



TRABAJO FINAL DE GRADUACIÓN

Matías Olcese
D.N.I 28.426.099
Leg. ABG 09
Abogacía

**ANÁLISIS JURÍDICO DEL FIDEICOMISO
FINANCIERO COMO VEHÍCULO PARA LA
SECURITIZACIÓN DE ACTIVOS EN EL
DERECHO ARGENTINO**

Dedicado a mi padre, que ya no está;
y a mi madre, que está más presente que nunca.

Agradecimientos:

El desarrollo del presente trabajo no hubiera sido posible sin el apoyo y colaboración, de las siguientes personas. A ellos mi más cálido agradecimiento.

Ricardo Olcese: por inculcarme el gusto por la abogacía, y por enseñarme a plantearme grandes metas en la vida.

María del Carmen Olcese: por apoyarme incondicionalmente en todos mis proyectos.

Pablo Olcese: por haber sido una ayuda imprescindible en la generación de este trabajo, y por la paciencia a la hora de ser mi profesor en los primeros pasos que doy en el ejercicio de la profesión.

Pocha: por preocuparse tanto por mí.

Martín Olcese: por aguantar mis malos humores.

Fernando Olcese: por ocupar un lugar muy importante mi vida.

Pablo Pagola: por su colaboración en los aspectos tributarios.

María Delia Gardien: por el control en la redacción.

Nicolás Largacha: por las charlas de economía que hemos mantenido, que han sido un gran aliciente para mi anhelo de conocimiento en la materia.

Luis Fadda: por haber compartido su tiempo personal conmigo. Por haber contestado la encuesta y sobre todas las cosas por su humildad personal.

Julián Bravo: por haber colaborado con las entrevistas, y por haber compartido su escaso tiempo conmigo.

Fernando Márquez: por haber despertado en mí el aprecio por la materia, y por haberse prestado a contestar el cuestionario.

Alberto Castagno: por destinar su tiempo personal para ser entrevistado.

Fabián Maidana: por haber aceptado ser entrevistado, y por haber estado a disposición para esclarecer ciertos interrogantes.

Eduardo Mundet: por las ideas aportadas y por el sabio consejo con que me orientó para la estructuración del trabajo.

María Eugenia Cantarero: por la paciencia con que evacuó mis constantes consultas.

José Di Tullio: por su humildad, y porque no se limitó a señalar incorrecciones, sino más bien a apuntar correcciones, y nuevas e enriquecedoras ideas.

Universidad Siglo 21: por confiar en sus alumnos, y por poner a disposición de ellos los mejores recursos materiales y humanos con que cuenta.

Agencia Córdoba Ciencia: por haber confiado en mi persona y mi proyecto, y congratularme con una beca para el desarrollo del presente trabajo.

ÍNDICE

CAPÍTULO 1- INTRODUCCIÓN

1.	INTRODUCCIÓN PRELIMINAR	13
2.	BREVE INTRODUCCIÓN A LAS FINANZAS CORPORATIVAS	16
3.	EL MERCADO FINANCIERO	18
3.1	El Mercado Financiero Y El Mercado de Activos Reales	18
3.2	El Mercado De Capitales Y El Mercado de Dinero	19
3.3	La Organización de los Mercados	22
3.4	La Comisión Nacional de Valores	23
4.	LAS FINANZAS Y LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS EN EL SIGLO 21	25

CAPÍTULO 2- LA SECURITIZACIÓN –TITULIZACIÓN-

1.	CONCEPTO	29
2.	BREVE REFERENCIA HISTÓRICA	31
3.	ACTIVOS APTOS PARA SECURITIZAR	34
3.1	Tipos de Activos Securitizables	35
3.2	Cualidades de los Activos	35
4.	BREVE REFERENCIA AL <i>CASH FLOW</i>	36
5.	VEHÍCULOS	38
5.1	Sociedades de Objeto Especial (S.P.V.)	39
5.2	Los Fondos Comunes Cerrados de Inversión (F.C.C.I.)	40
5.3	El Fideicomiso Financiero	43
6.	PARTÍCIPES	44
6.1	Partícipes Primarios	44
6.1.1	El Originador	44
6.1.2	El Vehículo	45
6.1.3	El Tomador / Colocador	46
6.1.4	Los Inversores	47
6.1.4.1	Los Inversores Individuales	48
6.1.4.2	Los Inversores Institucionales	48
6.2	Partícipes Secundarios	49
6.2.1	El Organizador	49
6.2.2	El Servicer	49

6.2.3	El Depositario	50
6.2.4	Los Garantes O <i>Credit Enhancement</i>	51
6.2.5	El Proveedor de Fondos	51
6.2.6	La Calificadora de Riesgo (<i>Rating Agencies</i>)	52
6.2.7	Los Auditores	52
6.2.8	El Asesoramiento Legal	53
7.	MODALIDADES	53
7.1	“ <i>Pass-Through</i> ”	54
7.2	“ <i>Asset-Backed Bonds</i> ” (A.B.B)	54
7.3	“ <i>Pay-Through</i> ”	55
8.	LAS AGENCIAS CALIFICADORAS DE RIESGO	56
8.1	Conceptualización	56
8.2	Regulación Legal	57
8.3	Riesgos Analizables	59
9.	LOS <i>CREDIT ENHANCEMENT</i>	63
9.1	Mejoras Internas	64
9.1.1	Sobrecolateralización u <i>Overcollateralization</i>	64
9.1.2	Subordinación	64
9.1.3	Exceso de Flujo o <i>Spread Account</i>	65
9.1.4	Sustitución de Activos	65
9.1.5	Fondo de Reserva o <i>Sink Found</i>	66
9.1.6	La Elección del Depositario	66
9.2	Mejoras Externas	66

CAPÍTULO 3- FIDEICOMISO

1.	EL FIDEICOMISO. CONCEPTO	68
2.	ANTECEDENTES HISTÓRICOS	70
2.1	Derecho Romano	70
2.2	Derecho Anglosajón. El Use Y el Trust	72
2.3	Derecho Argentino. El Artículo 2662 del Código Civil y la Ley 24.441	75
3.	PARTES	76
3.1	El Fiduciante	77
3.2	El Fiduciario	77
3.3	El Beneficiario	78
3.4	El Fideicomisario	78
3.5	La Superposición de Roles	79
3.5.1	Fiduciante-Beneficiario	79
3.5.2	Beneficiario-Fideicomisario	80
3.5.3	Fiduciario-Fideicomisario.	80
3.5.4	Fiduciario-Beneficiario.	80
3.5.5	Fiduciante-Fiduciario	82
4.	CLASES DE FIDEICOMISOS	83

4.1	Fideicomiso de Administración	84
4.2	Fideicomiso de Inversión	84
4.3	Fideicomiso de Garantía	85
4.4	Fideicomiso Testamentario	86
4.5	El Fideicomiso Financiero	88
5.	CARACTERES	88
5.1	Típico	88
5.2	Consensual	88
5.3	Bilateral	89
5.4	Se Presume Oneroso	89
5.5	Formal	90
5.6	De Tracto Sucesivo	90
5.7	<i>Intuito Personae</i>	91
6.	OBJETO	91
6.1	Situaciones Discutidas	91
7.	PLAZO	92
8.	CONTENIDO	94
9.	EL PATRIMONIO FIDEICOMITIDO	95
9.1	El Dominio Fiduciario	95
9.2	El Patrimonio Fiduciario	96
10.	EFEECTO ENTRE LAS PARTES	99
10.1	Del Fiduciante	99
10.1.1	Derechos	99
10.1.2	Obligaciones	103
10.2	Del Fiduciario	104
10.2.1	Facultades y Derechos	104
10.2.2	Obligaciones	108
10.2.3	Prohibiciones	113
10.3	Del Beneficiario	113
10.3.1	Derechos	114
10.3.2	Obligaciones	115
10.4	Del Fideicomisario	116
11.	EFEECTO FRENTE A TERCEROS	116
11.1	Inscripción Registral	117
11.2	Situación de los Acreedores	118
12.	RESPONSABILIDAD DEL FIDUCIARIO	121
13.	CESACIÓN DE FIDUCIARIO	122
13.1	Causales	123
13.2	Métodos de Reemplazo	125
14.	EXTINCIÓN	125
15.	LIQUIDACIÓN	126

CAPÍTULO 4- FIDEICOMISO FINANCIERO

1.	INTRODUCCIÓN	129
2.	CONCEPTO	130
3.	LEY APLICABLE Y AUTORIDAD DE APLICACIÓN	131
4.	NOTAS TIPIFICANTES	132
5.	SUJETOS	133
5.1	El Fiduciante	133
5.2	El Fiduciario	134
5.2.1	Obligaciones Particulares del Fiduciario Financiero	134
5.3	Los Beneficiarios	135
5.4	El Fideicomisario	136
6.	LA REGULACIÓN DEL FIDUCIARIO FINANCIERO POR EL CUERPO DE NORMAS DE LA C.N.V.	137
6.1	Sujetos Habilitados	137
6.2	Requisitos para la Inscripción	138
6.2.1	Requisitos a Cumplir	138
6.2.2	Requisitos de la Solicitud de Inscripción	139
6.3	Denominación	141
6.4	Restricciones	141
7.	REQUISITOS DEL CONTRATO DE FIDEICOMISO FINANCIERO	144
8.	LA CESIÓN DE CRÉDITOS	145
9.	CONSTITUCIÓN UNILATERAL	148
10.	LOS VALORES FIDUCIARIOS	151
10.1	Los Valores Negociables	151
10.2	La Circulación de los Títulos. El Mercado Primario y el Secundario	153
10.3	Clases de Valores Fiduciarios	155
10.3.1	Certificados de Participación	155
10.3.1.1	Conceptualización	155
10.3.1.2	Derechos que Confieren	156
10.3.1.3	Emisor	157
10.3.1.4	Requisitos	157
10.3.1.5	Forma	158
10.3.1.6	Emisión en Clases y Series	160
10.3.1.7	Certificados Globales	161
10.3.2	Los Títulos Representativos de Deuda	162
10.3.2.1	Conceptualización	162
10.3.2.2	Derechos que Confieren	162
10.3.2.3	Emisor	163
10.3.2.4	Requisitos	164
10.3.2.5	Forma	165

10.3.2.6	Emisión en Clases y Series	165
10.3.2.7	Certificados Globales	166
11.	LA OFERTA PÚBLICA	166
11.1	Concepto. Generalidades	166
11.2	Requisitos de Autorización	167
11.3	Programas Globales de Emisión	168
11.4	El Prospecto de Emisión	170
11.4.1	Concepto. Generalidades	170
11.4.2	Requisitos	171
11.5	Principio del <i>Full Disclosure</i> y El Régimen de Transparencia	173
11.6	<i>Insider Trading</i> y otras Conductas Contrarias a la Transparencia	176
12.	LOS FONDOS DE INVERSIÓN DIRECTA	178
12.1	Conceptualización	178
12.2	Regulación por la C.N.V.	178
13.	RÉGIMEN INFORMATIVO	179
14.	PUBLICIDAD	180
15.	BREVE CONSIDERACIÓN TRIBUTARIA DEL FIDEICOMISO FINANCIERO	181
15.1	Ganancias	181
15.2	El Impuesto al Valor Agregado (I.V.A.)	185
15.3	Impuesto a la Ganancia Mínima Presunta	185
15.4	Impuesto a los Bienes Personales	185
15.5	Impuesto Sobre los Créditos y los Débitos	186
15.6	Impuesto Sobre los Ingresos Brutos	186
15.7	Impuesto de Sellos	186
15.8	La Tenencia de los Títulos Fiduciarios	186
16.	INSUFICIENCIA DEL PATRIMONIO FIDEICOMITIDO	187

CAPÍTULO 5- CONCLUSIONES

1.	CONCLUSIONES PERSONALES	192
1.1	Marco Actual de la Argentina	192
1.2	Costos Asociados	194
1.3	Diferentes Fideicomisos Financieros en la Actualidad	196
1.4	Ventajas	200
1.5	Críticas al Régimen	202
2.	CONCLUSIONES CONCEPTUALES	207
2.1	Securitización	207
2.2	Fideicomiso	208
2.3	Fideicomiso Financiero	211
2.4	Anexo Gráfico 1	215
2.5	Anexo Gráfico 2	216

ANEXO

Ley 24.441	218
Libro 3 Capítulo XV del Cuerpo de Normas de la C.N.V al año 2001	237
Cuestionario	254
Entrevistas	255
BIBLIOGRAFÍA	268

CAPITULO I INTRODUCCIÓN.

INTRODUCCIÓN

1. INTRODUCCIÓN PRELIMINAR¹

Los mecanismos de finanzas corporativas distan mucho de ser lo que eran antes cuando se reducían casi exclusivamente a recurrir al mercado bancario. Hoy en día, podemos encontrar numerosas formas de financiamiento corporativo: a través de círculos de ahorro; *Project financing*, emisión de títulos de deuda y obligaciones negociables; apertura de capital accionario y emisión de certificados de participación; leasing; underwriting; factura de crédito; derivados, etc.

En este panorama la figura del fideicomiso financiero encuentra su funcionalidad, donde su dinámica se dispone de manera tal que permite a las empresas la captación de recursos dinerarios a bajo costo, logrando hacer líquida una cartera de activos ilíquidos, mediante la emisión de títulos de deuda y certificados de participación, que son emitidos sobre aquella cartera.

Hecha esta introducción, focalizaremos en el siguiente cuestionamiento:

¿De qué modo trata la ley y la doctrina argentina al fideicomiso financiero como vehículo de securitización de activos?

La problemática planteada nos propone el abordaje, desde una perspectiva analítica, de las normas positivas dictadas sobre el tema, de las Resoluciones Generales dictadas por la CNV y de las distintas concepciones y opiniones vertidas por la doctrina argentina especializada en el tema.

El planteo del objeto de estudio nos llevó a la formulación de un diseño de investigación de carácter analítico, el cual se complementará con entrevistas semiestructuradas dirigidas a los principales agentes y operadores, a fin de dotar al trabajo con una cuota de realidad.

¹ Se toma como base al anteproyecto.

A estos efectos, la sistematización de la obra se llevará a cabo en cinco capítulos.

En el primer capítulo realizaremos una breve introducción a las finanzas corporativas y al marco en donde estas se desarrollan. A tal fin trataremos los temas de finanzas corporativas, mercado financiero con sus componentes, y finanzas y los instrumentos financiero en el siglo 21.

En el segundo capítulo se analizará la securitización (titulización) como fenómeno, en donde se conceptualizará, y se hará una referencia de la misma en la historia y en el derecho comparado. Analizaremos las características que deben presentar los activos para ser susceptibles de ser objeto de securitización, haremos una breve referencia al flujo de fondos, estudiaremos los diferentes vehículos, las diferentes modalidades y partícipes que se insertan en el negocio. Finalizaremos estudiando la participación de las agencias calificadoras de riesgo y los mecanismos de mejoras crediticias.

En el tercer capítulo nos avocaremos al estudio de la figura del fideicomiso, por cuanto se nos hace imprescindible tener un conocimiento preliminar del fideicomiso ordinario, para luego estar en condiciones de abordar el estudio del fideicomiso financiero.

Esto se nos hace imprescindible porque este último se sujeta a las reglas establecidas para el ordinario, salvo en lo que resulte modificado por su régimen especial.

En lo atinente a la estructuración del capítulo, comenzaremos conceptualizando al fideicomiso, desde el orden normativo y doctrinario, haciendo una breve recorrida por la historia y el derecho comparado, hasta culminar en la actualidad jurídica argentina.

Analizaremos las distintas clases y modalidades de fideicomisos admitidos por nuestra ley. Expondremos los diversas partes que operan en el contrato y en el negocio jurídico, haciendo referencia a sus derechos y obligaciones. También se hará un estudio analítico del objeto, forma, plazo y contenido del contrato. Nos

detendremos también en el análisis del patrimonio fideicomitado a fin de precisar la naturaleza y derechos que sobre él se tiene.

Por último, estudiaremos los efectos que se generan frente a terceros; la responsabilidad y cesación del fiduciario, y culminaremos haciendo referencia a los modos de extinción y mecanismo de liquidación.

En el capítulo cuarto se abordará al fideicomiso financiero. A estos efectos, conceptualizaremos la figura desde la ley y la doctrina, y analizaremos la ley 24.441, al igual que las Resoluciones Generales de la CNV y decretos que puedan vincularse con el tema.

Estudiaremos las notas tipificantes de la figura y nos referiremos a los sujetos que intervienen en el negocio jurídico, haciendo especial alusión a las cualidades particulares de la modalidad financiera del fideicomiso. A tal fin, veremos la regulación que hace el cuerpo de normas de la C.N.V sobre el fiduciario financiero.

Posteriormente, expondremos los requisitos del contrato de fideicomiso financiero y nos detendremos a analizar la cuestión de la cesión de créditos y la constitución unilateral del fideicomiso financiero.

Serán materia de desarrollo, también, los valores fiduciarios emitidos como consecuencia del proceso de titulización. A estos efectos analizaremos sus caracteres generales, como valores negociables. Nos referiremos a la circulación de los mismos, en los mercados primario y secundario. Luego, estudiaremos estos valores en su faz particular, entendiéndolos como certificados de participación y títulos de deuda. Los conceptualizaremos, definiremos sus requisitos, formas y modalidades de emisión. Expondremos los derechos que confieren cada uno de ellos.

Posteriormente, nos detendremos en el estudio de la oferta pública, tratando de dar nociones, entre otras, sobre los requisitos de autorización y el prospecto de emisión.

Haremos referencia a los fondos de inversión directa y al régimen informativo y de publicidad a que están sujetos los fideicomisos financieros,. Asimismo haremos alusión al régimen tributario y concluiremos con el tratamiento que se propugna en caso de insuficiencia del patrimonio fideicomitado.

Finalmente en el capítulo quinto expondremos las conclusiones a que hemos arribado sobre el tratamiento jurídico del fideicomiso financiero como vehículo de securitización de activos en el derecho argentino. A ese fin analizaremos los beneficios que se pueden obtener a través su utilización; haremos referencia a la posibilidad de desarrollo en el orden práctico del mismo en los diversos negocios jurídicos de la actualidad, y realizaremos las principales críticas, que a nuestro juicio merece el sistema.

Finalizaremos haciendo una exposición de las conclusiones conceptuales a las cuales hemos arribado.

