring the optimal financial contract is, first, to encourage the debtor to take the creditor's interests properly into account in making decisions, and second, to facilitate detection of its failure to do so. The means used to achieve the desired goals are usefully grouped into two broad categories. Monitoring arrangements allow the creditor to supervise the debtor's actions so as to detect and sanction conduct, such as risk alteration, in pursuit of selfish ends. Bonding arrangements, on the other hand, align the interest of the debtor with that of the creditor through self-limiting constraints that serve a pre commitment function. Although they constrain the debtor's behavior, bonding arrangements will be desired equally by both debtors and creditors, to the extent that they substitute for even more costly monitoring efforts. Thus, a debtor is motivated to accept the imposition of foreclosure sanctions upon default, thereby providing assurance to a creditor that the debtor will not act contrary to the creditor's ends. In sum, the unique features of security function as a highly effective bonding mechanism to ensure faithful compliance with the terms of the financial contract. By offering its assets as a hostage, the debtor invites the sanction of foreclosure should it breach the terms of the agreement".

²⁶ Pagano señala "(...) securing a loan with a collateral is not very effective in raising borrowers' incentives to repay if the judicial procedure to seize and liquidate the collateral is lengthy and expensive".

²⁷ El art. 17 de la Ley General del Sistema Concursal establece que, a partir de la fecha de publicación en el Diario Oficial de la resolución que declara el inicio del procedimiento concursal, queda suspendida la exigibilidad de las obligaciones

el tercer rango con los acreedores que hayan obtenido medidas cautelares.

En una situación ordinaria los acreedores con medidas cautelares no son *pari passu* con el acreedor garantizado; son acreedores subordinados a este último. En consecuencia, la aplicación de la Ley General del Sistema Concursal no solo genera que el acreedor garantizado pase a estar subordinado a determinados acreedores preferentes, sino también que pase a compartir su rango de prelación con determinados acreedores que, en condiciones ordinarias, tienen la condición de subordinados.

Por consiguiente, es claro que el concurso del deudor altera de forma adversa y sustancial la oponibilidad de los derechos del acreedor garantizado. Primero: convierte a ciertos derechos subordinados bajo el régimen ordinario en “derechos preferentes”. Segundo: convierte a ciertos derechos subordinados bajo el régimen en cuestión en “derechos *pari passu*”. En este contexto, la probabilidad de que el acreedor garantizado recupere la totalidad del monto adeudado por el deudor queda sustancialmente afectada.

La complejidad del proceso de ejecución del colateral determina su duración. Y, como es evidente, la duración del proceso en cuestión determina el grado del riesgo de subordinación por insolvencia. Mientras más complejas son las reglas legales o contractuales para vender el activo objeto del colateral, más vulnerable resulta el acreedor frente al riesgo en cuestión. Obviamente la mayor probabilidad de que el acreedor garantizado sufra los efectos adversos descritos genera un efecto negativo en el colateral y en la tasa de interés. Si el colateral se encuentra expuesto al riesgo de subordinación por insolvencia, entonces aquél no reduce de for-

ma óptima el riesgo de crédito. Mientras más alto el riesgo indicado, más alta la prima de riesgo (**Pr**) y más alta la tasa de interés (**Ti**).

Permaneciendo los demás factores de la ecuación inalterados, la tasa de interés dependerá de la complejidad del proceso de ejecución del colateral (MEF, 2011, p.5; Quian y Strahan, 2006, p.27)²⁸.

X. REGULACIÓN DE COLATERALES

El sistema legal peruano permite constituir una amplia variedad de colaterales tanto sobre activos materiales (por ejemplo, terrenos, automóviles) como sobre activos inmateriales (por ejemplo, derechos de propiedad intelectual). Así, las partes pueden celebrar diversos contratos con el fin de constituir hipotecas, garantías mobiliarias, fideicomisos en garantía, *warrants*, etc.