2. BREVE INTRODUCCIÓN A LAS FINANZAS CORPORATIVAS

La sociedad en la cual estamos inmersos es una sociedad de corte capitalista, donde el dinero juega un rol importantísimo, ya que se erige como medio de satisfacción de los intereses individuales y sociales.

Desde las necesidades más básicas como pueden serlo el alimento, la vivienda y la salud, hasta las pretensiones suntuarias y de confort de las personas son asequibles a través del dinero.

Pero el dinero es un elemento escaso, y como tal, debe ser administrado cautelosamente para que sea eficiente y pueda atender a nuestros intereses.

Como bien señalan Bodie y Merton, las finanzas estudian la manera en que la gente asigna recursos escasos a través del tiempo.²

Dentro de este marco de ideas, las empresas, como generadoras de trabajo y de capital, se valen de diferentes recursos para lograr sus metas y sus objetivos. Pero para poder poner en marcha todo el aparato corporativo, necesitan dinero. Este dinero de algún lado debe ser conseguido.

² Conf. BODIE, Zvi – MERTON, Robert C., “*Finanzas*”, Ed., Prentice Hall, México, 1999, p.2

Delimitado esto, nos encontramos ante lo que se ha denominado finanzas corporativas, las cuales han sido definidas por Ross como el estudio de las formas en que se debe responder a estas tres preguntas³:

- I- ¿Qué línea de negocio se deberá emprender?
- II- ¿De dónde se obtendrá el financiamiento a largo plazo que se necesita para pagar la inversión?
- III- ¿Cómo se administrarán actividades financieras diarias?

Las fuentes mediante las cuales las corporaciones pueden fondearse son variadas. Pueden recurrir a fuentes externas de financiamiento como pueden serlo un crédito bancario tradicional o, como dice Brealey, puede intentar “*repartir los flujos de tesorería generados por sus activos entre distintos instrumentos financieros que atraigan a inversores con diferentes gustos, riqueza y tipos impositivos.*”⁴ Dentro de estos instrumentos se encuentran a las acciones, acciones preferentes, diversos tipos de bonos de deuda, derivados, títulos híbridos, etc.

Vemos entonces que estos mecanismos de ingeniería financiera son predispuestos de la mejor manera, para que las empresas consigan fondearse al más bajo costo.

Como presupuesto de la evolución que ha sufrido el mercado de las finanzas en la última década del siglo XX, por la convergencia de la investigación financiera, la desregulación y la tecnología⁵, es que hoy en día existen una enormidad de instrumentos financieros, con diferentes características, que permiten, en función de las particularidades de cada empresa, una financiación más económica.

³ ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JORDAN, Bradford D., “*Fundamentos de finanzas corporativas*” 5ª ed, Ed. McGraw-Hill Interamericana 2ª ed. en español, México D.F., 2000, p.3

⁴ BREALEY, Richard A. – MYERS, Stewart C., “*Fundamentos de financiación empresarial*”, Ed. McGraw Hill, 5ª ed, Madrid, 1998, p.270

⁵ IBÁÑEZ PADILLA, Gustavo., “*Manual de economía personal. Cómo potenciar sus ingresos e inversiones*”, Ed. Dunken., Bs. As., 2003, p.77

3. EL MERCADO FINANCIERO

3.1 EL MERCADO FINANCIERO Y EL MERCADO DE ACTIVOS REALES

La economía puede dividirse en dos grandes mercados. Por un lado, tenemos el mercado de los bienes y servicios, donde se transige sobre bienes reales. Por ejemplo el mercado agrícola-ganadero, el mercado industrial, el mercado automotriz, el mercado de diferente tipos de servicios, etc.

Por el otro lado, está el mercado financiero, el cual tiene como objeto al dinero.

Como bien lo explica Cachón Blanco, es cierto que son los mercados reales los que verdaderamente ofrecen sustento a la economía nacional e internacional; cierto es que poco podrían ofrecer los mercados financieros si no hubiera primero mercados reales, pero hoy sería impensable comprender el desarrollo de estos mercados sin el apoyo del mercado financiero.⁶

De hecho, la importancia de este mercado es bien ilustrada por Forsyth, quien expresa que *“cada día transacciones financieras que llegan a un valor total suficiente como para comprar toda el área terrestre de Francia y todo lo asentado en ella, son realizadas durante las horas en que los bancos se encuentran cerrados en París. Esto ocurre por la voluntad de un número relativamente pequeño de personas, que son empleados para manejar los bienes de grandes corporaciones, Estados y*

⁶ CACHÓN BLANCO, José Enrique, en su prólogo al libro VILLEGAS, Carlos M – VILLEGAS, Carlos G., *“Aspectos legales de las finanzas corporativas”*. Ed. Dykinson., Madrid, España., 2001, p. XI.; En igual sentido Keown explicita que: *“si sólo existiesen activos reales, entonces los ahorros de una unidad económica dada, como una empresa, deben acumularse en forma de activos reales. Si la empresa tiene una buena idea para lanzar un nuevo producto, ese producto tendrá que ser desarrollado, producido y distribuido sin el apoyo de los ahorros de la compañía (beneficios retenidos), Más aún, cualquier inversión en el nuevo producto debe darse simultáneamente con el proceso de generación de ahorro. Si tenemos nosotros los ahorros, y la idea es de otros, no existen mecanismos de transferencia de ahorros. No es, desde luego una situación beneficiosa”*. KEOWN, Arthur J.; PETTY J. William; SCOTT, David F. (Jr); MARTIN, John D. *“Introducción a las finanzas. La práctica y la lógica de la dirección financiera”*. 2ª edición. Ed. Prentice Hall Iberia, Madrid, 1999, p.37 y 38

*fondos de pensiones, a través de especulaciones en una vasta variedad de bonos, commodities, monedas, futuros, opciones y acciones.”*⁷

En el marco conceptual, Villegas define el mercado financiero como *“la reunión de los oferentes (inversionistas y ahorristas) y de los tomadores de recursos financieros (las empresas, Estados, e individuos) para la compra y venta de instrumentos y / o activos financieros representativos de derechos de crédito, comprensivos de un determinado flujo de fondos prometidos por el emisor de dichos instrumentos financieros.”*⁸

En este mercado confluyen el ahorro y la inversión ya que a través de los intermediarios financieros, se conectan sujetos que ofertan dinero (inversores), y sujetos que lo demandan (sujetos que procuran financiarse).

En este mismo sentido se expresa Keown, quien dice que *“el sistema financiero debe existir para facilitar un flujo de ahorro eficiente y ordenado desde los sectores con superávit a los sectores con déficit de la economía. El resultado durante largos períodos es que el sector de empresas no financieras es típicamente dependiente del sector de las economías domésticas para financiar sus actividades.”*⁹

3.2 EL MERCADO DE CAPITALES Y EL MERCADO DE DINERO

El mercado financiero puede ser dividido en mercado de capitales y mercado de dinero¹⁰.

⁷ FORSYTH, Richard, en el prólogo de CHORAFAS, Dimitris N., *“Chaos theory in the financial markets”*, Ed. Probus publishing company, Chicago, 1994, p. XVII. En su original *“Every week-day, financial transactions amounting to a total value sufficient to buy the entire land area of France, and everything on it, take place during the hours when the banks are closed in Paris. This happens at the instigation of a relatively small number of people, who are employed to manage the assets of large corporations, governments, and pension funds by speculating in a wide variety of bonds, commodities, currencies, futures, options and stocks.”*

⁸ VILLEGAS, Carlos G., *“Títulos valores y valores negociables”*, Ed. La Ley, Bs. As., 2003, p.873

⁹ KEOWN, Arthur J.; PETTY J. William; SCOTT, David F. (Jr); MARTIN, John D., Ob. Cit., p.40

¹⁰ Cachón Blanco sostiene que los componentes actuales del mercado financiero son tres: el mercado crediticio (mercado de dinero), el mercado de valores (mercado de capitales) y el mercado asegurador (en este intervienen agentes aseguradores, reaseguradoras, A.F.J.P, etc). Conf. CACHÓN BLANCO, José Enrique, Ob. Cit., p. XVII

El mercado de dinero se caracteriza por tratar sobre títulos a corto plazo, mientras que en el mercado de capitales se negocia sobre títulos al largo plazo.

En el primero, se transige sobre títulos cuyos vencimientos sean inferiores a un año. Como ejemplo de tales podemos nombrar los certificado de depósito (CD), bonos del estado, commercial papers, etc.

Como indica Rivera-Batiz, *“el mercado de dinero es un mercado altamente competitivo, con información sobre las tasas de interés en instrumentos alternativos, disponible rápidamente con sólo una llamada telefónica. Las tasas ofrecidas por los mayores mercados de dinero pueden ser fácilmente seguidas a través de la lectura de sus cotizaciones en el periódico. Existe, incluso, una gran variedad de inversores participando en este mercado, los cuales van desde individuos e instituciones gubernamentales, hasta grandes corporaciones, quienes pueden elegir entre un gran menú de instrumentos locales. Pueden, también, elegir invertir en instrumentos del mercado de dinero extranjero, es decir, invertir internacionalmente.”*¹¹

Por el otro lado, tenemos el mercado de capitales¹², que opera por medio de instrumentos financieros a largo plazo, los cuales tienen un vencimiento superior al año.

Los títulos con los que se transige en este mercado son las acciones, acciones preferentes, bonos del estado a largo plazo, obligaciones negociables, valores fiduciarios, certificados de participación, derivados, futuros, opciones, forwards, swaps, etc.

¹¹ RIVERA-BATIZ, Francisco L., RIVERA-BATIZ, Luis A., *“International finance and open economy macroeconomics”* 2ª ed., Ed. Prentice-Hall Inc., New Jersey, 1994, p.102. En su original: *“the money market is a highly competitive market, with information about the interest rates available on alternative instruments readily within reach of a telephone line. The rates being offered by mayor money markets can be followed easily by reading their quotes in the daily newspapers. There is also a broad diversity of investors participating in the money market, ranging from individuals and government institutions to large corporations, all of which can choose from a whole menu of domestic money market instruments. The can also choose to invest in money market abroad- that is, go international.”*

¹² Brealey se expresa en una cuestión que suele generar confusiones, diciendo que *“usted podrá oír a los directivos financieros usar los términos ‘mercado de capitales’ y ‘mercados financieros’ como sinónimo, pero los mercados de capitales son únicamente la fuente de financiación a largo plazo. El termino mercados financieros se usa para referirse a todas las fuentes de financiación.”* BREALEY, Richard A. – MYERS, Stewart C., Ob. Cit, p.3

Una característica que diferencia a este mercado del anterior, es que en aquel se opera por medio de intermediarios financieros que se interponen entre los depositantes y los tomadores de préstamos, asumiendo a su riesgo los depósitos, y prestándolos por su cuenta y riesgo.¹³

Por el contrario, en el mercado de capitales, el intermediario sólo sirve como nexo conector entre las partes, las cuales actúan a su propio riesgo.

A su vez, las operaciones que se realicen en este mercado pueden ser clasificadas en bursátiles y extrabursátiles. Las primeras son llevadas a cabo en mercados de subastas organizados como pueden serlo la NYSE (*New York Stock Exchange*), la AMEX (*American Stock Exchange*), la TSE (*Tokyo Stock Exchange*), la LSE (*London Stock Exchange*), la Bolsa de comercio de Buenos Aires, la Bolsa de comercio de Córdoba, etc.

Las acciones que se negocian en una bolsa de valores organizada deben estar inscriptas en esa bolsa, para lo cual las empresas deben satisfacer los requisitos que cada bolsa en particular imponga.

Por el contrario, las operaciones extrabursátiles (*over the counter market*) son llevadas a cabo, no en un espacio físico, como ocurre en el caso anterior, sino que están coordinadas por medio de un intermediario.

Como explica Ross, una fracción del mercado de acciones, y la mayoría de los bonos de deuda a largo plazo, no tienen una ubicación central, sino que las negociaciones se realizan por medio de vías electrónicas, por lo que las fronteras nacionales no constituyen una gran barrera, existiendo actualmente un mercado internacional de deudas *over the counter market*¹⁴

Keown se expresa en cuanto a los beneficios de una u otra organización. En efecto, el autor sostiene que al momento de sopesar las virtudes del mercado organizado y no organizado (autorregulado o extrabursátil), el primero, cuenta con la ventaja de proporcionar un mercado continuo, permite la fijación y publicidad de precios transparentes de los activos y ayudan a las empresas a captar nuevo capital.¹⁵

¹³ VILLEGAS, Carlos G., Ob. Cit., p.877

¹⁴ Conf. ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JORDAN, Bradford D., Ob. Cit., p.19

¹⁵ Conf. KEOWN, Arthur J.; PETTY J. William; SCOTT, David F. (Jr); MARTIN, John D., Ob. Cit., p.45

Por el otro lado, el mercado no organizado, permite el ingreso a empresas que no cumplen con los requisitos de cotización de los principales mercados de valores. Asimismo, permite la cotización de otras empresas que quizás quieran evitar los requisitos de información y las tasas obligatorias para mantener la cotización.¹⁶

3.3 LA ORGANIZACIÓN DE LOS MERCADOS

Como señalan los doctores Villegas, citando a Fernández-Armesto y Carlos Bertrán, existen tres modelos de organización bursátil, los cuales se diferencian en función de su origen, mayor o menor grado de intervención pública y característica de sus miembros¹⁷.

En el modelo anglosajón las bolsas son asociaciones privadas, caracterizadas por la libre asociación de sus miembros y la libertad de funcionamiento.

El modelo latino, por su parte, se caracteriza porque las bolsas son instituciones públicas, creadas por iniciativa de los poderes públicos. Los agentes que operan en este modelo, son nombrados por el estado, y dan fe de los actos públicos que realicen.

Por último, en el modelo Germánico, las bolsas son de creación pública, pero sus operadores son los bancos.

No obstante las diferencias aquí señaladas, los modelos han ido evolucionando de manera tal que cada vez más se tiende a la organización de un modelo de carácter universal. (así en las bolsas anglosajonas se han creados organismos de aplicación y contralor gubernamentales; las bolsas latinas se han acercado cada vez más a las anglosajonas sustituyendo a los agentes de cambio y bolsa por intermediarios especializados)¹⁸

Por su parte, la organización del mercado financiero en Argentina se rige por la ley 17.811, con las reformas introducidas por el Decreto 677/2001 conocido como Ley de transparencia. En la ley 17.811 se legisla sobre las bolsas o mercados de

¹⁶ Ibídem p.45

¹⁷ En esta clasificación seguimos a VILLEGAS, Carlos M – VILLEGAS, Carlos G., Ob. Cit., p. 9 y 10

¹⁸ Ibídem p.10

comercio en general (capítulo III), bolsas de comercio autorizadas a cotizar títulos valores y mercados de valores (capítulo IV), agentes de bolsa (capítulo V), operaciones de bolsas y garantías (capítulo VI), medidas disciplinarias y recursos (capítulo VII), oferta pública de títulos valores (capítulo II), y sobre la Comisión Nacional de Valores (capítulo I).

El modelo adoptado por nuestra legislación se acerca al de Estados Unidos, pero conservando particularidades que hacen a la idiosincrasia de nuestro pueblo¹⁹.

3.4 LA COMISIÓN NACIONAL DE VALORES

La Comisión Nacional de Valores es una entidad autárquica, con jurisdicción en todo el territorio de la República Argentina, según se desprende del artículo 1 de la ley 17.811.

Su misión es *“regular, fiscalizar y controlar a los participantes del mercado de capitales, vigilando que sus operaciones cumplan con los principios y*

¹⁹ Tal conclusión puede ser inferida de la exposición de motivos de la mentada ley, en donde se dispone, entre otras cosas, que “la legislación universal ha implantado tres sistemas fundamentales diferentes, en materia de negociación de títulos valores. El sistema inglés, de absoluta libertad; el régimen seguido por varios países europeos, que consagran las bolsas oficiales y consideran a los agentes de bolsa como funcionarios públicos; y el sistema de la legislación federal de los Estados Unidos de Norteamérica, adoptado por numerosos países, que establece el carácter privado de las instituciones y negocios de títulos valores, aunque sujetos a leyes protectoras del interés público, mediante una amplia publicidad de los datos económicos y financieros de las empresas y de la actuación de todos los intervinientes en el comercio de los títulos, con una adecuada fiscalización del Estado y las bolsas que asegure la veracidad y eficacia de la información suministrada, el cumplimiento estricto de la ley y un régimen de sanciones severo para quienes vulneren sus normas.

La Comisión ha considerado y ha valorado todos los antecedentes argentinos existentes y las normas de mayor relevancia que ofrece el derecho comparado, y se pronuncia por un sistema adecuado a nuestro régimen constitucional, moldeado según las características del medio argentino y las tradiciones e idiosincrasia de su pueblo. Se han tomado en cuenta, primordialmente, la particular organización de las instituciones bursátiles en nuestro país, el actual grado de evolución económica e industrial alcanzado, la idiosincrasia del inversor argentino y, finalmente, la necesidad de impulsar el desarrollo del país por medio de la actividad privada y una eficaz canalización y protección del ahorro. La estructura actual del mercado de los títulos valores en los Estados Unidos de Norteamérica, país cuyo régimen constitucional es similar al argentino y en el cual se ha alcanzado, además, el más alto nivel de industrialización y desarrollo de las inversiones mobiliarias del mundo occidental, es el antecedente de derecho comparado concorde con la estructura legal proyectada. La eficacia del mencionado sistema no sólo se refleja en los índices referentes a la evolución de las empresas, magnitud del ahorro privado invertido en títulos valores y número de accionistas, sino, principalmente, en la adecuada protección otorgada al público inversor. La investigación realizada por la Securities and Exchange Commission, a pedido del Congreso Nacional de los Estados Unidos, así lo destaca en el extenso informe publicado recientemente, luego de varios años de exhaustivo análisis de todos los sectores vinculados al mercado de los títulos valores.”

objetivos de la Ley de Oferta Pública de Títulos Valores, de Fondos Comunes de Inversión y de Fideicomisos Financieros y del Decreto de Calificadoras de Riesgo y sus reglamentos, en base a la divulgación de información oportuna, completa y veraz; así como promover el desarrollo de un mercado organizado, integrado, eficaz y transparente en beneficio del público inversor”²⁰

Las atribuciones que posee la C.N.V para poder atender su misión están plasmadas principalmente en los artículos 6 y 7 de la ley 17.811, y también en diversos artículos de las leyes 24.083, 24.441, 22.169 y los Decretos 656/92 y 677/01. El primero de los artículos citados de la ley de oferta pública de títulos valores encomienda a la C.N.V : I) autorizar la oferta pública de títulos valores; II) asesorar al P.E.N (Poder Ejecutivo Nacional) sobre los pedidos de autorización para funcionar que efectúen las bolsas de comercio; III) llevar el índice general de los agentes de bolsa; IV) llevar el registros de personas autorizadas para efectuar oferta pública de títulos valores y establecer las normas a las que deban ajustarse; V) aprobar los reglamentos de las bolsas; VI) fiscalizar el cumplimiento de las normas; VII) solicitar al P.E.N el retiro de la autorización para funcionar a bolsas y mercados de valores.