La ejecución de los colaterales tiene una historia cambiante en la que han coexistido los regímenes de protección judicial y de autoprotección (Ariano, 2016, p. 82)²⁹. Tradicionalmente, el primer régimen ha estado reservado para los colaterales sujetos al Código Civil, mientras que el segundo régimen ha estado reservado para los colaterales sujetos al Código de Comercio o a alguna legislación de carácter sectorial (por ejemplo, ley de bancos.)

La dualidad de regímenes aplicables a la ejecución de colaterales coexistió hasta 1993. En efecto, ese año fue promulgado el Código Procesal Civil, que derogó las diferentes normas que regulaban de modo diferenciado la ejecución de colaterales y estableció un único procedimiento (de carácter judicial) para que los acreedores garantizados ejercieran sus derechos. Por primera vez todos los colaterales pasaron a estar regulados de forma uniforme en materia de ejecución (Ariano, 2016, p.93)³⁰.

del deudor pendientes de pago a dicha fecha. Por su parte, el art. 18 de la referida ley establece que, a partir de la fecha indicada, la autoridad que conoce de cualquier procedimiento (sea judicial, arbitral, coactivo o extrajudicial) de venta de un activo del deudor, deberá abstenerse de ordenar, bajo responsabilidad, la imposición de medidas cautelares que afecte el patrimonio del deudor. En caso que tales medidas hubiesen sido impuestas con anterioridad, la referida autoridad deberá abstenerse de actuarlas.

²⁸ El MEF señala que “La ejecución judicial en el Perú toma un promedio de entre 18 y 24 meses. Esta demora genera un impacto en la tasas de interés. Si el acreedor pudiera recuperar su dinero en un plazo prudencial del tres meses desde que se produce el incumplimiento, la tasa de interés aplicable al financiamiento podría reducirse hasta en tres puntos porcentuales”. Sobre el mismo tema, Quian y Strahan señalan “Strong protection of creditor rights comes with greater concentration of loan ownership, increased participation by foreign banks, longer-term lending and lower interest rates. We can thus paint a clearer picture of how creditor protection generates good financial outcomes. With better protection, lenders can control borrowers because they know they will be able to take assets, or credibly threaten to take assets, ex post, in default. Firms benefit from the resulting expansion of credit supply by borrowing at longer maturity and at lower interest rates. Absent strong legal protection, lenders resort to diffuse ownership and short maturity – two contracting tools that *do not* rely on laws or institutions – to control borrowers”.

²⁹ En un documentado trabajo, Ariano describe cómo en nuestra historia republicana las diversas normas de ejecución de garantías hipotecarias y prendarias adoptaron ambos regímenes: el judicial y el extrajudicial.

³⁰ Ariano señala que “(...) el CPC de 1993 introduce, por primera vez en nuestra historia procesal, un procedimiento especial y general para la ejecución judicial de las garantías reales (todas). Especial porque difiere (en los aspectos que se precisarán luego) del procedimiento general de ejecución (proceso ejecutivo y de ejecución de resoluciones judiciales). General, porque no fue (y no está) previsto para una categoría específica de acreedores (como lo fue en el pasado), sino abierto a todo acreedor que tenga constituida a su favor una garantía real (prenda o hipoteca)”.

En el Perú los procesos judiciales son complejos. El Poder Judicial no posee los recursos humanos y materiales que necesita. Por estas razones, los procesos toman demasiado tiempo. El proceso de ejecución de garantías no es la excepción (Chavez y Lladó, 2011, p. 6)³¹.

Debido a que la excesiva duración de los procesos de ejecución de garantías impide la reducción del riesgo de crédito y, por tanto, la reducción de las tasas de interés, desde el año 2001 el Poder Ejecutivo ha intentado reformar, en diversas oportunidades, el sistema de colaterales. Uno de los pilares de la reforma propuesta ha sido el retorno a la autoprotección (MEF, 2001, p. 6)³².

A pesar de los sólidos argumentos expuestos por el Poder Ejecutivo para emprender una reforma de carácter integral del sistema de colaterales, las modificaciones normativas han sido incompletas, tímidas, contradictorias.

En materia de ejecución de colaterales hemos retornado a la situación de coexistencia de los regímenes de protección judicial y de autoprotección. Mientras la garantía hipotecaria solo puede ser ejecutada a través de un proceso judicial; la garantía mobiliaria puede ser ejecutada a través de un proceso judicial o de un proceso extrajudicial. El fideicomiso en garantía, por otro lado, también puede ser ejecutado a través de cualquier proceso: judicial o extrajudicial.

No existe explicación ni justificación alguna que sustente el actual estado de cosas: para vender un terreno hipotecado es necesaria la intervención de un juez, pero para vender acciones no es necesaria tal intervención. Para transferir una concesión hipotecada es necesario demandar ante el poder judicial, pero para transferir una concesión afectada en fideicomiso no es necesario demandar ante el Poder Judicial.

La obligatoriedad de ejecutar la garantía hipotecaria mediante un proceso judicial no hace otra cosa que incrementar los costos de transacción del deudor. Si el deudor solo tiene activos inmobiliarios para ofrecer en garantía, el acreedor, conociendo

el excesivo tiempo que toma el referido proceso, requerirá la constitución de un fideicomiso en garantía para tener la opción de ejecutar el colateral sin que sea necesario acudir al juez.

Los costos del fideicomiso son más altos que los costos de constitución de la hipoteca ya que, entre otras cosas, el fiduciario cobra una retribución mensual. Como quiera que los costos de constitución del colateral son asumidos por el deudor, es claro que el sistema legal, en lugar de reducir los costos de transacción del deudor, los incrementa. Si el deudor no se encuentra en condiciones de asumir los costos del fideicomiso, entonces otorgará una hipoteca. Esta garantía, sin embargo, no reducirá del mismo modo el riesgo de crédito y, por tanto, no permitirá obtener una menor tasa de interés. El deudor que tiene un activo inmobiliario se encuentra con barreras legales para utilizar dicho activo de la forma más eficiente posible.

XI. INTERESES EN CONFLICTO

La ejecución de colaterales genera dos intereses en conflicto: (i) el interés del acreedor en que la venta del activo se realice en el lapso más corto posible y (ii) el interés del propietario en que la venta del activo se realice a un precio razonable (de mercado).

Los intereses en cuestión se encuentran en conflicto fundamentalmente por una razón: el riesgo de subordinación por insolvencia.

Existen activos que listan en mercados centralizados (por ejemplo, bolsas de valores). En dichos mercados diariamente compradores y vendedores realizan operaciones públicas sobre aquellos activos. Por tal razón, es sencillo determinar su precio de mercado en un momento determinado. Existen, sin embargo, activos que no listan en mercado centralizado alguno. Si bien diariamente compradores y vendedores realizan transacciones sobre tales activos, éstas no son públicas. Por ello no resulta sencillo determinar su precio de mercado en un momento determinado.

Para fijar el precio de mercado de un terreno es preciso conocer los precios pagados por compra-

³¹ Al respecto, Chavez y Lladó señalan que “El proceso de recuperación de garantías atraviesa seis etapas: Presentación y Admisión de la Demanda; Orden de Ejecución; Convocatoria a Remate; Remate; Adjudicación y Recuperación de Crédito; y Cobro de Honorarios. Este proceso suele durar (...) 13 meses cuando el deudor no ejerce oposición y superar los 36 meses cuando el deudor efectúa una defensa mediana, que incluye apelaciones ante la instancia superior”.