Asimismo, del artículo 7 se desprende que la C.N.V será la encargada de dictar las normas a las que deben ajustarse las personas que intervengan en la oferta pública de títulos valores. A estos efectos puede: I) requerir informes y realizar inspecciones e investigaciones a las personas sujetas a su fiscalización; II) recabar el auxilio de la fuerza pública; III) iniciar acciones judiciales; IV) denunciar delitos o constituirse en parte querellante.

Además, el Decreto 677/01, en su artículo 44 dispone que la C.N.V será la autoridad de aplicación del Decreto, para lo cual deberá regular la forma en que se efectivizará la información y fiscalización exigidas. A este fin, la C.N.V podrá establecer regímenes de información y requisitos para la oferta pública diferenciados teniendo en cuenta: la naturaleza del emisor, la cuantía de la emisión, el número restringido o especiales características de los inversores a los que va dirigida la emisión y, en general, cualquier circunstancia que lo haga aconsejable

²⁰ www.cnv.gov.ar

En definitiva, como bien lo explicita la C.N.V, su rol consiste en velar por la transparencia de las operaciones, generando las condiciones necesarias para que el mercado de capitales se perfile como el gran motorizador del empleo y la inversión de la Argentina.²¹

4. LAS FINANZAS Y LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS EN EL SIGLO 21

En la actualidad, y debido al perfeccionamiento en la ingeniería financiera, la desintermediación, la globalización y la tecnología, el mundo de las finanzas se encuentra revolucionado, y dista mucho de ser lo que era anteriormente, donde ésta actividad estaba monopolizada por la banca.

El estudio realizado por los especialistas ha contribuido a generar instrumentos financieros novedosos, que disminuyen los riesgos, y permiten una financiación a más bajo costo.

Es así que hoy existen diferentes tipos de instrumentos para servir al mercado de capitales, muchas veces regulados y otras veces diseñados ad-hoc (*taylor made*), para atender las necesidades puntuales de un negocio determinado.

Entre estos instrumentos podemos encontrar desde las clásicas acciones e instrumentos de deuda, hasta valores como los derivados (opciones, futuros, *forwards*, *swaps*), valores fiduciarios, *zero cupons bonds*, ADR`s (*American Depositary Receipt*), etc. Inclusive, en el *Chicago Board of Trade*, se han llegado a vender “BADS”, los cuales son instrumentaciones de permisos para contaminar una tonelada de sulfuro (SO₂)²².

En segundo término, lo que caracteriza a esta época es la desintermediación financiera, entendida esta como el proceso mediante el cual los inversores dejan de canalizar sus ahorros a través de intermediarios financieros, para prestarlos directamente a los demandantes finales de estos fondos.

²¹ Conf. www.cnv.gov.ar.

²² BOLLINI SHAW, Carlos – GOFFAN, Mario. "Operaciones bursátiles y extrabursátiles", Ed. Abeledo Perrot, Bs. As., 1995, p.9 y 10

Le Roy Miller y Pulsinelli señalan que la desintermediación financiera ocurre porque *“los individuos retiran sus ahorros de las instituciones financieras cuando la compra directa de valores financieros emitidos por familias, corporaciones y gobiernos les ofrece una tasa más alta de rendimiento que la que les proporciona una cuenta de ahorros de un intermediario financiero”*.²³ Dicho de otra forma, ello ocurre cuando la rentabilidad de los bonos corporativos es más alta que la tasa de los CD (certificados de depósito) ofrecida por la banca.

Por último, la tecnología y la globalización han terminado de dar la pincelada final que mejor caracteriza a esta época.

Hoy en día, utilizando las herramientas de la informática y de Internet, se puede tener acceso y se puede invertir y manejar *portfolios* de inversión en cualquier parte del mundo.

Ello incide en la circulación de los capitales, que permite a las personas y corporaciones tener inversiones en los diferentes mercados del mundo. No obstante, si bien de este fenómeno se derivan muchas ventajas, ya que se potencia la inversión extranjera, cierto es que también se desprenden numerosos problemas para los países subdesarrollados, a consecuencia de los llamados fondos buitres que peregrinan de un estado a otro, a gran rapidez, dejando muchas veces consecuencias devastadoras. De hecho, como expresa Stiglitz, *“los bancos occidentales se beneficiaron por la flexibilización de los controles sobre los mercados de capitales en América latina y Asia, pero esas regiones sufrieron cuando los flujos de dinero caliente especulativo (dinero que entra y sale de un país, a menudo de la noche a la mañana, y que no suele ser más que una apuesta sobre si la moneda va a apreciarse o depreciarse) que se habían derramado sobre los países súbitamente tomaron la dirección opuesta. La abrupta salida de dinero dejó atrás divisas colapsadas y sistemas bancarios debilitados.”*²⁴

²³ LE ROY MILLER, Roger – PULSINELLI, Robert W. *“Moneda y banca”*, 2ª ed., Ed. McGraw-Hill Interamericana, santa Fé de Bogotá, Colombia, 1992, p.55

²⁴ STIGLITZ, Joseph E., *“El malestar en la globalización”*, Ed. taurus, Bs. As. 2002, p.34 y 35

Sin embargo, esto es una realidad, por la cual se tendrán que arbitrar las formas para contrarrestar sus efectos nocivos, y no cerrar los ojos ante una situación de actualidad tan evidente, que se convierte en una verdad incontestable.²⁵

Recapitulando, vemos que es en este ámbito en el cual se enmarca la securitización de activos, que gracias a la ingeniería financiera se ha erigido como un método para acelerar los flujos de fondos de activos ilíquidos. Se logra así, una desintermediación financiera, lo cual repercute en el valor de la estructuración de la operación, ergo en una financiación más económica; estando los securities emitidos a disposición de cualquier inversor ubicado en cualquier punto del planeta.

²⁵ Cachón Blanco explica que *“cierto es que la internacionalización no solo implica ventajas sino también problemas nada desdeñables, muy especialmente para las economías del tercer mundo, pero nadie puede dudar de que es una realidad económica verdadera e indiscutible, probablemente uno de los principales efectos de último cuarto de siglo XX y que ha pasado a constituir el equipaje básico de las economías del siglo XXI”* CACHÓN BLANCO, José Enrique, Ob. Cit., p. XXIII

CAPÍTULO II SECURITIZACIÓN.

LA SECURITIZACIÓN –TITULIZACIÓN–

1. CONCEPTO

El proceso de securitización tiene que ser comprendido como un medio alternativo de financiación consistente en la emisión de títulos-valores sobre un conjunto aislado de activos afectados al repago de dichos valores.

Este procedimiento ha sido muy bien conceptualizado por Lisoprawski, quien explica que consiste en *“mancomunar o reunir un conjunto de activos, reagrupándolos, para que sirvan de respaldo a la emisión de títulos-valores o participaciones que son colocadas entre los inversores.”*²⁶

Por su parte, Villegas define a la securitización como *“una ‘técnica de financiación’ que consiste en la transformación de activos financieros inmovilizados, de similares u homogéneas características que aseguren un flujo regular de fondos, en valores negociables, con o sin oferta pública, para ser colocados entre inversores o para garantizar la emisión de títulos de deuda.”*²⁷

Kenny nos señala que *“el neologismo ‘titulización’ (‘securitization’ en inglés) define un procedimiento por el cual determinados activos financieros ilíquidos – reales o financieros- son transformados en activos financieros líquidos para su negociación en el mercado de capitales, bajo la forma de valores negociables.”*²⁸ Agrega luego que *“el procedimiento implica agrupar determinados activos o derechos de cobro, presentes o futuros, según ciertas condiciones de homogeneidad, que se transfieren a un patrimonio separado (el denominado vehículo), sobre el cual se adquieren fondos del mercado mediante la emisión de valores mobiliarios que dan un derecho de participación o de crédito sobre esos activos.”*²⁹

²⁶ LISOPRAWSKI, Silvio V., *“Securitización. Los negocios fiduciarios y el fideicomiso. Ley de financiamiento de la vivienda y la construcción”*. En el tratado de los contratos de empresa. Tomo II. Contratos bancarios, de MARTORELL, Ernesto E., Ed Depalma, 2ª ed actualizada, Bs As, 2000. p.785

²⁷ VILLEGAS, Carlos M – VILLEGAS, Carlos G., *“Aspectos legales de las finanzas corporativas”*. Ed. Dykinson., Madrid, España., 2001, p.569

²⁸ KENNY, Mario O., *“Titulización y fideicomiso financiero”*. Ed Errepar, Bs As, 2002, p.3

²⁹ *Ibíd*em, p.4

Por último, no podemos dejar de citar la definición que ha dado Escuti, quien se refiere a la securitización como el “*proceso por el cual determinados activos crediticios que se pueden reunir en función de determinadas condiciones de homogeneidad (origen del crédito, préstamos hipotecarios, cuentas por cobrar provenientes de tarjetas de crédito, préstamos destinados a la compra de automotores, etc.) se reúnen en un paquete que se utiliza para la obtención de fondos por parte del titular de esos activos, quien los afecta al pago de capital e intereses de títulos emitidos precisamente tomando como respaldo tales bienes*”.³⁰

Este procedimiento, entonces, se erige como una alternativa más económica de financiamiento cimentada en la diversificación de instrumentos financieros.

La monopolización de la financiación en manos de la banca tradicional es azotada por mecanismos como este, que hacen replantear su rol en la actualidad.³¹ En efecto, siguiendo la ideas de Paolantonio, podemos decir que el desarrollo de la securitización avanza sobre el sistema tradicional de financiamiento ya que propende a la desintermediación en los mercados financieros, logrando poner en contacto directo a los tomadores de fondos y a los inversores, obteniendo así una reducción en los costos de financiamiento debido a la eliminación de intermediarios.³² Sin embargo, los beneficios no son unidireccionales, ya que el inversor, -sea éste de carácter institucional, o un simple inversor-, podrá obtener mayor seguridad, rentabilidad y diversidad a la hora de armar su *portfolios* de inversiones.³³

³⁰ ESCUTI, Ignacio A (h)., “*Títulos de crédito*”, 4ª ed. actualizada y ampliada., Ed. Astrea, Bs. As., 1995, p.145 (Toma como base conceptual un trabajo de Estudio Alegría)

³¹ Conf. PAOLANTONIO, Martín E., “*Fondos Comunes de inversión. Mercado financiero y mercado de capitales. Securitización o titulización,*” Ed Depalma, Bs As, 1994, p.188 y LISOPRAWISKI, Silvio V., Ob. Cit., p.800

³² Conf. PAOLANTONIO, Martín E., Ob. Cit., p.187 y 188

³³ Conf. LISOPRAWISKI, Silvio V., Ob. Cit., p.801

Asimismo se puede apreciar que la securitización se plantea como una buena alternativa de financiamiento en países como el nuestro, donde en épocas de crisis, los créditos disponibles en el mercado de dinero son muy onerosos³⁴.

La gran ventaja que se consigue es que al realizarse una securitización “*off balance sheet*”³⁵, se obtienen los títulos con mejor ranking, consecuentemente con más liquidez en el mercado secundario, lo que incide favorablemente en su cotización.

2. BREVE REFERENCIA HISTÓRICA

La técnica de la securitización de activos es una práctica novedosa, la cual ha reconocido su génesis en Estados Unidos en los años 70’ a través de la titulación de créditos hipotecarios por partes de *agencias* creadas por el gobierno federal. Su expansión y total desarrollo se produjo en el decenio siguiente.

Martín explica que este proceso se generó a partir de “*las altas tasas de interés y la necesidad de las entidades financieras de mejorar los balances y el deseo de*

³⁴ SUHAS KETKAR – DILIP RATHA., “*Securitization of Future Flow Receivables: A Useful Tool for Developing Countries.*”, en *Finance & Development*, March 2001, vol 38, N° 1. Así se expresan: “*Durante las crisis financieras, los países en vías desarrollo no pueden obtener prestamos de largo termino a un bajo costo. La securitización de créditos de flujos futuros puede ayudar a la inversión de entidades del sector público y privado en esos países a obtener ratings crediticios mayores que aquellos del gobierno y generar fondos en mercados de capitales internacionales.*” – En su original: “*During financial crises, developing countries cannot obtain low-cost, long-term loans. Securitization of future flow receivables can help investment-grade public and private sector entities in these countries obtain credit ratings higher than those of their governments and raise funds in international capital markets.*” En <http://www.imf.org>

³⁵ Que se encuentre “*off balance sheet*” significa “*Una deuda o activo el cual no aparece en la hoja de balance de la entidad que originó el activo o la deuda. En un proceso de securitización, si el mismo califica para un tratamiento de venta, los activos transferidos por le originador están fuera de la hoja de balance del originador, y también la suma recibida en cuenta de dicha transferencia.*” En su original: “*A debt or asset which does not show up on the balance sheet of the entity that originated the asset or debt. In a securitisation transaction, if the transaction qualifies for a sale treatment, the assets transferred by the originator are off the balance sheet of the originator, and so is the amount received on account of such transfer.*” En www.vinodkothari.com/glossary

*reducir los costos de fondeo, motivando que muchos préstamos se transformaran en instrumentos negociables”.*³⁶

En 1938 se creó la “Federal National Mortgage Association” (F.N.M.A, conocida como “Fanny Mae”), la cual era una *agency* patrocinada por el gobierno federal, que si bien fue la primera en el orden cronológico, recién hace su primera emisión de *Mortgage backed security* en el año 1981.

Esta agencia surge como recurso de financiación en el mercado de las hipotecas para dar liquidez a la inversión en créditos hipotecarios en el mercado, ya que la gran depresión que azotó a los Estados Unidos en los años 30 había producido el derrumbe del mercado de créditos para la vivienda debido al nivel de morosidad que atacaba a los flujos de fondos provenientes de dichos mercados.

En 1968 surge la “Government National Mortgage Association” (G.N.M.A o “Ginnie Mae”) a través de la cual se operó el primer caso de “*pass through certificate*”^{37,38}. Esta *agency* surge como un desdoblamiento de la Fanny Mae, concediéndosele el uso pleno del crédito del gobierno para la promoción del mercado hipotecario de la “Federal Housing Administration” (F.H.A.) y de la “Veteran Administration” (V.A.).³⁹

En cuanto a la historia de esta *agency*, tomamos las palabras explicitadas por la misma agencia en su página web donde se expresa que:

“En sus comienzos, el financiamiento de las viviendas era un mercado fragmentado, ineficiente e ilíquido, con tasas hipotecarias que variaban considerablemente de región a región, y con ciertos lugares donde prácticamente no había fondos disponibles. Esto fue consecuencia directa de la casi imposibilidad de venta de las hipotecas en el mercado secundario. Las Instituciones de préstamos emitirían la hipoteca, recolectarían el pago y archivarían la hipoteca hasta que el capital principal fuera totalmente pagado. El

³⁶ MARTÍN, Julián A. – ALCHOURON, Juan M. (Colaborador en aspectos jurídicos no tributarios) “*Securitización. Fideicomiso. Fondos de Inversión. Leasing. Tratamiento impositivo*”, Ed. Price Waterhouse, Bs. As., 1996, p.3

³⁷ “Los ‘*pass through certificates*’ eran títulos con respaldo en flujos hipotecarios con la garantía de pago en término de los servicios y el capital, de la referida entidad gubernamental.” LISOPRAWSKI, Silvio V., Ob. Cit., p.811 Por su parte, la misma Ginnie Mae define a estos certificados como un conjunto de hipotecas dispuestas para la generación de títulos valores ofertables en el mercado secundario. En su original: “*Mortgage-backed securities (MBS) are pools of mortgages used as collateral for the issuance of securities in the secondary market*” En <http://www.ginniemae.gov>

³⁸ VILLEGAS, Carlos M – VILLEGAS, Carlos G., Ob. Cit., p.594

³⁹ Conf. PAOLANTONIO, Martín E., Ob. Cit., p.196

problema: la poca disponibilidad de capital le puso techo al número de hipotecas que podían ser realizadas. Ginnie Mae resolvió este problema y revolucionó la industria americana de viviendas en 1970, convirtiéndose en pionera en la emisión de Mortgage Backed Securities.

Hoy en día ,los prestamistas juntan un pool de hipotecas correspondientes a F.H.A. (Federal Housing Administration), V.A. (Veterans Affairs), R.H.S. (Rural Housing Service) o P.I.H.(Office of Public and Indian Housing) y las convierten en títulos- valores. Ginnie Mae garantiza a los inversores el pago en tiempo del capital principal y de los intereses. En un solo paso, con la emisión de los Mortgage Backed Securities, Ginnie Mae convierte hipotecas individuales en títulos-valores seguros y líquidos para los inversores de todo el mundo. De esta manera Ginnie Mae ayuda al canal global de capital de la Industria americana de la Vivienda, ayudando en la oferta de hipotecas.”⁴⁰

Volviendo a la agencias, en el año 1970 surge la “Federal Home Loan Mortgage Corporation” (F.H.L.M.C., o “Freddie Mac) también destinada a desarrollar un mercado secundario en el orden hipotecario, la cual impulsó los denominados certificados de participación.