³² El MEF afirma que “Deberá otorgarse al acreedor garantizado el derecho a recuperar por vías extrajudiciales la posesión del bien en garantía sin perturbar el orden público y sin afectar los derechos del deudor. Así, deberá respetarse el derecho de las partes de celebrar libremente convenios respecto a mecanismos alternativos de ejecución, como es el pacto comisorio, velando únicamente en contra del abuso de tal institución. Igualmente, deberá permitirse la venta extrajudicial de los bienes afectados en garantía, dentro de un marco legal que establezca los requisitos de venta y las sanciones en caso de abuso, cubriendo de esa manera el interés de ambas partes de que se obtenga el máximo beneficio en la venta del bien en garantía”.

dores de terrenos ubicados en la misma zona y con los mismos usos potenciales. Sobre la base de esos precios se obtiene un promedio. Ese promedio es considerado precio de mercado. Como quiera que no es sencillo conocer los precios pagados por dichos compradores, para determinar el precio de mercado suele ser necesario contratar a un experto en la materia.

Para fijar el precio de mercado de acciones que no cotizan en un mercado centralizado se requiere realizar un proceso diferente, dado que existen diversos métodos empleados por los compradores para valorizar las referidas acciones. Dependiendo de la industria en la que opere la sociedad emisora, los compradores pueden aplicar un método intrínseco (*dividend discount, discounted cash flow*) o un método comparable (*price-to-cash flow, price-to-earnings, price-to-book, price-to-sales*). Como quiera que no resulta sencillo aplicar los métodos en cuestión, para determinar el precio de mercado suele ser necesario contratar a un experto en la materia.

La contratación del experto toma un tiempo; la determinación del precio de mercado del activo también toma un tiempo. La demora en la conclusión del proceso de fijación del referido precio no hace otra cosa que incrementar el riesgo de subordinación por insolvencia. Es por esta razón que los intereses del acreedor y del propietario suelen estar en conflicto. Mientras aquél valora el factor tiempo, este último valora el factor precio.

El riesgo de subordinación por insolvencia no es, sin embargo, el único factor que influye en la necesidad que el acreedor tiene de ejecutar el colateral en el lapso más corto posible. Si el acreedor tiene la condición de entidad bancaria o financiera, aquél está sujeto a una serie de normas dirigidas a reducir el impacto del riesgo de crédito. De acuerdo con esas normas, el incumplimiento del deudor genera la obligación de realizar provisiones³³.

XII. RÉGIMENES APLICABLES

Si los intereses de acreedor y propietario están en conflicto, ¿cuál debe prevalecer?

Si no existe una falla de mercado, no existe una razón moral o económica que permita al legislador preferir un interés sobre otro. En efecto, si es que el mercado funciona sin fallas, las partes se encuentran en mejor posición que el legislador para determinar qué régimen es el más eficiente o el más adecuado para ellas (Hayey, 1945, p. 521-522)³⁴. Por tal razón, no es admisible, tanto desde la perspectiva económica como desde la perspectiva moral, que se limite de alguna forma su libertad para fijar las reglas contractuales de ejecución de los colaterales (Hermalin et al., 2007, p. 3)³⁵.

En el escenario descrito el legislador ha de limitarse a ofrecer las opciones disponibles: régimen *ex ante* y régimen *ex post*. Las partes poseen información y conocimiento para escoger el mejor régimen aplicable a la transacción que desean realizar. Las partes sabrán determinar los costos y los beneficios que cada régimen genera; los riesgos que cada régimen asigna; y, por lo tanto, los precios que cada régimen implica.

El propietario, por ejemplo, puede tener información sobre el costo y la complejidad de los procesos judiciales de carácter indemnizatorio. Por esa razón, el propietario puede, a cambio de una menor tasa de interés, estar dispuesto a aceptar la aplicación de un régimen *ex post*, que lo obligue a demandar al acreedor si es que la venta es realizada, de manera negligente, por una suma inferior al precio de mercado.

Si es que el legislador impone un régimen, existe el riesgo de que ese régimen (i) sea el que genere mayores costos y menores beneficios; (ii) sea el que asigne de forma inadecuada los riesgos; o, (iii) sea el que incremente los precios por encima del precio de reserva de una de las partes.

Por el contrario, cuando existe una falla de mercado, el legislador debe optar por uno de los intereses en conflicto. ¿Qué interés debe proteger?