Por su parte, en el ámbito privado, en 1977 el Bank of America emitió el primer certificado enteramente privado⁴¹, y a comienzos de la década siguiente fueron generándose las emisiones privadas de valores respaldados por hipotecas.⁴²

Atento al éxito de la titulización de activos en el ámbito hipotecario, el proceso fue extendiéndose a otros activos, principalmente a los créditos generados por los prestamos para automóviles, créditos documentados en cupones de tarjetas de crédito, *junk bonds* o bonos basura, etc.⁴³ No obstante lo dicho, la mayor parte de los

⁴⁰ En su original la Ginnie Mae dispone: “*In its earliest days, housing finance was a fragmented, inefficient and illiquid market, with mortgage rates varying considerably from region to region, and some locations having practically no funds available at all. This was a direct consequence of the near impossibility of selling individual mortgages on the secondary market. Lending institutions would issue a mortgage, collect payments, and file the mortgage away until the principal was paid off. The problem: a lack of available, consistently priced capital put a ceiling on the number of new mortgages that could be issued.*

Today, lenders pool packages of qualifying FHA, VA, RHS or PIH mortgages and convert them into securities. Ginnie Mae guarantees investors the timely payment of principal and interest on the securities. In a single step, the issuance of Ginnie Mae mortgage-backed securities converts individual mortgages into safe, liquid securities for investors around the world. Ginnie Mae thus helps channel global capital into American housing markets, helping make more mortgages available.” En <http://www.ginniemae.gov>

⁴¹ LISOPRAWSKI, Silvio V., Ob. Cit., p.788

⁴² PAOLANTONIO, Martín E., Ob. Cit., p.196

⁴³ *Ibidem.*, p.199 y 200

“*Asset Backed Securities*” (títulos valores respaldados por activos) están garantizados con hipotecas.⁴⁴

El resto del mundo no fue ajeno a este proceso, e incursionó en su desarrollo tomando como ejemplo la experiencia americana. Así observamos que en Inglaterra se regulan los “*special purpose vehicle*” (S.P.V)⁴⁵, produciéndose la primera securitización de créditos hipotecarios en el año 1985.⁴⁶ En Francia también se desarrolló este proceso, que se denominó “*titrisation*”, la cual es realizada a través de “*Fonds Communs de Créances*” que son entes sin personería jurídica que tienen por objeto exclusivo adquirir créditos en poder de bancos e instituciones financieras para emitir participaciones en una sola emisión.⁴⁷

En España e Italia también se realizaron securitizaciones, siendo efectuadas primitivamente sobre créditos afectados a préstamos de automotores.

En lo que respecta al ámbito latinoamericano debemos destacar los adelantos en estas cuestiones en Chile, Colombia, Méjico y Perú.

En Argentina , la securitización de activos es introducida en nuestro acervo jurídico con el dictado de la ley 24.441 - que será motivo de estudio en este trabajo- y reconoce como vehículos aptos para realizar titulaciones de activos a los fideicomisos financieros, a los fondos comunes de inversión y a las sociedades de objeto especial.

3. ACTIVOS APTOS PARA SECURITIZAR

En este aspecto hay bastante acuerdo en cuanto al tipo de activos que puede ser objeto de titulación y en cuanto a las cualidades que los mismos deben presentar.

⁴⁴ LISOPRAWski, Silvio V., Ob. Cit., p.786

⁴⁵ VILLEGAS, Carlos M – VILLEGAS, Carlos G., Ob. Cit., p.597

⁴⁶ PAOLANTONIO, Martín E., Ob. Cit., p.202

⁴⁷ VILLEGAS, Carlos M – VILLEGAS, Carlos G., Ob. Cit., p.603

3.1 TIPOS DE ACTIVOS SECURITIZABLES

La gama de activos que son susceptibles de securitización es muy amplia, y pueden estar representados tanto por activos tangibles como intangibles⁴⁸.

Al respecto, Kenny sostiene que pueden titulizarse⁴⁹:

I- Activos reales: inmuebles, recursos agrícolas y forestales, ganado, participaciones en proyectos de inversión, etc.

II- Activos financieros:

i. Derechos Creditorios: provenientes de mutuos (sin garantías, o con hipotecas o prendas), precio de mercaderías o servicios (facturas comerciales, cupones de tarjetas de crédito, cheques de pago diferido), alquileres, leasing, valores mobiliarios, etc.

ii. Derechos que no consisten en créditos: peajes de obras públicas, entradas a espectáculos públicos, ventas al contado, etc

En definitiva, no existe restricción en cuanto a los activos susceptibles de ser securitizados, siempre y cuando cumplan con ciertos requisitos de homogeneidad y compatibilidad que se exponen en el punto siguiente.

3.2. CUALIDADES DE LOS ACTIVOS.

La cartera de activos a titularizar debe presentar un grado elevado de homogeneidad entre los distintos componentes que la conforman.

La doctrina coincide en sostener que las cualidades ideales que deben presentarse en los activos a titularizar son⁵⁰:

⁴⁸ Recomendamos la lectura de la nota *“Reemplazan a los créditos bancarios, se usan como garantías y hasta para transferir patrimonios; son los fideicomisos, la otra forma de invertir”*, publicada en La Nación, sección Economía, 30/4/2005. Puede asimismo consultarse en <http://www.lanacion.com.ar/economia>

⁴⁹ En este punto seguimos la clasificación propuesta por KENNY, Mario O., Ob. Cit., p.4.

⁵⁰ PAVEL, *“Securitization”*, Ed. Probus., Chicago, 1989, p.19 citado por PAOLANTONIO, Martín E., Ob. Cit., p.202 y por LISOPRAWski, Silvio V., Ob. Cit., p.839.

- I- clara configuración de los créditos;
- II- patrones de pago bien definidos;
- III- flujos de fondos, matemática o estadísticamente predecibles;
- IV- bajos niveles o probabilidades históricas de incumplimientos;
- V- amortización total de los créditos a su vencimiento;
- VI- diversidad de los deudores alta liquidez;
- VII- retornos superiores a los activos securitizados.

Por su parte, los doctores Villegas explican que en general cualquier tipo de bienes es securitizable, en tanto reúnan las siguientes características⁵¹:

- I- Activos de similar naturaleza o características;
- II- Contar con antigüedad y antecedentes de pagos (a fin de establecer estadísticas);
- III- Originados en procesos de créditos adecuados;
- IV- Importancia significativa (para que se justifique el costo de la operatoria);
- V- Uniformidad de documentación.

4. BREVE REFERENCIA AL CASH FLOW

En el punto anterior se advirtió que dentro de los activos aptos para securitizar, estaban comprendidos diversas variedades de activos financieros. De hecho, la cartera de una empresa puede estar en gran medida compuesta por estos tipos de activos, los cuales, si bien representan un derecho en favor de la empresa, no son dinero.

Es por esto, que muchas empresas, que tienen sus estados contables en orden, y cuyos estados de resultados arrojan números positivos, carecen de liquidez para atender a sus obligaciones corrientes.

⁵¹ VILLEGAS, Carlos M – VILLEGAS, Carlos G., “Aspectos legales de las finanzas corporativas”. Ed. Dykinson., Madrid, España., 2001, p.578 y sgts.

El problema aquí radica en la composición de la cartera de activos que dicha empresa posee, y a la errónea lectura de las variables y estados financieros que gravan a la misma.

Si bien una empresa puede estar obteniendo ganancias elevadas, también puede tener la diversificación de su activo predispuesto de una manera que la coloque ante la imposibilidad de atender sus pasivos corrientes, y consecuentemente, que entre en cesación de pagos, con todas las implicancias que dicho estado produce en orden al concurso o a la quiebra de la empresa.

Es por ello, que los economistas insisten en atender el estado de flujo de efectivo⁵², además del de resultados, para ver cuánto dinero entra efectivamente a la empresa, a fin de que esta atienda su pasivo, realice inversiones y distribuya utilidades entre sus accionistas.

Dentro de este orden de ideas, Bodie y Merton explican que *“el estado de flujo de efectivo muestra todo el efectivo que entró en la empresa y el que salió de ella durante determinado período. Difiere del estado de resultados porque éste muestra los ingresos y gastos.”*⁵³

Agregan a continuación, que *“el estado de flujo de efectivo es un complemento muy útil del estado de resultados por dos razones. Primero, centra la atención en lo que está sucediendo a la disponibilidad de efectivo a lo largo del tiempo. Hasta las compañías financieras más rentables pueden sufrir problemas financieros si se quedan sin efectivo. Si una compañía presta atención al estado de los flujos de efectivo, los directivos, proveedores y clientes verán si está aumentando o disminuyendo su efectivo y entenderán por qué. Por ejemplo, a menudo las compañías prósperas y de rápido crecimiento presentan problemas de liquidez y les resulta difícil cumplir con sus obligaciones financieras.*

⁵² El total del flujo de efectivo = al efectivo proveniente de las actividades de operación + efectivo proveniente de las actividades de financiamiento + efectivo proveniente de las actividades de inversión.

⁵³ BODIE, Zvi – MERTON, Robert C., *“Finanzas”*, Ed., Prentice Hall, México, 1999, p.67

El estado de flujo de efectivo es útil también porque prescinde de los juicios relativos al reconocimiento de ingresos y gastos que acompañan al estado de resultados”⁵⁴

Tenemos entonces que si la razón circulante⁵⁵ o la razón inmediata⁵⁶ de una empresa es muy inferior a uno, el ente verá, a corto plazo, su situación financiera bastante comprometida, ya que la misma se verá asediada por problemas de iliquidez. Por el contrario, si su razón es demasiado elevada, esto podrá indicar un mal aprovechamiento de los recursos, también a corto plazo.⁵⁷

Es aquí donde viene a jugar su papel la securitización de activos, ya que va a ser útil para acelerar el flujo de activos, permitiendo a una empresa fondearse a bajo costo convirtiendo una cartera de activos ilíquida en líquida.

De esta manera, mediante el proceso de securitización, una empresa con un patrimonio sólido y un estado de resultados bueno, pero con una cartera de activos ilíquida, puede aumentar su medida de liquidez y atender su pasivo corriente, mediante una operación que le permite fondearse a un precio inferior que a los precios disponibles en el mercado de dinero.

5. VEHÍCULOS

Un aspecto clave en lo que respecta al proceso de titulación de activos es el vehículo por el cual se va a realizar la securitización. En efecto, nuestro ordenamiento jurídico, y el derecho comparado reconocen diferentes figuras por medio de las cuales se puede lograr este cometido.

Lo fundamental al momento de analizar la factibilidad y conveniencia de utilización de determinado vehículo es que, efectivamente, se conforme un patrimonio

⁵⁴ *Ibíd*em

⁵⁵ La razón circulante es una medida de liquidez a corto plazo, que se expresa mediante la ecuación de activos corrientes sobre pasivos corriente.

⁵⁶ Es otra medida de liquidez, que parte de la base que los valores de libros y mercados difieren, por lo cual se basa en la ecuación: activos corrientes menos inventarios sobre pasivos corrientes.

⁵⁷ Conf. ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JORDAN, Bradford D., “*Fundamentos de finanzas corporativas*” 5ª ed, Ed. McGraw-Hill Interamericana 2ª ed. en español, México D.F., 2000, p.63

autónomo de afectación de los bienes que lo mantenga aislado de los riesgos y avatares provenientes de las relaciones jurídicas personales del originante y del propio vehículo. Asimismo se deberá atender a las regulaciones tributarias que se establezcan, para estar en condiciones de optar por un vehículo u otro en base a una ecuación económica de conveniencia.

En lo concerniente a nuestro derecho nacional, la securitización de activos puede ser lograda por la utilización de sociedades de objeto especial, por fondos comunes de inversión o por fideicomisos financieros.

A continuación se presenta una breve noción de cada uno de ellos.

5.1 SOCIEDADES DE OBJETO ESPECIAL (S.P.V.)

Las sociedades de objeto especial (*Special Purpose Vehicle*) son definidas por Kenny como “*sociedades constituidas especialmente para desarrollar un determinado negocio, con restricciones estatutarias en el gobierno y administración societarios que apuntan a limitar la asunción de riesgos extraños al objeto específico que determinó su constitución.*”⁵⁸

Podemos encontrar su alusión dentro del marco legal en el artículo 71 de la ley 24.441 que dispone: “*se aplicarán las normas de este artículo y las de los artículos 71 y 72, cuando se cedan derechos como componentes de una cartera de créditos, para: ...b) Constituir el activo de una sociedad, con el objeto de que ésta emita títulos valores ofertables públicamente y cuyos servicios de amortización e intereses estén garantizados con dichos activo*”.

A pesar de estar legislado este vehículo, la experiencia demuestra que no ha sido muy utilizado, y que por el contrario, los operadores económicos y jurídicos que realizan securitizaciones de activos a diario, eligen otros vehículos tales como el fideicomiso financiero para acometer a tales fines.

⁵⁸ KENNY, Mario O., Ob. Cit., p.5

La Dra. Amallo expresa que el problema que proyecta la utilización de esta figura es “*la inseguridad patrimonial ante las situaciones de concurso o quiebra, y la posible confusión patrimonial entre los bienes o el patrimonio de la sociedad y los afectados al cumplimiento de la finalidad del vehículo*”.⁵⁹ Apunta Amallo, que en Chile se ha dado solución a este problema por cuanto se dispone que estas sociedades poseen un patrimonio común y un patrimonio separado por cada emisión de títulos que se realicen⁶⁰.

5.2. LOS FONDOS COMUNES CERRADOS DE INVERSIÓN (F.C.C.I.)

Aquí se mostrará cómo los Fondos Comunes Cerrados de Inversión se presentan como vehículos en los procesos de securitización de activos. Para comprender cómo funcionan, se hará, previamente, referencia al género, que son los Fondos Comunes de Inversión.

Los Fondos Comunes de Inversión (F.C.I.) son definidos en el artículo 1° de la ley 24.083 la cual dispone que: “*se considera fondo común de inversión al patrimonio integrado por valores mobiliarios con oferta pública, metales preciosos, divisas, derechos y obligaciones derivados de operaciones de futuros y opciones, instrumentos emitidos por entidades financieras autorizadas por el Banco Central de la República Argentina y dinero, perteneciente a diversas personas a las cuales se les reconocen derechos de copropiedad representados por cuotapartes cartulares o escriturales. Estos fondos no constituyen sociedades y carecen de personería jurídica...*”

Estos fondos comunes de inversión están gobernados por una sociedad gerente, que tiene a su cargo la dirección y administración de los fondos, y la

⁵⁹ AMALLO, Daniela N., “*El fideicomiso, los fondos comunes de inversión y las sociedades de objeto especial como instrumentos de financiamiento*”. En FUNES, Saturnino J. – AMALLO, Daniela. *Fideicomiso*, Cuadernos de la Universidad Austral N° 2, Ed. Deplama, Bs As, 1996., p.111

⁶⁰ *Ibidem*.

representación colectiva de los copropietarios indivisos. Ésta debe funcionar como una sociedad anónima especialmente habilitada o ser una entidad financiera autorizada para ello por la ley 21.526. Se establece que debe tener un patrimonio mínimo de \$50.000, y que debe mantener total independencia de la sociedad depositaria. La entidad depositaria es la encargada de la custodia de los bienes integrantes del fondo, o de los títulos en los cuales consten aquellos, de la vigilancia del cumplimiento del reglamento de gestión por la sociedad gerente, de la percepción del importe de las suscripciones etc. La misma deberá ser constituida en forma de sociedad anónima, tener como objeto exclusivo la actuación como depositaria de F.C.I y tener un patrimonio neto mínimo de U\$S 100.000.

El Fondo Común de Inversión se somete a un reglamento de gestión, el cual determinará los planes de inversión a adoptarse; las normas y plazos para la recepción de suscripciones, recate de cuotas partes; límites de gastos; el término de duración; el régimen de distribución, etc.

Atento a que estos Fondos conforman un patrimonio autónomo de imputación de derechos, respecto de los cuales los cuotapartistas sólo tienen un derecho de copropiedad indivisa sobre el resultado o el beneficio que produzca el fondo⁶¹, estos últimos no podrán pedir la disolución del fondo mientras esté en vigencia el plan de inversiones, sino que podrán ejercer sus derechos a través del rescate de las cuotas partes conforme lo establece la ley en los artículos 20 y subsiguientes.

Ahora bien, habiendo delimitado el campo conceptual introductorio relativo a los Fondos Comunes de Inversión, resulta de utilidad destacar que con el dictado en el año 1995 de la ley 24.441, se le hace un agregado de dos párrafos al artículo 1º expuesto *ut-supra*, por lo cual se habilita a los Fondos Comunes Cerrados de Inversión a invertir en todo tipo de activos, sean reales o financieros, dándole la posibilidad de emitir cuotas partes de renta y cuotas partes de interés, erigiéndose así estos, como vehículos securitizadores.⁶²

⁶¹ AMALLO, Daniela N., Ob. Cit., p.129

⁶² Conf. PINTOS, María Teresa., “Fideicomiso financiero según la ley 24.441” en RDPC Fideicomiso 2001-3., Ed. Rubinzal-Culzoni, Bs. As., 2001, p.101

Así el artículo 1º en su continuación dispone: *“Los fondos comunes que se constituyan con una cantidad máxima de cuotapartes de acuerdo con el artículo 21 de esta ley, podrán tener objetos especiales de inversión e integrar su patrimonio con conjuntos homogéneos o análogos de bienes, reales o personales, o derechos creditorios con garantías reales o sin ellas de acuerdo con lo que disponga la reglamentación del órgano de fiscalización en el artículo 32 de esta ley.*

Los fondos comunes de inversión podrán emitir distintas clases de cuotapartes con diferentes derechos. Las cuotapartes podrán dar derechos de copropiedad de acuerdo con lo previsto en el primer párrafo de este artículo y también podrá emitirse cuotapartes de renta con valor nominal determinado y una renta calculada sobre dicho valor cuyo pago estará sujeto al rendimiento de los bienes que integren el haber del fondo.”

Kenny hace referencia a que un Fondo Común Cerrado de Inversión *“constituye un patrimonio de afectación conformado sobre la base de una copropiedad, perteneciente a los titulares de las cuotapartes emitidas con relación al fondo, que se colocan por oferta pública y son susceptibles de cotización bursátil.”*⁶³ Lo que los distingue del Fondo Abierto es que en principio las cuotapartes en el caso de los Fondos Cerrados no son rescatables, y que las mismas son autorizadas para la oferta pública y cotización bursátil a efectos de dotarlos, eventualmente, de liquidez a través del mercado secundario.⁶⁴

Otra diferencia apuntada por la doctrina, es que el número de cuotapartes en el caso de los Fondos Abiertos, es variable, y depende de los rescates y suscripciones, mientras que en el caso de los Fondos Cerrados, el número de cuotapartes es determinado y no varía durante la vida del fondo.⁶⁵

⁶³ KENNY, Mario O., Ob. Cit., p.23

⁶⁴ Ibídem. p.24 y 25

⁶⁵ Conf. MARTÍN, Julián A. – ALCHOURON, Juan M. (Colaborador en aspectos jurídicos no tributarios), Ob. Cit., p52; PAOLANTONIO, Martín E., Ob. Cit., p.177. En contra Kenny: *“Lo que en se prohíbe en el tipo es el derecho a suscribir y rescatar las cuotapartes en cualquier momento a opción del cuotapartista, pero no vedar nuevas emisiones de cuotapartes para ampliar el patrimonio, o acordar su rescate por parte de los órganos activos del fondo en ciertos supuestos contemplados en la gestión.”* KENNY, Mario O., Ob. Cit., p.21 nota a pie de página N° 13

No obstante la capacidad de los F.C.C.I de presentarse como vehículos de securitización a la par del fideicomiso financiero, la experiencia en los hechos demuestra que se ha preferido utilizar estos últimos.

Como bien lo apunta Kenny, si bien ambos poseen un tratamiento fiscal similar, la desventaja con la que corren los F.C.C.I. es el costo operativo de los mismos, que se acrecienta al tener que soportar dos entidades (gerente y depositaria). Asimismo señala que poseen una estructura más rígida, lo que afecta su adaptabilidad a la diversidad de negocios, atentando así, en contra de su practicidad.⁶⁶

También se argumenta en su contra que la diversificación en las inversiones se ve restringida por las limitaciones impuestas por el artículo 6 de la ley 24.083.⁶⁷

5.3 EL FIDEICOMISO FINANCIERO

Esta figura constituye el objeto de estudio de los capítulos siguientes, en los cuales veremos en primer lugar al fideicomiso ordinario - por cuanto el financiero se rige por sus reglas en cuanto no se vea modificado por las reglas específicas que lo reglamentan- y posteriormente al fideicomiso financiero..

De una manera breve, y para no dejar al lector sin el concepto de este instituto, podemos tomar las palabras con las cuales se ha expresado la C.N.V. en el artículo 2 del Libro III capítulo XVI de sus leyes al año 2001. Esta expresa que: *“habrá contrato de fideicomiso financiero cuando una o mas personas (fideicomitente o fiduciante) transmitan la propiedad fiduciaria de bienes determinados a otra (fiduciario), quien deberá ejercerla en beneficio de titulares de los certificados de participación en la propiedad de bienes transmitidos o de titulares de títulos-valores representativos de deuda garantizados con los bienes así transmitidos (beneficiarios) y*

⁶⁶ KENNY, Mario O., Ob. Cit., p.26

⁶⁷ PINTOS, María Teresa., Ob. Cit., p.103

transmitirlo al fiduciante, a los beneficiarios o a terceros (fideicomisarios) al cumplimiento de los plazos o condiciones previstos en el mismo.”

En definitiva, lo importante es que se transmiten una serie de bienes al fiduciario, quien los aísla, configurándose un patrimonio autónomo que no es susceptible de ser atacado por los acreedores de las partes. Sobre este patrimonio fideicomitado se emitirán títulos fiduciarios. Estos pueden consistir en certificados de participación o en títulos de deuda, los cuales tendrán como única fuente de repago al patrimonio fideicomitado, salvo que se hayan afectado al repago de estos títulos algunos otros bienes.

Ahondaremos en este tema en el capítulo IV adonde remitimos.

6. PARTICIPES

Según la clasificación que realiza la doctrina, los partícipes en el proceso de securitización pueden clasificarse en primarios y en secundarios, según que su actuación en dicho proceso sea de carácter necesaria o meramente contingente.⁶⁸

Así tendremos como partícipes necesarios al originante, al vehículo, al tomador/colocador y al inversor. Por su parte, como partícipes secundarios encontramos al organizador, al *servicer*, al depositario, a los garantes, a los proveedores de fondos, a la calificadora de riesgo, a los auditores y a los asesores legales.

6.1 PARTICIPES PRIMARIOS

6.1.1 El Originador

Es el titular de los activos que serán objeto de la securitización, y que a tal efecto los transmite al vehículo emisor.

⁶⁸ ALEGRIA, H., “*Securitización. Documentos de Trabajo*”, Bs. As., 1992, citado por LISOPRAWKI, Silvio V., Ob. Cit., p.813

Como lo sostiene la doctrina, los activos que este transmita deben ser homogéneos, y poseer análogos vencimientos, riesgos, tasas, etc.⁶⁹

Generalmente este sujeto se erige también como *servicer*, es decir, como el administrador del activo, por cuanto, atendiendo a técnicas de orden económico-empresarial, nadie mejor que él mismo para gestionar la cartera crediticia propia.⁷⁰

6.1.2 El Vehículo

Este sujeto opera como interlocutor entre el originador y los inversores, encargándose de aislar los activos y efectuar la titulización⁷¹.

Lo importante es que se opere una “venta verdadera”, es decir una efectiva transferencia al vehículo por parte del originante, que sea eficaz de acuerdo a las leyes de quiebra, para separar los activos securitizados del resto de los bienes del originante.⁷²

La actividad principal de este sujeto, será emitir los títulos, con respaldo en los activos que le han sido transferidos, y eventualmente colocarlos entre los inversores.

Atendiendo a las distintas legislaciones, hay diferentes tipos de vehículos aptos para realizar este proceso de titulización. Así tenemos por ejemplo los *Trust*, los *Bankruptcy remote* y los *special purpose corporation* en Estados Unidos ; las sociedades securitizadoras en Chile; los *Founds Communs de Créances* en Francia, etc.

En Argentina, como ha sido expuesto anteriormente, existen como vehículos admitidos por nuestra legislación las sociedades de objeto especial, los fondos comunes cerrados de inversión y los fideicomisos financieros.

⁶⁹ MARTÍN, Julián A. – ALCHOURON, Juan M. (Colaborador en aspectos jurídicos no tributarios), Ob. Cit., p.44

⁷⁰ KENNY, Mario O., Ob. Cit., p.100 y 101-nota pie de página nº 88-

⁷¹ A este efecto Fernández y Gómez Leo expresan que: “*los flujos financieros no afluyen directamente de los deudores a los inversores finales, sino que en función de cada marco legislativo, es una entidad o vehículo emisor de diferente naturaleza jurídica el que se interpone entre ambos.*” FERNÁNDEZ, Raymundo – GÓMEZ LEO, Osvaldo R., “*tratado teórico-práctico de derecho comercial IV*”, Ed. Depalma, Bs. As., 2004, p.292

⁷² VILLEGAS, Carlos M – VILLEGAS, Carlos G., Ob. Cit., p.570

6.1.3 El Tomador / Colocador

Es el encargado de colocar los títulos en la oferta pública o privada.

Algunos autores lo sitúan dentro de los partícipes primarios⁷³, mientras que otros sostienen que es un partícipe secundario, ya que los títulos pueden ser colocados directamente por el vehículo.⁷⁴

En definitiva, lo importante es que en la práctica este sujeto se inserta en la praxis negocial suscribiendo un contrato de colocación o uno de *underwriting*⁷⁵.

Este último ha sido definido como “*el contrato celebrado entre una entidad financiera y una sociedad comercial, por medio del cual la primera se obliga a prefinanciar, en firme o no, títulos valores emitidos por la sociedad, para su posterior colocación.*”⁷⁶

Lo esencial en esta figura es la prefinanciación que otorga el *underwriter*, por la cual el emisor de los títulos-valores obtiene una liquidez inmediata.

Hay diferentes modalidades a través de las cuales se puede pactar la actuación del *underwriter*. Así tenemos el *underwriting* en firme o “*firm commitment*” en el que el colocador se obliga a adquirir los títulos- valores, para luego ubicarlos en el mercado. En este caso ante el fracaso en la colocación de los títulos entre los inversores el *underwriter* no podrá devolverlos al emisor.⁷⁷

⁷³ Conf. LISOPRAWski, Silvio V., Ob. Cit., p.813; FERNÁNDEZ, Raymundo – GÓMEZ LEO, Osvaldo R., Ob. Cit., p 301.

⁷⁴ VILLEGAS, Carlos G., “*Operaciones bancarias*”, Tomo II, Ed RubinzaL-Culzoni, Sta Fe, 1996, p.287 ; MARTÍN, Julián A. – ALCHOURON, Juan M. (Colaborador en aspectos jurídicos no tributarios), Ob. Cit., p.45 y 46

⁷⁵ Villegas nos dice que “*en la práctica actual del mercado de valores, el oferente nunca llega a conocer los ‘inversores’ ni menos a contratar directamente con ellos, ya que toda la relación con los inversores se realiza a través de la entidad financiera.*” VILLEGAS, Carlos G., “*Títulos valores y valores negociables*”, Ed. La Ley, Bs. As., 2003, p.932

⁷⁶ BONEO VILLEGAS – BARREIRA DELFINO, “*Contratos bancarios modernos*”, p.233 citado por BARBIER, Eduardo Antonio., “*Contratación Bancaria*”. Tomo 2. Empresas. Ed Astrea, Bs. As., 2002, p.255

⁷⁷ MALUMIÁN, Nicolás; DIPLOTTI, Adrián; GUTIÉRREZ, Pablo., “*Fideicomiso y Securitización. Análisis legal, fiscal y contable*”. Ed La Ley, Bs As, 2001, p.149

También encontramos el *underwriting* “*stand by*”, en el cual el *underwriter* se obliga a comprar los títulos que el emisor no haya podido colocar por sí mismo en el mercado.⁷⁸

Por último tenemos el *underwriting* no en firme o “*best effort*”, donde el *underwriter* prefinancia la emisión de los títulos y se obliga a procurar la colocación en el mercado, pero sin adquirirlos para sí, por lo que los riesgos de colocación correrán por cuenta del emisor.⁷⁹

En cuanto a la capacidad para ser agentes colocadores, se debe tener en cuenta la reglamentación dispuesta por la ley 17.811 en lo concerniente a oferta pública de títulos- valores, por la cual sólo podrán ofrecerse como tales las entidades financieras habilitadas para ello en función de la ley 21.526, sociedades inscriptas como agentes de mercado abierto⁸⁰ y los agentes bursátiles.

6.1.4 Los inversores

Son los tenedores de los títulos valores emitidos por el vehículo, quienes en definitiva serán los que terminen aportando el dinero para hacer posible la financiación.

Esto se hace como contraprestación de un beneficio que puede consistir en una renta fija o en una cuota de participación en los resultados, según el tipo de instrumento que posean. (*debt o equity instruments*)

En efecto, podemos diferenciar dos tipos de inversores, los cuales trataremos separadamente, ya que algún sector de la doctrina sostiene que a los mismos pueden serle aplicables diferentes reglas.

⁷⁸ FERNÁNDEZ, Raymundo – GÓMEZ LEO, Osvaldo R., Ob Cit., p.379

⁷⁹ BARBIER, Eduardo Antonio., Ob. Cit., p.267 y 268

⁸⁰ KENNY, Mario O., Ob. Cit., p.105

6.1.4.1 Los inversores individuales

Son aquellas personas que recurren al mercado de capitales como manera alternativa a las formas tradicionales, de canalizar sus ahorros, como podría serlo un plazo fijo en el sistema bancario tradicional.

En este caso en particular, cierta doctrina sostiene que las reglas de la ley de defensa del consumidor plasmadas en la 24.240 serían plenamente aplicables en subsidio de las reglas propias del instituto en cuestión. El argumento que se esgrime es que en este supuesto se estaría en presencia de un servicio financiero.

En el orden bancario, la doctrina propicia la aplicabilidad de las reglas de la ley de defensa del consumidor⁸¹. Entonces, por lógica, las mismas reglas deben serle aplicables al pequeño inversor del mercado de capitales que canaliza sus ahorros por este medio.

Como señala Stiglitz, *“en la medida que el cliente sea el consumidor final –destinatario final del uso no intermediado- de una operación financiera o de crédito activa o pasiva, esta constituye un contrato de consumo...”*⁸². Villegas completa la idea diciendo que *“el hecho de que los valores pueden ser vendidos nuevamente en el mercado secundario no excluye, a nuestro modo de ver el carácter de destinatario final del ‘acto de consumo’ de servicios financieros”*⁸³.

6.1.4.2 Los Inversores Institucionales

Como señala Villegas estos sujetos son *“personas jurídicas o entes especiales, a los que la ley de creación o la autorización para funcionar, les impone la obligación de mantener sus activos o una cierta porción de ellos, invertidos en valores*

⁸¹ Conf. CNCom SalaB, 10/06/2004, “Benítez, Elsa Beatriz C. Citibank N.A. Y Otro” publicado en www.laleyonline.com.ar (LA LEY 21/07/2004, 10).; CNCom SalaB, 25/04/2005, “Derli S.A. C. Lloyds TSB Bank”. publicado en www.laleyonline.com.ar ; CNCom SalaE, 10/05/2005, , “Dirección General De Defensa Del Consumidor De La Ciudad De Buenos Aires C. Banca Nazionale Del Lavoro” publicado en www.laleyonline.com.ar (LA LEY 24/06/2005,5)

⁸² STIGLITZ, Rubén S., *“Defensa del consumidor. Los servicios bancarios y financieros”*, L.L 8 de mayo de 1998, citado por MUGUILLO, Roberto A., *“Manual de operaciones bancarias y financieras”*, Ed Ediciones jurídicas cuyo., Mendoza, 2002, p.597

⁸³ VILLEGAS, Carlos G., *“Títulos valores.... Ob. Cit. p.911*

*mobiliarios con cotización en mercados organizados.*⁸⁴ Se trata de instituciones que tienen como objeto invertir en títulos mobiliarios que coticen en el mercado de capitales, para lo cual tienen una estructura que aglutina una serie de inversiones particulares que son aplicadas por estos entes a fin de realizar sus negocios. Entre estos sujetos encontramos los Fondos Comunes de Inversión, las compañías de seguro y reaseguro, las A.F.J.P, los bancos, diferentes entidades financieras de inversión, etc.

En este caso, como estamos frente a inversores profesionales, las reglas de la ley 24.240 no serían aplicables, sin perjuicio de los derechos particulares de los pequeños inversores con relación a estos entes que administran y manejan sus ahorros.

6.2 PARTÍCIPIES SECUNDARIOS

6.2.1 El Organizador

Como bien lo señala Kenny, *“es la entidad –generalmente, un banco o una sociedad de bolsa- que asesora al titulizante en la estructuración de la operación, principalmente en los aspectos financieros y del mercado de capitales, y en la elección del fiduciario –si no es el mismo organizador-, abogados, auditores, asesores impositivos y demás entidades o profesionales que deban participar.”*⁸⁵

El organizador, como bien lo denota el significado de la palabra, es el sujeto que se encarga de *“armar”* el negocio, reuniendo a todos los partícipes y coordinando sus actuaciones.

6.2.2 El Servicer

Es el administrador de la cartera de activos que se transfieren al vehículo.

Se encarga de gestionar la cartera, efectuando todas las operaciones necesarias para obtener el cobro del flujo de fondos que la misma produce.

⁸⁴ *Ibíd.* p.912

⁸⁵ KENNY, Mario O., *Ob. Cit.*, p.104

Se vincula con el vehículo a través de un contrato de locación de servicios, en el que se estipulan los derechos y obligaciones que lo gravan, y a partir del cual surgirán sus funciones.

También provee al vehículo y a los tenedores de títulos de informes periódicos y de la rendición de cuentas sobre los flujos percibidos.⁸⁶

El desempeño de esta actividad, recae generalmente en cabeza del originante, ya que es el sujeto con el conocimiento económico-empresarial para llevar adelante el gerenciamiento de la cartera de activos cedidos⁸⁷, atento a que contará con el *know how* suficiente como para asegurar el correcto flujo de fondos que generen los activos asilados.

Por su parte, Malumián agrega que en la práctica se suele adicionar, por exigencia de las agencias calificadoras de riesgo, un *back-up servicer* para el caso en que el *servicer* original no pueda seguir a cargo de la administración de la cartera.⁸⁸

6.2.3 El Depositario

Como bien lo apuntan Fernández y Gómez Leo, el depositario “*es el encargado de custodiar y conservar los documentos que justifiquen y respalden los activos crediticios propiedad del fondo.*”⁸⁹

Esta función puede ser cumplida por el *servicer*, o incluso puede ponerse en manos de un tercero, caso en el que generalmente se acude a un banco o a la Caja de Valores.

A los efectos de tener una noción más amplia sobre el tema, cabe consignar que La Caja de Valores es una entidad privada, que tiene como función recibir depósitos colectivos de títulos-valores públicos o privados, según surge del artículo 31 de la ley 20.643.

⁸⁶ LISOPRAWSKI, Silvio V., Ob. Cit., p.814

⁸⁷ Conf. KENNY, Mario O., Ob. Cit., p.101

⁸⁸ MALUMIÁN, Nicolás; DIPLOTTI, Adrián; GUTIÉRREZ, Pablo., Ob. Cit., p.150

⁸⁹ FERNÁNDEZ, Raymundo – GÓMEZ LEO, Osvaldo R., Ob. Cit., p.305

La Caja registra las transmisiones, constituciones de prenda y retiro de títulos valores al recibir de los depositantes las órdenes respectivas en los formularios correspondientes. (art. 38).

En este sentido, como bien lo advierte Lisoprawski y se desprende del articulado de la ley, la función primordial que ofrece la Caja es *“facilitar las transacciones sobre títulos valores autorizados para la oferta pública, garantizando la seguridad y privacidad de todas las actuaciones y documentación vinculadas a la actividad.”*⁹⁰

6.2.4. Los Garantes o Credit Enhancement

Son *“bancos o compañías de seguros que otorgan garantías adicionales a las que representan los mismos activos titulizados, disminuyendo los niveles de riesgo o mejorando la calificación del título.”*⁹¹

Para completar la idea, Bauzá agrega que *“los activos en cuestión pueden no ser suficientes para respaldar la emisión de los títulos-valores, por lo que garantías adicionales son necesarias para hacer la inversión mas atractiva, reducir el riesgo y obtener mejores números para el originador. Esto es se hace a través de mecanismos ‘internos’ y ‘externos’ de apoyo crediticio”*⁹²

Se volverá a este punto más adelante en el punto 9.