Para determinar qué interés debe prevalecer es preciso analizar los costos que cada una de las partes enfrenta por la falla de mercado. En un

³³ La Resolución SBS No. 11356-2008 obliga a los bancos y entidades financieras a realizar diversas provisiones en caso que el deudor incurra en incumplimiento, aun cuando los préstamos se encuentren cubiertos por garantías. Estas provisiones generan un costo para los bancos y las entidades en cuestión, en la medida en que inmovilizan parte de sus recursos.

³⁴ Hayey señala que "Today it is almost heresy to suggest that scientific knowledge is not the sum of all knowledge. But a little reflection will show that there is beyond question a body of very important but unorganized knowledge which cannot possibly be called scientific in the sense of knowledge of general rules: the knowledge of particular circumstances of time and place. It is with respect to this that practically every individual has some advantage over all others in that he possesses unique information of which beneficial use might be made, but of which use can be made only in the decisions depending on it are left to him or are made with his active cooperation".

³⁵ Al respecto, Hermalin y otros señalan "The essence of a free-market economy is the ability of private parties to enter into voluntary agreements that govern the economic exchange between them. Consequently, the law that governs such agreements is critical to the functioning of such economies".

mercado relativamente competitivo, la falla de mercado que se puede presentar es la información asimétrica. Y en materia de operaciones de deuda garantizada, dicha falla usualmente afecta al propietario del activo materia de la garantía. Pensemos en el consumidor que adquiere una vivienda mediante un préstamo hipotecario. Este consumidor tiene menos información y menos conocimiento sobre las implicancias legales de la transacción.

Partiendo de la premisa de que existe asimetría entre acreedor y propietario, veamos los costos que cada uno enfrenta en caso que se privilegia el interés de la contraparte.

Bajo un régimen *ex ante*, el acreedor se puede perjudicar por la demora del proceso de ejecución. Esta demora incrementa el riesgo de subordinación por insolvencia. También impone la necesidad de realizar provisiones cuando el acreedor tiene la condición de entidad bancaria o financiera. Finalmente, impide destinar el monto no pagado a otros usos rentables.

Bajo un régimen *ex post*, el propietario se puede perjudicar por no obtener un precio de mercado. Debido a la asimetría existente, el propietario puede no estar en capacidad de negociar reglas que aseguren que la venta extrajudicial se realizará en condiciones de mercado, reglas de responsabilidad por los daños ocasionados, etc.

¿Cómo reduce el acreedor los perjuicios del régimen *ex ante*? Los daños generados por las provisiones y por las oportunidades perdidas de destinar el monto no pagado a otros usos son susceptibles de resarcimiento. El acreedor puede solicitar al mismo juez que conoce el proceso de ejecución de garantías que ordene el pago de intereses y de los demás costos³⁶. Sin embargo, el riesgo de insolvencia no puede ser reducido por el acreedor.

¿Cómo reduce el propietario el perjuicio del régimen *ex post*? Los daños generados por una venta a un precio inferior al precio de mercado no es necesariamente resarcible. Lo será si la venta se efectúa en violación de las reglas contractuales de ejecución del colateral o, de forma supletoria, en violación de las reglas legales aplicables. En otras palabras, los daños en cuestión serán resarcibles solo si el propietario logra demostrar (i) que se aplicaban ciertas reglas para la venta del activo a precio de mercado; y, (ii) que se vulneraron esas reglas. Si

es que los daños en cuestión resultan resarcibles, entonces el propietario deberá iniciar un proceso judicial basado en el incumplimiento contractual o legal con el fin de obtener una indemnización.

Un proceso indemnizatorio por incumplimiento es bastante más complejo, extenso y costoso que un proceso de ejecución de garantías. Mientras este último puede tomar hasta 36 meses, el primero puede tomar hasta 60 meses.

En una situación de simetría el propietario puede perfectamente determinar el costo del proceso indemnizatorio y la probabilidad de obtener una sentencia favorable. Sobre la base de estos factores el propietario puede decidir aceptar el riesgo de aplicar el régimen *ex post* a cambio de obtener una tasa de interés más baja. Sin embargo, en una situación de asimetría es probable que el propietario no se encuentre en condiciones de calcular los factores en cuestión y, por tanto, de tomar una decisión informada sobre el *trade-off* entre (i) el régimen *ex post* y (ii) la menor tasa de interés.

Si ignoramos el riesgo de subordinación por insolvencia, el régimen *ex ante* resulta más eficiente. En efecto, dicho régimen protege al propietario y expone al acreedor; no obstante, los daños que este último sufra pueden ser resarcidos a través del pago de intereses. Debido a que este pago es ordenado por el mismo juez que conoce el proceso de ejecución de garantías no se generan costos adicionales significativos.

El régimen *ex post*, por el contrario, protege al acreedor y expone al propietario. El daño que este último sufra no necesariamente será resarcible. En caso que lo sea, el propietario tendrá que iniciar un proceso judicial de conocimiento, bastante más extenso y más complejo que el de ejecución de garantías. Por lo tanto, se generan costos adicionales significativos.

La diferencia, en consecuencia, entre ambos regímenes es ésta: mientras en un régimen (*ex ante*) el daño que sufre una parte (acreedor) puede ser resarcido en el ámbito del proceso de ejecución de garantías; en el otro régimen (*ex post*) el daño que sufre una parte (propietario) no puede ser resarcido en el ámbito de ese proceso sino más bien en el de un proceso de naturaleza indemnizatoria. Como quiera que este último proceso es bastante más extenso y complejo que el proceso de ejecución de garantías, es claro que el costo de obtener

³⁶ Usualmente el monto del gravamen del colateral es mayor al monto nominal del capital y de los intereses. Por tal razón, el precio de la venta del activo normalmente cubre todos los conceptos adeudados al acreedor.

el resarcimiento del daño que sufre la parte perjudicada es menor en el régimen *ex ante*.

En otras palabras, ignorando el riesgo de subordinación por efecto de la insolvencia del deudor, resulta claro que las pérdidas potenciales son reducidas, al menor costo posible, por el régimen *ex ante*.

Como toda protección legal, la derivada del régimen *ex ante* podría resultar excesiva y, en cierto punto, generar costos no deseados. En efecto, como quiera que dicho régimen obliga al propietario a indemnizar al acreedor por el costo de oportunidad del dinero y por cualquier otro costo adicional, es posible de que los costos indemnizables sean altos debido a la duración del proceso de ejecución. Con el fin de evitar que el propietario tenga que asumir tales costos, la ley debe permitir que este último pueda aceptar, en cualquier momento, una venta extrajudicial. De esta manera el propietario podrá comparar las ventajas y las desventajas de (i) continuar con la venta judicial y dejar que los intereses sigan devengándose o (ii) aceptar la venta extrajudicial y evitar que los intereses sigan devengándose. De esta manera la ley alineará el interés del acreedor con el interés del propietario: en cierto momento ambos desearán vender el activo en un lapso relativamente corto y a un precio relativamente razonable.

Es posible, sin embargo, que en algunos casos ningún tercero ofrezca, en un lapso corto, un precio razonable por el activo. Por tal razón, con la finalidad de que las partes no sufran más daños, la ley debe permitir que el propietario transfiera al acreedor el activo al precio que ambos acuerden. La ley incluso debe permitir la entrega del activo a título de dación en pago.

XIII. PÉRDIDA IRRECUPERABLE

Si es que ignoramos el riesgo de subordinación del acreedor por insolvencia del deudor, en un escenario de falla de mercado el régimen *ex ante* reduce al máximo los potenciales daños de ambas partes. Sin embargo, es necesario preguntarse si resulta posible ignorar ese riesgo sin comprometer la función de los colaterales.

Los colaterales son empleados con la finalidad de reducir los efectos adversos derivados de los problemas de selección adversa y de comportamiento estratégico. Como quiera que esos efectos determinan, en parte, el nivel del riesgo de crédito y, por consiguiente, la tasa de interés, resulta claro que los colaterales cumplen una función clave, crítica, en todas las transacciones de financiamiento

en las que son empleados. Esta función consiste en reducir el riesgo de crédito y, por tanto, la tasa de interés. De igual manera genera externalidades positivas en la medida en que las menores tasas de interés permiten operar con menores costos de producción en el mercado.