6.2.5 El Proveedor de Fondos

Estos sujetos tienen como función proveer fondos *“cuando se producen asincronías entre las fechas de ingreso de los flujos producidos por los activos*

⁹⁰ LISOPRAWSKI, Silvio V., Ob. Cit., p.797

⁹¹ LISOPRAWSKI, Silvio V., Ob. Cit., p.818

⁹² BAUZÁ, Roberto P., *“Asset securitization in Argentina”* en el Derivates Report March 2001 Vol 2 N° 7 publicado en www.allendebrea.com.ar . En su original : *“The underlying assets may not be enough to back the issue of the securities, and additional guarantees are needed to make the investment more attractive, reduce the risk, and obtain better rates for the originator. This is done by “internal” and “external” mechanisms of credit enhancement”*

securitizados y la asignada para el pago de intereses o amortización de los títulos emitidos.”⁹³

En otras palabras, su función es asistir económicamente al pago de los valores emitidos cuando se produzca un bache entre la fecha de vencimiento de los intereses de los títulos y la de entrada de los flujos de fondos.

La inserción de estos sujetos en el negocio, sin dudas, contribuirá en la obtención de un mejor ranking de los valores emitidos.

6.2.6 La Calificadora de Riesgo (*Rating Agencies*)

Son “*sociedades profesionales e independientes que califican el riesgo de repago de los valores negociables a emitirse*”⁹⁴

Su función es dictaminar sobre la siniestralidad de los títulos a emitirse a fin de determinar el riesgo para el inversor del no cobro en tiempo y forma de su capital.⁹⁵

Nos ocuparemos del tema más adelante, donde estudiaremos los riesgos analizables en el caso particular de la securitización de activos (ver punto 8 de este capítulo).

6.2.7 Los Auditores

Estos sujetos auditan el activo transferido y su administración por parte del *servicer*, emitiendo las “*comfort letters*”, que son exigidas por el originador para asegurar una correcta “*due diligence*”⁹⁶. Como toda auditoria, sirve para controlar el correcto desenvolvimiento por parte del administrador y el apego del mismo a las pautas

⁹³ LISOPRAWNSKI, Silvio V., Ob. Cit., p.818

⁹⁴ VILLEGAS, Carlos M – VILLEGAS, Carlos G., Ob. Cit., p.572

⁹⁵ PORTO, Jose M., “*Alternativas de financiación e inversión*”, Ed Osmar D. Buyatti, Bs. As., 2000, p.118

⁹⁶ VILLEGAS, Carlos M – VILLEGAS, Carlos G., Ob. Cit., p.573

de ejecución de sus deberes previstos en el contrato de locación que lo vincula con el vehículo securitizante.

6.2.9 El asesoramiento legal

Los abogados tienen una función muy relevante al momento de la constitución de una operación de securitización de activos. Son los encargados de hacer el contrato por el cual se llevará a cabo el negocio, debiendo poner toda su pericia y diligencia con el objeto de no dejar aristas sueltas que compliquen o entorpezcan el normal desenvolvimiento de la operación, y al mismo tiempo, deben asegurar el total apego del negocio a las normas jurídicas.

A tal efecto, transcribimos las palabras de Marcelo Villegas quien integra el bufete de abogados Nicholson & Cano líderes en asesoría legal en este tema. El autor sostiene que los abogados tendrán a su cargo la tarea de *“asegurarse que todas las regulaciones locales aplicables se cumplan y que los aspectos jurídicos de la operación, tales como la ‘perfección de la venta’ o cesión de los activos al vehículo, la indemnidad de los activos en caso de insolvencia del originante, y otras resultantes del marco legal en cuestión, también se cumplan satisfactoriamente y que los activos transferidos no se verán afectados por disposiciones legales que impidan, demoren o afecten el derecho de los inversores a cobrarse de los flujos producidos por los mismos.”*⁹⁷

7. MODALIDADES

Como lo ha expuesto la doctrina, existen diferentes modalidades por las que se puede perseguir la titulización de activos. Se reconocen tres estructuras básicas, las cuales son tomadas en cuenta desde un punto de vista pedagógico-didáctico, ya que en la realidad, se pueden combinar de distintas formas y presentar diversos matices según las particulares circunstancias de modo, tiempo y lugar.

⁹⁷ *Ibíd.*, p.574

Los tres tipos básicos o puros son: “*pass-through*”, “*asset-backed bonds*” y “*pay-through*”.

7.1 “PASS-THROUGH”

Es la más tradicional, habiendo sido la primera en surgir en el orden cronológico. Reconoce como primera expresión en su tipo a los “*pass-through certificate*” emitidos por la “*Ginnie Mae*”.

En esta modalidad la cartera de activos es cedida a través de una “venta real” por parte del originador al vehículo.

El vehículo emitirá certificados de participación sobre la cartera de activos, los cuales tendrán como base de repago al flujo de fondos que producirán los activos adquiridos.

Los títulos emitidos ,en consecuencia ,se alinean dentro de la franja de los llamados “*equity instruments*”, que otorgan al inversor una suma variable que depende de los ingresos del emisor.⁹⁸

En definitiva, como bien lo señala Lisoprawski, lo que caracteriza este arquetipo es que el originador se ha desprendido de los activos y que los certificados emitidos en consecuencia no son títulos de deuda que pesan como pasivo sobre su patrimonio.⁹⁹

7.2 “ASSET-BACKED BONDS” (A.B.B)

En esta estructura, no hay una transferencia de activos, sino que, el que realiza la securitización de los activos es el originador titular de los mismos quien los afecta en garantía del repago de los títulos emitidos.

⁹⁸ PAOLANTONIO, Martín E., Ob. Cit., p.191.

⁹⁹ LISOPRAWSKI, Silvio V., Ob. Cit., p.809 y 810

Los títulos que se emiten corresponden a los llamados “*debt instruments*”, los cuales están constituidos por una suma determinada o fija de dinero.¹⁰⁰

Atento a ello y a que los activos afectados en garantía al repago de los títulos permanecen en el patrimonio del emisor, los valores que se emitan en consecuencia, quedarán gravados como pasivo en su patrimonio. Asimismo, la fuente de repago de los títulos no serán únicamente los activos afectados en garantía, sino que también el patrimonio general del emisor. Es por esta razón que algunos consideran que sólo podríamos hablar en este caso de securitización en sentido amplio.¹⁰¹

En síntesis, lo que caracteriza esta modalidad es que los títulos constituyen *debts*, son emitidos por el mismo originante, se contabilizan como deuda en su patrimonio y no sólo se responde con los bienes afectados al proceso.

7.3 “PAY-THROUGH”

Esta modalidad combina aspectos de los tipos anteriores.

En este caso hay una transmisión de activos al vehículo, como ocurre en el caso de los “*pass-through*”, pero los títulos que se emiten corresponden a los llamados “*debt instruments*”, en donde la rentabilidad otorgada por los mismos se manifiesta a través de una suma determinada o fija de dinero.

Sin embargo lo que viene a caracterizar a este tipo, es que “a diferencia de los A.B.Bs., la amortización y los intereses previstos en los valores se pagan con los

¹⁰⁰ PAOLANTONIO, Martín E., Ob. Cit., p.191.

¹⁰¹ Conf. MALUMIÁN, Nicolás; DIPLOTTI, Adrián; GUTIÉRREZ, Pablo., Ob. Cit., p.133. En relación con esto Soler sostiene que : “ ‘Securitizar’ una obligación es representarla con un título. Nótese que no toda técnica de financiamiento mediante títulos valores conlleva la característica de transformar activos inmovilizados en activos líquidos. Tal es el caso, por ejemplo, de las obligaciones negociables, ya que en ellas, aún cuando el objetivo perseguido es la obtención de recursos, la garantía de repago está localizada en la solvencia económica del emisor y no en el activo que ha de servir de respaldo a la emisión, como ocurre, en cambio, con la securitización, lo que le da a ésta particulares características.” SOLER Osvaldo H., CARRICA Enrique, NIETO BLANC Ernesto y MORENO GURREA José, “Fideicomiso”, Cap. II.II punto 12., Bs. As, 2000. En <http://www.soler.com.ar>

referidos flujos”¹⁰², es decir hay un calce entre los ingresos de los activos y el pago de los rendimientos.

Vinod Kothari nos dice que este mecanismo consiste en una estructura de securitización donde los pagos a los inversores son realizados a través del vehículo quien no paga a los inversores estrictamente cuando los créditos son cobrados, sino que continúa pagando en las fechas estipuladas, independientemente de las fechas de cobro. A fin de realizar pagos más fluidos a los inversores el vehículo usará mecanismos de mejoras crediticias para suprimir las fluctuaciones en sus cobranzas.¹⁰³

8. LAS AGENCIAS CALIFICADORAS DE RIESGO.

8.1 CONCEPTUALIZACIÓN

Las *rating agency* o agencias calificadoras de riesgo son empresas de carácter independiente, cuya función es dictaminar sobre la siniestralidad de los títulos a emitirse a fin de determinar el riesgo para el inversor del no cobro en tiempo y forma de su capital.¹⁰⁴

Estas agencias, basarán sus estudios en distintos aspectos según el negocio jurídico en cuestión y las características particulares de los títulos-valores involucrados, teniendo en cuenta que la calificación no debe interpretarse como una recomendación para adquirir, negociar o vender un instrumento financiero determinado, sino como una información adicional a tener en cuenta por los inversores e intermediarios en la toma de decisiones.¹⁰⁵

¹⁰² LISOPRAWSKI, Silvio V., Ob. Cit., p.812 y 813

¹⁰³ En su original: “**Pay through** - A securitisation structure where the payments to the investors are routed through the SPV who does not strictly pay the investors only when the receivables are collected by it, but keeps paying on the stipulated dates irrespective of the collection dates. In order to allow for smoothed payment to investors by removing the fluctuations in its collections, the SPV uses a guaranteed investment contract or credit enhancement or both.” En <http://www.vinodkothari.com>

¹⁰³ Conf. PORTO, Jose M., Ob. Cit., p.118

¹⁰⁴ Conf. PORTO, Jose M., Ob. Cit., p.118

¹⁰⁵ La calificación obtenida por los títulos será un atributo muy importante que analizará el inversor al tomar la decisión sobre la inversión en un determinado valor negociable. Es por esto que la jurisprudencia ha aplicado multas a calificadoras de riesgo por calificar las obligaciones negociables de un banco,

Su importancia es dejada en evidencia en el considerando del decreto 656/92 que dispone: “*que un desarrollo ordenado y transparente del mercado de capitales torna conveniente la existencia de firmas especializadas que tengan por objeto satisfacer la demanda de información del público inversor mediante la calificación de riesgo de los títulos de crédito a colocarse a través del régimen de oferta pública*”.

En el caso particular de la securitización, el análisis de riesgo no se centrará en el riesgo comercial de la empresa, sino que se hará sobre la capacidad de repago de los títulos emitidos y de sus garantías.¹⁰⁶ Esto es así debido a que en el proceso de titulización, los activos son transferidos del patrimonio del originador al patrimonio del vehículo, por lo que la eventual quiebra del originante no causa efectos sobre los activos aislados.

8.2 REGULACIÓN LEGAL

El decreto 656/92, con las modificaciones introducidas por los decretos 304/95 y 749/2000, deja establecido que la C.N.V. llevará el Registro de Sociedades Calificadoras de Riesgo, para lo cual se tendrá que cumplir con los requisitos establecidos en el artículo 6 del citado decreto.

Se establece que, a solicitud de las emisoras, las sociedades calificadoras podrán dictaminar sobre cualquier valor mobiliario, sujeto o no al régimen de la oferta pública. Sin perjuicio de ello la C.N.V. podrá establecer la obligatoriedad de la calificación cuando las especiales condiciones de la emisión así lo requieran. (art.2)

En cuanto a la forma de otorgar el ranking a los títulos, el artículo 13 expresa que “*los títulos representativos de deuda se calificarán en categorías que serán denominadas, respectivamente, con las letras A, B, C, D y E. A fin de emitir la calificación, el consejo deberá examinar -entre otros aspectos- la solvencia y la*

apoyándose en un balance anterior al que hubiera correspondido. Conf. fallo CNCom., sala D, 29/05/2000 – “Value Calificadora de Riesgo”. Publicado en www.lexisnexis.com.ar (JA 2001-II-82)

¹⁰⁶ Conf. PAOLANTONIO, Martín E., Ob. Cit., p.229

capacidad de pago de la emisora, la rentabilidad, calidad gerencial y de organización de la empresa, el contexto económico en el que opere, las características del instrumento, su liquidez en el mercado y las garantías y demás información disponible para su calificación

La calificación A, B, C o D deberá utilizarse para los títulos emitidos por emisoras que hayan cumplido satisfactoriamente los requisitos de información exigidos por las normas vigentes y las necesidades de la sociedad calificadora. La calificación A corresponderá a los títulos de mejor calidad y más bajo riesgo. En un orden decreciente, la calificación D corresponderá a los títulos de menor calidad y mayor riesgo.

La calificación E deberá ser conferida a los títulos de emisoras que no hayan cumplido debidamente los requisitos de información impuestos por las normas vigentes y necesarios para la calificación de su título.”

Más allá del marco legal expuesto *supra*, el gran cambio en el tema se da con el dictado del decreto 749/2000. Este deroga el artículo 1 que exigía la presentación de dos calificaciones de riesgo para que la C.N.V autorizase la emisión de títulos - valores privados representativos de deuda. En consecuencia, tal calificación sólo será necesaria cuando el adquirente de los títulos sea una AFJP u otro sujeto que por su propio régimen legal lo requiera.¹⁰⁷

A estos efectos se manifiesta el decreto del año 2000 que dispone en su considerando “*que en los mercados de capitales de otros países es facultativo de las emisoras el requerir los servicios de las sociedades calificadoras de riesgo, lo que torna necesario adaptar nuestra normativa a fin de no imponer a los emisores de nuestro mercado cargas superiores. Que por tanto, se estima procedente eliminar la obligatoriedad del requisito de la previa presentación de DOS (2) calificaciones de riesgo, para conceder la autorización de oferta pública.*”

En cuanto a la aplicabilidad de esta disposición, se expresa la C.N.V en los artículos 31, 32 y 33 del capítulo XVI de sus leyes al año 2001 disponiendo que:

I- Los instrumentos que requerían contar con calificaciones de riesgo

¹⁰⁷ MALUMIÁN, Nicolás; DIPLOTTI, Adrián; GUTIÉRREZ, Pablo., Ob. Cit., p.167

obligatorias para la oferta pública y que fueron autorizados por la Comisión con anterioridad a la entrada en vigencia del Decreto N° 749/00, deberán continuar siendo objeto de calificación en la misma forma que la efectuada hasta el presente mientras no se produzca su cancelación total, salvo consentimiento unánime de los tenedores de los valores negociables emitidos, en cuyo caso deberán cumplir los requisitos del artículo 33.

II- Las emisoras que opten por no calificar sus valores negociables con dos calificaciones de riesgo como mínimo, en toda mención que se refiera a los mismos (en prospectos, títulos, certificados, avisos, publicidades y todo otro medio de difusión) deberán hacer constar dicha circunstancia colocando con caracteres destacados y enmarcados la leyenda, según corresponda:

a) “Estos valores negociables no cuentan con calificación de riesgo”

o

b) “Estos valores negociables cuentan solamente con una calificación de riesgo”.

III- Los emisores, que en forma voluntaria, soliciten el servicio de calificación de riesgo de los valores negociables al momento de su emisión deberán mantenerlo hasta su cancelación total, salvo consentimiento unánime de los tenedores de los valores negociables emitidos, en cuyo caso deberán cumplir los requisitos del artículo 32.

8.3 RIESGOS ANALIZABLES

En este apartado veremos cuales son los riesgos que toman como base las *rating agency* para formular las calificaciones de los títulos-valores securitizados.

I- Aislamiento de los activos

En este caso lo que se procura es asegurarse de que haya habido una efectiva transmisión de los activos al vehículo titulizador, de manera que estos se encuentren correctamente aislados de los riesgos comerciales del originante y que en consecuencia ningún efecto produzca la quiebra de este sujeto sobre dichos activos.

Este tema se vincula estrechamente con el tema del riesgo por evicción, señalado por Kenny, quien apunta que pueden existir vicios que impliquen la nulidad o ineficacia de la cesión operada al vehículo.¹⁰⁸

II- Información Histórica

Las agencias realizan un estudio estadístico del desempeño de los activos en cuanto a la tasa de incumplimiento, o la tasa de mora, etc¹⁰⁹

Sobre la base de este estudio se puede determinar la calidad de los activos securitizados realizando una proyección a futuro con el fin de estimar el grado de mejoras que se necesitarán para obtener una buena calificación en los títulos a emitirse.

III- Stress

En este caso se toma en cuenta el desempeño de los activos en épocas de stress, con situaciones extremas, que permitirá realizar una predicción sobre cuál sería la actitud posible ante un escenario similar.¹¹⁰

¹⁰⁸ KENNY, Mario O., Ob. Cit., p.12

¹⁰⁹ PORTO, Jose M., Ob. Cit., p.119

¹¹⁰ *Ibidem.*, p.119

IV- Análisis del *Cash Flow*

Aquí lo que se analizan son las posibilidades de interrupción, caída, prepagos y los recursos disponibles para atender a estas vicisitudes que desbarajustan el esquema de pagos.¹¹¹

Las posibilidades de interrupciones y descargos, se tomarán en cuenta a fin de contratar a proveedores de fondos, que vengan a cubrir los baches que se producen entre el momento de pago y de entrada del flujo de fondos.

V- Riesgo de *Performance*

Este caso se da en la titulización de créditos futuros o derechos de cobro que no son créditos. Aquí el riesgo está representado por la no generación de los derechos de cobro por parte del originante, sea que las causas se encuentren en cuestiones subjetivas imputables a él o en cuestiones exógenas del mercado.¹¹²

VI- La existencia de Mejoras

La existencia de mejoras, -sean estas internas o externas, se trate de sobrecolateralización, de subordinación de los títulos, de garantes, etc- contribuirán para que el título pueda obtener un mejor ranking por parte de las agencias calificadoras.

VII- Riesgo de Ejecución

La demora y los costos en la ejecución de los créditos impagos serán tenidos en cuenta a fin de determinar el riesgo, ya que el esquema financiero del

¹¹¹ LISOPRAWSKI, Silvio V., Ob. Cit., p.855

¹¹² KENNY, Mario O., Ob. Cit., p.16 y 17

negocio se vería afectado si se llegara a un proceso de cobro muy complicado o muy prolongado.¹¹³

VIII- Riesgo de desempeño del Servicer

Se analizará la capacidad administrativa que posea este sujeto para llevar adelante la gestión de la cartera de activos. A estos efectos se hará hincapié en los recursos humanos que posea, como así también en los materiales, experiencia, procedimientos de contabilidad y auditoría.¹¹⁴

IX- Riesgo de Prepago

Como indica Kenny *“la cancelación anticipada de los créditos titulizados también afecta el esquema financiero del negocio, puesto que no siempre el titulizante podrá recolocar los fondos obtenidos a una tasa de rendimiento igual a la que daba el crédito cancelado.”*¹¹⁵

X- Riesgo de Ilquidez

Este riesgo ha sido definido como *“el riesgo por el cual el inversor no podrá colocar el título-valor en el mercado secundario de una manera rápida y a un precio competitivo.”*¹¹⁶

¹¹³ KENNY, Mario O., Ob. Cit., p.16

¹¹⁴ LISOPRAWSKI, Silvio V., Ob. Cit., p.855

¹¹⁵ KENNY, Mario O., Ob. Cit., p.17

¹¹⁶ MOORE, Frank., *“Bond insurance as a form of credit enhancement in California’s municipal bond market”*. Debt Line, vol 22 N° 6, June 2003., p 1. En su original: *“ ‘Liquidity Risk’ is defined as the risk that an investor may not be able to sell a security in the secondary market quickly and at competitive price”*. En: <http://www.treasurer.ca.gov>

Asimismo, hay otros riesgos que pueden influir en el orden macroeconómico. Ibañez Padilla señala como tales a¹¹⁷:

- I- Riesgo de Mercado**
- II- Riesgo de la tasa de interés** (ya que la cotización de los bonos fluctúa en relación inversa a la tasa de interés general.)
- III- Riesgo de inflación**
- IV- Riesgo de la moneda**
- V- Riesgo político**

9. LOS CREDIT ENHANCEMENT

En este apartado se desarrollarán las formas de mejoramiento crediticio o *credit enhancement*.

La motivación por la cual se acude a estos mecanismos de mejoramiento crediticio reside en la intención de reducir el riesgo de *default* o incumplimiento de los títulos, a partir de lo cual se logrará mejor ranking de las emisiones, por parte de las agencias calificadoras de riesgo, lo que en definitiva va a repercutir en el precio de los títulos y en una mejor posibilidad de colocación y negociación en el mercado secundario.

El grado y entidad de la garantía adicional depende del tipo de activo, del historial de *default*, de las recomendaciones por parte de las agencias calificadoras de riesgo y del costo de las mismas. Como indica Bauzá, los mecanismos de garantía

¹¹⁷ IBÁÑEZ PADILLA, Gustavo., “Manual de economía personal. Cómo potenciar sus ingresos e inversiones”, Ed. Dunken., Bs. As., 2003, p.88 y ss.

adicional son útiles sólo hasta el punto donde ellas hacen a la securitización demasiado onerosa comparada con otras alternativas de financiamiento.¹¹⁸

Las mejoras que se proporcionen pueden ser tanto internas como externas, es decir, pueden estar incorporadas a la estructura o provenir de terceros ajenos a la misma.

9.1 MEJORAS INTERNAS

9.1.1 Sobrecolateralización u *overcollateralization*

Este caso se vincula con la valuación del activo subyacente. Lo que se realiza es una emisión de títulos por un valor inferior al de los activos securitizados, por lo que se genera un porcentaje libre para atender a los títulos que incurran en mora o incumplimiento.¹¹⁹

9.1.2 Subordinación

Aquí lo que se hace es generar diferentes clases de títulos en virtud de lo cual el repago de los títulos *junior* estará subordinado a la previa atención de los de clase *senior*.

La subordinación puede hacerse hasta la cancelación total de los títulos *senior*, o sólo hasta que se haya satisfecho un determinado porcentaje del crédito de los mismos. En estos casos, en la relación riesgo-beneficio, los títulos *senior* estarán expuestos a menores riesgos, por lo que otorgarán una tasa de beneficio menor. La generación de estos títulos que estén excelentemente rankiados no sólo se vincula con la liquidez de los mismos en el mercado secundario, sino también con el hecho de que los

¹¹⁸ BAUZÁ, Roberto P., Ob. Cit., p.4 En su original: “*However, the additional guarantee mechanisms are useful only up to a point when they make the securitization too expensive compared to other financing alternatives.*”

¹¹⁹ Conf. BAUZÁ, Roberto P., Ob. Cit., p.3 y LISOPRAWKI, Silvio V., Ob. Cit., p.851

estatutos de ciertos inversores institucionales exigen determinadas calificaciones para que el vehículo pueda invertir en esos bienes mobiliarios.

Por el otro lado los títulos *junior*, si bien estarán más expuestos a riesgos de default o incumplimiento, darán mejores rendimientos. Estos quedan, generalmente, en manos del originante, lo que según Bauzá “*puede ser visto como mecanismos de sobrecolateralización, ya que los títulos senior tienen el derecho de ser atendidos con el flujo generado con la totalidad de los activos securitizados, incluso cuando representan sólo una parte del total*”.¹²⁰

9.1.3 Exceso de flujo o *spread account*

En este caso el proceso se dispone para que el flujo de fondos originado por los créditos securitizados exceda el valor de las tasas pagadas a los tenedores de los títulos emitidos. Lo que se logra de esta manera es constituir un fondo de garantía a fin de servir de reserva para el pago de servicios de títulos futuros.¹²¹

9.1.4 Sustitución de activos

Lo que se realiza es la estructuración de un proceso para reemplazar a los activos cuyos niveles de riesgo se hayan acrecentado antes del *maturity date*. De esta manera se consigue mantener una cartera de activos con características homogéneas, acordes con un nivel de riesgo determinado, y ante la falencia de uno de los activos, se reemplaza para que este no afecte la calificación del todo.

¹²⁰ BAUZÁ, Roberto P., Ob. Cit., p.3 En su original: “*Sometimes the subordinated securities are acquired by the originator, which may be viewed as an overcollateralization mechanism, since the preferred securities have a right to be satisfied with the flows generated by the whole of the trust’s assets, even when they represent only a part of this total*”

¹²¹ Conf. LISOPRAWSKI, Silvio V., Ob. Cit., p802

9.1.5 Fondo de reserva o *Sink found*

Se genera la reserva de un fondo en dinero, llamado *comúnmente sink found*, a través de diferentes mecanismos de reserva.¹²²

9.1.6 La elección del depositario

Como señala Pintos, “*resulta relevante, aunque no reciba la designación de garantía propiamente dicha, la elección de la entidad depositaria de los fondos provenientes del flujo, dado que el depósito irregular tiene por consecuencia que la quiebra del depositario coloca al depositante en la condición de acreedor y no de propietario o titular de los mismos. Es por ello que la calificación de la entidad depositaria influye sobre la calificación que se otorga a los valores emitidos por el fideicomiso*”.¹²³

9.2 MEJORAS EXTERNAS

Las mejoras externas que se pueden lograr para mejorar la calidad de los títulos están representadas por aquellas contribuciones o garantías que sean prestadas por parte de un tercero. A manera de ejemplo podemos nombrar el libramiento de cartas de crédito por parte de bancos, la contratación de seguros, la apertura de líneas de crédito, la constitución de garantías personales (avales, fianzas, etc.) o reales (hipotecas, prendas, etc.) por parte del originador o de terceros, etc.

¹²² Conf. MALUMIÁN, Nicolás; DILOTTI, Adrián; GUTIÉRREZ, Pablo., Ob. Cit., p.168

¹²³ PINTOS, María Teresa., Ob. Cit., p.99

CAPITULO III FIDEICOMISO.

FIDEICOMISO

1. EL FIDEICOMISO. CONCEPTO

La figura del fideicomiso tal cual la conocemos en la actualidad ha tenido acogida en nuestro ordenamiento jurídico tras el dictado de la ley 24.441 de “Financiamiento de la Vivienda y de la Construcción” en enero del año 1995.

Contribuyendo a la conceptualización de esta figura, el artículo 1 de la citada ley dispone que: *“Habrá fideicomiso cuando una persona (fiduciante) transmita la propiedad fiduciaria de bienes determinados a otra (fiduciario), quien se obliga a ejercerla en beneficio de quien se designe en el contrato (beneficiario), y a transmitirlo al cumplimiento de un plazo o condición al fiduciante, al beneficiario o al fideicomisario.”*¹²⁴

No obstante la definición dada por la norma, la doctrina ha ensayado sus propias definiciones, algunas de las cuales expondremos a continuación.

Para Carregal, el contrato de fideicomiso *“es aquel por el cual una persona recibe de otra un encargo respecto de un bien determinado cuya propiedad se le transfiere a título de confianza, para que al cumplimiento de un plazo o condición le dé el destino convenido.”*¹²⁵

Fernández sostiene que *“es la relación fiduciaria que se establece respecto de ciertos bienes y en virtud de la cual, quien tiene la propiedad de ellos, se obliga por los deberes de lealtad y confianza a utilizarla en beneficio del comitente u otra persona.”*¹²⁶

¹²⁴ Esta es la interpretación que le ha dado la jurisprudencia en fallo CNCom., Sala C, 26/03/1999 – “Fernández, Jorge y otro v. Compañía Financiera Universal S.A. y otros”. Publicado en www.lexisnexus.com.ar (JA 2000-I-394)

¹²⁵ CARREGAL, Mario. “*El fideicomiso: regulación jurídica y posibilidades prácticas*”, Ed Universidad, Bs. As, 1982,p.47

¹²⁶ FERNANDEZ, Julio C. D, *Antecedentes históricos del Fideicomiso*, en Tratado teórico práctico de fideicomiso, Maury de Gonzalez, Beatriz (dir), Ed Ad Hoc, Bs As, 1999, p.34

Por su parte Giraldi lo define como “*el negocio jurídico consistente en la afectación de un patrimonio a un propósito determinado en beneficio de alguien y en el encargo a un sujeto ajeno a la finalidad de realizar los actos tendientes a su cumplimiento.*”¹²⁷

Este negocio jurídico se compone de dos relaciones jurídicas: una de carácter real que implica la transmisión de la propiedad fiduciaria del fiduciante al fiduciario, y otra de carácter personal, que se ve representada por las obligaciones que asume el fiduciario de cumplir el encargo que constituye la finalidad del fideicomiso.¹²⁸

Los atributos que lo caracterizan son tres. En primer lugar, que los bienes son enajenados por su dueño a título fiduciario. En segundo lugar, que estos estarán exentos de la agresión patrimonial de los acreedores personales del fiduciario, fiduciante, beneficiario y fideicomisario. Y, por último, que los bienes estarán amparados por un régimen de administración conforme a su naturaleza y al destino previsto plasmado en las obligaciones que gravan el encargo hecho al fiduciario.¹²⁹

En cuanto a su ámbito de utilización, esta figura reconoce innumerables posibilidades de aplicación en operaciones financieras, comerciales y de orden civil, sobre todo por su forma efectiva de acotar riesgos, aislar bienes y darles a estos un destino futuro.¹³⁰

Pintos nos dice que “*el fideicomiso se inscribe dentro de aquellas estructuras jurídicas que persiguen dotar al sistema económico de una herramienta que permita hacer cumplir funciones de limitación de responsabilidad, mediante la*

¹²⁷ GIRALDI, Pedro M., “*Fideicomiso. Ley 24.441*”, Ed Depalma, Bs As, 1988, p.21 citado por ; MOLINA SANDOVAL, Carlos A. “*El fideicomiso en la dinámica mercanti*”l. Ed Ábaco. Bs As. 2004, p.42

¹²⁸ Conf KENNY, Mario. “*Titulización y fideicomiso financiero*”. Ed Errepar, Bs As, 2002, p.30

¹²⁹ HAYZUS, Jorge R, “*Fideicomiso*”, Ed Astrea, Bs As, 2000, p.2

¹³⁰ Conf. LASCALA, Jorge Hugo., “*Práctica del fideicomiso*”. Ed Astrea, p.13 y 16

afectación de un patrimonio a un objeto específico, resultando ese patrimonio la única fuente de repago y garantía para los acreedores del mismo.”¹³¹

En definitiva el fideicomiso se instaura como un vehículo apto para otorgar seguridades y garantías a un negocio subyacente determinado.¹³²

2. ANTECEDENTES HISTÓRICOS

El fideicomiso, como instituto jurídico, reconoce su génesis en el derecho romano, donde es regulado principalmente a través de dos formas, *el fideicomissum* y el *pactum fiduciae*. Sin embargo, numerosa doctrina es conteste al sostener que el fideicomiso latinoamericano, tal cual se lo conoce por estos días, se acerca más al *trust* anglosajón que a la figura romana¹³³.

Por eso, es menester realizar un breve recorrido por los antecedentes de las historias romana y anglosajona para estar en condiciones de captar la naturaleza propia de la versión “latinizada” del fideicomiso.

2.1 DERECHO ROMANO

El fideicomiso en el Derecho Romano, entendido como negocio de confianza ya que carecía de acción judicial para asegurar el cumplimiento del mismo, reconoce en este derecho dos modos realización. Estos son el *fideicomissum* y el *pactum fiduciae*.

¹³¹ PINTOS, María Teresa., “*Fideicomiso Financiero según la ley 24.441*” en RDPC Fideicomiso 2001 – 3, Ed. Rubinzal-Culzoni, Bs As, 2001, p.79

¹³² FREIRE, Bettina V., “*El fideicomiso*”, Ed Ábacio, Bs As, 1997, p.51 citado POR MOLINA SANDOVAL, Carlos A., Ob. Cit., p.43

¹³³ Conf. MALUMIÁN Nicolás, DIPLOTTI Adrián, GUTIÉRREZ Pablo, Ob. Cit., p. 18; MOLINA SANDOVAL, Carlos A., Ob. Cit., p.33.

I- Fideicomissum

El *Fideicomissum* se encuadraba dentro de los actos *mortis causa* y su utilización se concebía en la práctica como medio idóneo para burlar las incapacidades de derecho establecidas para suceder al causante.

En su praxis, éste consistía en un ruego, el cual, al decir de Fernández “*se dirigía a alguien que por ley o por testamento debiera recoger los bienes hereditarios y a quien se le encomendaba o bien que le diera a estos un destino determinado o bien ejecutase cualquier otro acto del causante.*”¹³⁴

Decimos en principio que el mismo se erigía como un ruego, porque el fideicomisario (beneficiario del ruego) carecía de acción en contra del fiduciario a fin de hacerle cumplir el encargo. Sin embargo, este instituto pasó de tener un reconocimiento sólo en la *fides*, para revestir una impronta jurídica. En la época de Augusto, se les reconoció a los fideicomisarios un recurso administrativo ante los cónsules quienes podían hacer cumplir al fiduciario los deberes a este impuestos en la disposición de última voluntad del causante.

Con posterioridad, en la época de Claudio se crean dos pretores especiales para que intervengan en estos temas, dando lugar así a la *actio fiduciae*.

II- Pactum Fiduciae

Esta manifestación fiduciaria, a diferencia de la anterior se daba por acto *inter vivos*. Y se podía diferenciar entre la *fiducia cum amico* y la *fiducia cum creditore*.

La *fiducia cum amico contracta* precedió temporalmente a la otra. Esta se erigía como un negocio de confianza, plasmándose en un marco de colaboración donde lo que se tenía en cuenta era el interés del fiduciante. Consistía en la transmisión de la propiedad (*mancipatio*) a otra persona quien se obligaba a devolverla al acaecimiento de

¹³⁴ FERNANDEZ, Julio C. D, Ob. Cit., p.40

un plazo o condición establecidos. En este sentido, se destaca que era una “*mancipatio con un pacto de devolución*”¹³⁵.

La *fiducia cum creditore contracta*, por su parte, revelaba una finalidad de garantía en el cumplimiento obligacional. En su dinámica negocial reconocía una obligación preexistente como causa del pacto. De esta forma el deudor o un tercero por él transmitía el dominio de una cosa al acreedor con el compromiso de retransmitir el dominio al deudor cuando la obligación hubiese sido satisfecha.

En esta modalidad, lo que se protege es el interés del fiduciario (acreedor) ya que se le realizaba una transmisión de dominio a su favor para garantizar la acreencia que éste mantenía en contra de su deudor.

En cuanto a la posibilidad de hacer cumplir el *pactum*, la *actio fiduciae*, en un principio no tuvo recepción jurídica, por lo cual la devolución de la cosa reposaba únicamente en la *fides* que el fiduciante depositaba en el fiduciario. Luego, se terminó reconociendo entidad de derecho a la *actio fiduciae* en cabeza del fiduciante. Así, el fiduciario (acreedor) obtenía la restitución de la cosa o la indemnización por daños y perjuicios, en su caso.¹³⁶ No obstante este reconocimiento que hace el derecho romano de la *actio fiduciae*, el pacto de *fiducia* no perduró en la tradición jurídica de los pueblos de corte continental, ya que si bien se reconocía una acción a favor del fiduciante (deudor), ésta no se equiparaba a la reivindicatoria debido a que el fiduciante carecía de acción contra el tercero adquirente de los bienes.

2.2 DERECHO ANGLOSAJÓN. EL *USE* Y EL *TRUST*

En la tradición jurídica anglosajona, primero en Inglaterra y luego en Estados Unidos, las disposiciones fiduciarias del derecho romano transmutan en el “*Use*” en un primer paso, para dar luego cabida al “*Trust*”, versión que cimienta la figura de fideicomiso reconocida en nuestra ley 24.441.

¹³⁵ MALUMIÁN Nicolás, DIPLOTTI Adrián, GUTIÉRREZ Pablo. Ob Cit, p.8

¹³⁶ MOLINA SANDOVAL, Carlos A., Ob. Cit., p.35

Los uses consistían en “la transmisión de inmuebles a un tercero de confianza para que lo destinara al beneficio del propio transmitente o de otra persona”¹³⁷. Estos podían darse por actos *inter vivos* o *mortis causa*, utilizándose en este último caso para fines análogos a los perseguidos por el *fideicomissum* romano.

En un principio, el derecho del beneficiario (*cestui que use*) tenía sustento solamente en la confianza, ya que no tenía acción para hacer cumplir el encargo al fiduciario (*feoffe to use*).