Mientras el sistema legal subordine los derechos del acreedor garantizado a los derechos de un grupo de acreedores del deudor en situación concursal (acreedores laborales y acreedores alimentarios) y equipare los derechos del acreedor garantizado a los derechos de otro grupo de acreedores de ese deudor (acreedores con medidas cautelares), los colaterales no podrán generar una disminución óptima del riesgo de crédito. Los colaterales solo son útiles o valiosos si es que permiten recuperar, a través de la venta del activo, el monto adeudado por el deudor. Si es que la venta del activo tiene que realizarse antes de que el deudor sea declarado insolvente, entonces la eficacia de los colaterales está sujeta a una seria restricción.

¿Qué régimen disminuye esta restricción? El régimen *ex ante* obliga al acreedor a seguir un proceso judicial. Este proceso puede tomar hasta 36 meses. El régimen *ex post* no obliga al acreedor a seguir dicho proceso judicial. Bajo este régimen el acreedor puede vender el activo directamente en el mercado, sin necesidad de que intervenga un juez que valide el procedimiento de venta y/o el precio pactado.

Como quiera que el tiempo es un factor que incrementa el riesgo de subordinación del acreedor, es claro que la restricción legal que afecta la eficacia de los colaterales se “debilita” en el régimen *ex post* y se “agrava” en el régimen *ex ante*.

Nos enfrentamos, otra vez, a la necesidad de optar entre (i) el interés del propietario en que la venta del activo sea efectuada a un “precio razonable” y (ii) el interés del acreedor en que la venta del activo sea efectuada en un “lapso razonable”; entre una regla que busca preservar el precio de mercado del activo y una regla que busca preservar la función del colateral.

¿En base a qué criterio podemos tomar una decisión razonable?

Si el deudor es sometido a un concurso, el acreedor garantizado queda subordinado a los acreedores preferentes y pasa a compartir su rango con los acreedores *pari passu*. Por lo tanto, el acreedor garantizado pierde sus dos derechos contractuales oponibles: (i) derecho a vender el activo y (ii) derecho a tomar los fondos derivados de la venta, a

efectos de cancelar la deuda. La pérdida de esos dos derechos expone al acreedor garantizado al riesgo de no recuperar el monto que le corresponde, esto es, al riesgo de sufrir una pérdida definitiva, una pérdida irrecuperable.

Por otro lado, si el acreedor efectúa una venta del activo a un precio inferior al precio de mercado, el propietario sufre una pérdida de valor. Dicha pérdida, empero, puede ser resarcida. Es cierto que el propietario tiene que iniciar un proceso judicial y probar tanto su pérdida como la negligencia del acreedor. Es cierto también que esto implica incurrir en costos adicionales. No obstante, la pérdida no es definitiva; su eliminación es posible a través del resarcimiento.

En base al criterio de la pérdida potencial irrecuperable, el sistema legal debe preferir el interés del acreedor, incluso en caso de falla de mercado. Por consiguiente, mientras las normas que regulan la insolvencia sigan imponiendo consecuencias adversas al acreedor garantizado, la ejecución de los colaterales ha de regirse por el régimen *ex post*.

En la medida en que la asimetría informativa afecta al propietario y no al acreedor, este último debe tener la opción de renunciar a la protección del régimen *ex post* y aceptar, en caso que el propietario lo solicite, la aplicación de un régimen *ex ante*. 

REFERENCIAS

Ariano, E. (2016). "La Ejecución de Garantías Reales en el Perú. Antecedentes Olvidados y Perspectivas de Reformas". En: *Docentia et Investigatio*. Volumen 18 (1). 2016. p. 82 y ss.

Bebchuk, L. y Fried, J. (1996). "The Uneasy Case for the Priority of Secured Claims in Bankruptcy". En: *Yale Law Journal*. Vol. 105. p. 877 – 880. doi: 10.2307/797243

Becker, G.S. (2008). *Economic Theory*. New Brunswick, Londres: Aldine Transaction.

Berger, A. N.; Frame W. S. y Loannidou, V. (2011). "Tests of Ex Ante versus Ex Post Theories of Collateral Using Private and Public Information". En: *Journal of Finance Economics*. Vol. 100. Número 1. doi. 10.1016/j.jfineco.2010.10.014

Blazy, R. y Weil L. (2007). Why Do Banks Ask for Collateral and Which Ones? Recuperado de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=675803. doi: 10.2139/ssrn.675803

Chávez, G. y Lladó, J. (2011). "Dificultades para la recuperación de garantías hipotecarias en el Perú". En: *Revista Moneda*. Lima. (147). p. 6.
Recuperado de <http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Revista-Moneda/Moneda-147/Moneda-147-01.pdf>.

Christian, D. (2011). *Maps of time: An introduction to big history*. California, Estados Unidos: University of California Press. doi: 10.1162/0022195043327390

Freixas, X. y Rochet, J. (1998). *Microeconomics of Banking*. Cambridge, Londres: The MIT Press.

Hansmann, H. y Kraakman, R. (2004). *Agency Problems and Legal Strategies*. Oxford: Oxford University Press. doi: 10.1093/acprof:oso/9780198739630.003.0002

Hayek, F. E. (1945). "The Use of Knowledge in Society". En: *The American Economic Review*. Vol. XXXV. (4). pp. 521-522. doi:10.1016/b978-0-7506-9749-1.50005-3

Heffernan, S. (2007). *Modern Banking*. London: John Wiley & Sons Ltd.

Hermalin, B. E.; Katz, A. W. y Craswell, R. (2007). "Law & Economics of Contracts". En: *The Handbook of Law & Economics*. Nueva York: Elsevier B.V. Vol. I. p. 3.

Jiménez, G. y Saurina, J. (2004) "Collateral, Type of Lender and Relationship Banking as Determinants of Credit Risk". En: *Journal of Banking and Finance*. Vol. 28. (9). p. 2201. doi: 10.1016/j.jbankfin.2003.09.002

Lloyd, R. M. (1991). "Financial Covenants in Commercial Loan Documentation: Uses and Limitations". En: *Tennessee Law Review*. Vol. 58.

Ministerio de Economía y Finanzas (MEF). (2001). "Facilitando el acceso al crédito mediante un sistema eficaz de garantías reales. Documento de Trabajo". Lima, Perú. p. 5.

Noah Harari, Y. (2015). *Sapiens. A Brief History of Human kind*. Nueva York: Harper Collins Publishers. doi: 10.1177/1350507615602981

Pagano, M. (2001). Defusing Default. Incentives and Institutions. Washington D.C.: Latin American Research Network. p. 11.

Qian, J. y Strahan, P. E. (2006). How Laws & Institutions Shape Financial Contracts: The Case

- of Bank Loans. p. 27. Recuperado de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=935927. doi: 10.2139/ssrn.501662
- Ripstein, A. (2016). *Private Wrongs*. Cambridge, Londres: Harvard University Press.
- Rochelle, S. y Loschky, J. (2014). Confidence in the Judicial System Varies Worldwide. 01/01/18, de Gallup Sitio. Recuperado de <http://www.gallup.com/poll/178757/confidence-judicial-systems-varies-worldwide.asp>.
- Scott, R. (1997). "The Truth About Secured Financing". En: *Cornell Law Review*. Vol. 82 (6).
- Shavell, S. (2004). *Foundations of Economic Analysis of Law*. Cambridge, Reino Unido: The Belknap Press of Harvard University Press.
- Smith, C. W. y Warner, J. B. (1979). "On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants". En: *Journal of Financial Economics*. (7). doi: 10.1016/0304-405X(79)90011-4