Con posterioridad, se le reconoce un derecho al *cestui que use*, sustentado no en el *common law*, sino en el *equity law*, por lo que las cancillerías o tribunales de equidad reconocían a éste como propietario de equidad y defendieron en consecuencia su derecho, concediéndole una acción real, y no meramente personal, como ocurría en el derecho romano.

Como corolario de lo expresado *supra*, se puede observar cómo en el derecho anglosajón se reconoce un desdoblamiento de la propiedad, lo cual no sucede en la figura de *fiducia* del derecho romano. Por un lado tenemos la propiedad legal, la cual se reconoce en cabeza del *feoffe to use*, teniendo su protección en el *common law*. Por el otro lado tendremos la propiedad de equidad, en cabeza del beneficiario y con sustento en la *equity law*.¹³⁸

En el año 1535, se dictó el *statute of uses*, suprimiendo la utilización de los mismos. Se dispuso que el beneficiario fuera “considerado propietario pleno y que toda enajenación futura comprendería tanto la propiedad legal, como la equitativa”¹³⁹. Esta ley no tuvo el efecto esperado y dejó muchos preceptos sin abarcar, por los que terminó quedando en desuso.

Así es que nace el *Trust*, el cual es definido por el American Law Institute como “una relación respecto de bienes, sujetando a la persona que tiene la

¹³⁷ FERNANDEZ, Julio C. D, Ob Cit, p.51

¹³⁸ Conf. MALUMIÁN Nicolás, DIPLOTTI Adrián, GUTIÉRREZ Pablo. Ob Cit, p.12

¹³⁹ FERNANDEZ, Raymundo L – GOMEZ LEO, Osvaldo R, “Tratado teórico práctico de derecho comercial IV”, Ed Depalma, Bs As, 2004, p.155

posesión de dichos deberes de equidad para utilizarlos en beneficio de otra persona, lo cual surge de la intención manifestada de crearlo”¹⁴⁰.

En esta figura, que se aproxima mucho más a lo que hoy conocemos por fideicomiso en nuestro país, intervienen diferentes partes. Tendremos así al *Settlor* (fiduciante), al *Trustee* (fiduciario) y al *cestui que trust* (beneficiario).

El *settlor* es el constituyente del *trust*, delimitándose su conducta en la praxis negocial a transferir determinados bienes o derechos al *trustee*. Una vez realizado esto “su razón de ser desaparece, salvo que se reserve el derecho de revocar el *trust*, alterarlo o enmendarlo”¹⁴¹. El *settlor* puede asimismo, no ya transmitir los bienes a un *trustee*, sino generar un patrimonio separado de imputación jurídica, declarándose él mismo en el cargo de fiduciario.

El *trustee* es el fiduciario, quien ostentará la *legal ownership* (propiedad legal). Este sujeto deberá realizar el acometido que le fijen, con la diligencia exigible a un buen hombre de negocios, actuando con seriedad y probidad acordes a la magnitud del cargo. “En la inversión de sus recursos el *trustee* debe tener como objetivos el interés del *cestui*, de los futuros beneficiarios y la seguridad del capital”¹⁴²

Esta función puede ser desarrollada tanto por una persona física como jurídica.

Cestui que trust es el beneficiario del *trust*. A este se le va a reconocer la *equity ownership* (propiedad de equidad).

Puede estar personificado en una o varias personas delimitadas, o estar representado por una finalidad perseguida por el *settlor* (vgr. Obras caritativas).

El *cestui que trust* está munido de una serie de derechos tendientes a hacer cumplir al *trustee* su encargo, pudiendo solicitar la remoción del mismo cuando su obrar no se ajuste al plexo de instrucciones dadas o su obrar no comulgue con las

¹⁴⁰ *Restatement of the law of trust*, t. I, St. Paul, 1935, p.6, cit. por EDER, P.J, *El fideicomiso (trust) en el derecho angloamericano*, Bs As, 1954, p.27, cit. por FERNADEZ, Raymundo L – GOMEZ LEO, Osvaldo R, Ob Cit, p.153

¹⁴¹ VILLEGAS, Carlos G. “Operaciones bancarias”, Tomo II, Ed Rubinzal-Culzoni, Sta Fe, 1996, p.8

¹⁴² LISOPRAWSKI, Silvio V. “Securitización. Los negocios fiduciarios y el fideicomiso. Ley de financiamiento de la vivienda y de la construcción”. En el Tratado de los contratos de empresa. Tomo II. Contratos bancarios. de MARTORELL, Ernesto E., Ed Depalma, 2ª ed actualizada, Bs As, 200, p.925

pautas de conductas exigibles. Podrá también perseguir los bienes del *trust* que estén indebidamente en manos de terceros.

En cuanto a las clases de *trusts*, podemos diferenciar dos grandes especies. Por un lado los *Express trusts* (*trusts* expresos) que se constituyen por una manifestación expresa en tal sentido, sea de índole unilateral o bilateral.

Por el otro lado, los *implied trust*, dentro de los cuales podremos apreciar a los *resulting trust* y a los *constructive trust*. Los primeros son creados por los tribunales de equidad a partir de la interpretación de ciertos actos que hacen presumir la voluntad de crearlos. En el caso de los segundos, no existe la presunción de tal intención, sino que las cortes de equidad los crean con el objeto de “evitar que un individuo se apropie injustamente de riquezas en perjuicio de un tercero”¹⁴³.

2.3 DERECHO ARGENTINO. EL ARTÍCULO 2662 DEL CÓDIGO CIVIL Y LA LEY 24.441.

El viejo artículo 2662 del Código Civil, expresaba en su letra que “*dominio fiduciario es el que se adquiere en un fideicomiso singular, subordinado a durar solamente hasta el cumplimiento de una condición resolutive, o hasta el vencimiento de un plazo resolutive, para el efecto de restituir la cosa a un tercero.*”

Bajo el amparo de este artículo autorizada doctrina propiciaba la utilización de esta figura, sin embargo la misma fue llevada a la práctica en contadas ocasiones.

La figura es nombrada en diferentes leyes anteriores a la 24.441, por ejemplo en la ley de entidades financieras 18.061 y 21.526 con relación a la posibilidad de ciertas entidades de actuar como fiduciarios; en la Ley de Sociedades Comerciales 19.550 en lo atinente a la emisión de debentures, etc.

¹⁴³ FERNANDEZ, Raymundo L – GOMEZ LEO, Osvaldo R, Ob. Cit, p.158

En el año 94 con la introducción a nuestro haber legal de la ley 24.441 se da el portazo final al interrogante de algunos, sobre si nuestro derecho reconoce o no al fideicomiso, pero se abre espacio para una nueva cuestión analizable, si este fideicomiso instaurado por la ley 24.441 se equipara al del artículo 2662. En respuesta a este interrogante, nos inclinamos a pensar que se crea un nuevo sistema. En este sentido se expresan Flah y Kiper cuando sostienen que *“de ninguna manera este fideicomiso (de la ley 24.441) se equipara al regulado por el art. 2662 del Código Civil. Se trata de una nueva institución inspirada en el trust anglosajón y adaptada al sistema continental”* y que *“tenemos una Código Civil de origen romano-francés y ahora se incorpora una legislación de origen anglosajón”*¹⁴⁴ A la misma conclusión llegan Malumián, Diplotti y Gutiérrez al expresar que *“el instituto de fideicomiso tal como lo conocemos hoy en día en Argentina nació con la ley 24.441”*¹⁴⁵

Confirma esta tesis Fernández¹⁴⁶, a quien remitimos por el buen tratamiento que hace del tema.

Es entonces con el dictado de la ley 24.441 cuando ingresa a nuestro derecho positivo el fideicomiso tal cual opera en nuestros días. En esta ley se delimitan, aunque de manera perfectible¹⁴⁷ los preceptos referidos al fideicomiso ordinario y financiero, entre otros temas.

3. PARTES

El elemento subjetivo del fideicomiso ha sido una cuestión que ha generado algunas confusiones en el orden histórico, debido a algunas imprecisiones que han surgido desde el ámbito normativo y doctrinal.

¹⁴⁴ Exposiciones de la Dra Flah y el Dr. Claudio Kiper respectivamente relativas al fideicomiso testamentario, Revista del Notariado, Julio-Agosto-Septiembre de 1999, N° 857, Bs As, ps. 168 y 174 cit por MALUMIÁN Nicolás, DIPLOTTI Adrián, GUTIÉRREZ Pablo. Ob. Cit, p.17

¹⁴⁵ MALUMIÁN Nicolás, DIPLOTTI Adrián, GUTIÉRREZ Pablo, Ob. Cit, p.18

¹⁴⁶ FERNÁNDEZ, Julio C D, Ob Cit, ps. 26 a 31 en nota a pie de página.

¹⁴⁷ Las críticas al sistemas serán realizadas en el capítulo 5°.

Con el fin de aprehender la caracterización de cada uno de estos sujetos, vamos a conceptualizarlos y explicar cómo se insertan en la faz dinámica de este contrato.

Las partes del contrato son el Fiduciante y el Fiduciario, y como partes del negocio, aunque no contractuales, se encuentran el beneficiario y el fideicomisario.

3.1. EL FIDUCIANTE

El Fiduciante es la persona física o jurídica que se obliga a transmitir los bienes o derechos al fiduciario en base a lo establecido en el pacto de *fiducia*, y que le encomienda la realización de un fin determinado.

Su rol es el de constituyente del fideicomiso, en tal sentido su actuación se acerca al del settlor del trust angloamericano.

No necesariamente debe ser una persona, sino que pueden serlo una pluralidad de ellas.

3.2 EL FIDUCIARIO

Este sujeto es quien recibe la propiedad fiduciaria de manos del fiduciante y se obliga a ejercerla a favor del beneficiario y a transmitirla al cumplimiento de un plazo o condición al fideicomisario.

Podrá ser fiduciario cualquier persona física o jurídica, con excepción de aquellas que se ofrezcan al público para actuar como tales, en cuyo caso deberán ser entidades financieras autorizadas para actuar como tales en base a la ley 21.526 de entidades financieras y las personas jurídicas que autorice la C.N.V quien establecerá los requisitos que deban cumplir.

Análogas consideraciones son aplicables al fiduciario de un fideicomiso financiero.

3.3. EL BENEFICIARIO

No es parte del contrato de fideicomiso, sin embargo se inserta dentro de la praxis negociadora del mismo ya que es el titular de los beneficios que resulten del patrimonio fideicomitado. En este sentido, estamos en condiciones de decir que es titular de una estipulación a favor de terceros y podrá exigir el cumplimiento de la obligación impuesta a su favor, una vez aceptada a tenor de lo dispuesto por el art. 504 del C.C.

Debe estar identificado en el contrato, pudiendo ser determinado o determinable, persona física o jurídica, actual o futura, en este caso deberán constar los datos que permitan su individualización futura.

Podrán designarse más de un beneficiario, los que concurrirán al beneficio en partes iguales, salvo disposición en contrario. También se podrán designar beneficiarios sustitutos para el caso de no aceptación, renuncia o muerte.

En el caso que no hubiere beneficiario sea porque no aceptaren, renunciaren o no llegaren a existir, el fideicomisario asumirá el rol de beneficiario. En su defecto, lo hará el fiduciante.

3.4. EL FIDEICOMISARIO

Este sujeto ha sido centro de algunas equivocaciones en el marco legal y doctrinal al designar con este nombre al fiduciario. Incluso en algunas legislaciones lo asemejan al beneficiario del fideicomiso.

En nuestra ley 24.441 esto no es así, dado que el fideicomisario tiene un rol diferenciado de los demás sujetos, con los consiguientes derechos y obligaciones que esto representa.

Decimos que al igual que el beneficiario, este sujeto, no es parte contractual, pero al igual que aquel, se inserta en el negocio fiduciario.

El fideicomisario es el destinatario de los bienes del fideicomiso, a quien le corresponde recibir los bienes fideicomitados a la finalización del fideicomiso.

Puede serlo una o varias personas, físicas o jurídicas, estando facultadas para reclamar el cumplimiento del contrato, con análogos requisitos que el beneficiario.

3.5 LA SUPERPOSICIÓN DE ROLES

Surge de la normativa impuesta por la ley 24.441 que un mismo sujeto puede ocupar más de una posición en el negocio jurídico, generándose así una superposición de roles. De esta manera, podremos tener a Fiduciante-Beneficiario, Beneficiario-Fideicomisario, Fiduciario-Fideicomisario y Fiduciario-Beneficiario.

3.5.1 Fiduciante-Beneficiario

Este tipo de superposición es muy común, y no está prohibido por la ley. En su dinámica, quien transmite los bienes al fiduciario, será luego la persona que reciba los frutos y beneficios que arroje el fideicomiso.¹⁴⁸

Entre los motivos por los cuales una persona puede recurrir a este medio se han expuestos como los más comunes *“la búsqueda de una administración profesional de activos y la posibilidad de reunir varias partes bajo una misma estructura jurídica segura que posibilite la realización del algún proyecto”*¹⁴⁹, además de tener una estructura dinámica más sencilla y menos costosa que una sociedad anónima y permitir limitar la responsabilidad al patrimonio fideicomitado.

¹⁴⁸ Conf. fallo CNCivil Sala L, 19/02/1997, “Orcoyen, Javier Y Otros C/ Forlano, Carlos S/ Medidas Precautorias”: *“Aunque el fiduciante ocupe el lugar de beneficiario, resulta tercero respecto del contrato y sólo tiene un derecho personal a los frutos de los bienes fideicomitados (Ley 24.441, art. 15) sin que pueda entenderse que se constituye en propietario del porcentual que se adjudicó como beneficiario del contrato ni que tenga un derecho en expectativa al mismo”*. Publicado en LD Textos.

¹⁴⁹ MALUMIÁN Nicolás, DIPLOTTI Adrián, GUTIÉRREZ Pablo. Ob. Cit., p.25

3.5.2 Beneficiario-Fideicomisario

No existe ningún problema en que se dé esta superposición de roles, ni la misma es cuestionada desde las corrientes doctrinarias más ortodoxas.

Asimismo, tampoco existen trabas para que concurren en una misma persona las posiciones jurídicas de fiduciante-beneficiario-fideicomisario.

En cuanto a las razones de superposición, son válidas las expuestas en el punto precedente.

3.5.3 Fiduciario-Fideicomisario.

En este caso nos inclinamos por sostener que el fiduciario no puede asumir el rol de fideicomisario, a tenor de la prohibición contenida en el artículo 7 de la ley 24.441. Surge claro de la letra de esta norma que le está vedado al fiduciario adquirir para sí los bienes dados en fideicomiso, y siendo el fideicomisario el destinatario natural de los bienes fideicomitados, nos encontraríamos ante una prohibición legal expresa.¹⁵⁰

3.5.4 Fiduciario-Beneficiario.

Este caso es uno de los que más ha dividido las plumas doctrinales argentinas, sobre todo en lo atinente al caso del fideicomiso de garantía¹⁵¹.

Por un lado, encontramos una posición minoritaria – a la que adherimos–, pero integrada por juristas de gran prestigio y avezados en el tema como los son Kiper y Lisoprawski. En este orden de ideas se sostiene que:

I- Si bien la ley prohíbe al fiduciario adquirir los bienes para sí, no restringe la posibilidad de éste de actuar como beneficiario del fideicomiso.

¹⁵⁰ En el mismo sentido se expresan MOLINA SANDOVAL, Carlos A., Ob. Cit., p.67 y MALUMIÁN Nicolás, DIPLOTTI Adrián, GUTIÉRREZ Pablo, Ob. Cit, p.28 y 29.

¹⁵¹ A los efectos de un tratamiento mas minucioso, ver KIPER, Claudio M – LISOPRAWSKI, Silvio V, “Teoría y práctica del fideicomiso”, 2ª ed. Ed Depalma, Bs As, 2002, p.22 a 29.

II- No existe conflicto de intereses entre las figuras de fiduciario y beneficiario, ya que ambos estarían movidos por el bien común del fideicomiso. Y si existieran, el ordenamiento jurídico nos brinda mecanismos para prevenirlos y solucionarlos.¹⁵²

III- También se aduce que puede repercutir favorablemente en cuestiones de costos, ya que de esta manera se podrían ver reducidas las comisiones que se pagan al fiduciario.

Por el otro lado, tenemos la corriente doctrinal –mayoritaria- que niega la superposición de estos roles.

Sustentando esta posición, los argumentos son:

I- Se generaría un conflicto de intereses;

II- Se afecta la estructura misma del fideicomiso, ya que el fiduciario dejaría de ejercer la propiedad fiduciaria en interés de un tercero, para pasar a ejercerla en propio interés.¹⁵³

III- Una de las consecuencias fundamentales del denominado principio de lealtad es que el fiduciario ha de actuar en un todo en interés del fideicomiso, lo que excluye, por definición, que lo haga en su propio beneficio.¹⁵⁴

IV- “Resultaría absurdo que el fiduciario se rinda cuentas a sí mismo”¹⁵⁵.

¹⁵²Conf. Fallo C.S.J.N, 04/11/2003, “E.C.G. S.A. c. Banco Hipotecario” (del voto de los doctores Fayt y Vázquez): “*interesa observar, que las prevenciones que la actora hace sobre la eventual actitud abusiva del banco fiduciario no pueden ser atendidas como válidos argumentos para impedir el ejercicio del ius vendendi de que se trata. En tal sentido, si el fiduciario no actuara con la prudencia y diligencia del buen hombre de negocios que su especial posición le impone (arg. art. 6, ley 24.441), frente al ejercicio abusivo o ilegítimo del ius vendendi por parte del fiduciario (vgr. en ausencia de mora del deudor, como E.C.G. S.A. lo invoca en el sub lite), están al alcance del fiduciante las normas sobre responsabilidad civil y, eventualmente, lo dispuesto por el art. 173 inc. 13 del Cód. Penal. Pero es lo cierto que desvíos de esa naturaleza no pueden ser supuestos ab initio en el marco de una acción de resolución del contrato de fideicomiso de garantía (tal como la mencionada a fs. 322), ni ese marco puede servir para el dictado de medidas cautelares como la de autos.*” Publicado en www.laleyonline.com.ar

¹⁵³ MOLINA SANDOVAL, Carlos A, Ob Cit, p.65

¹⁵⁴ KIPER, Claudio M – LISOPRAWSKI, Silvio V, Ob. Cit., p.23

¹⁵⁵ Ibídem, p.24.

V- “...No existiría verdadero fideicomiso pues una misma persona tendría el goce económico y la propiedad formal, por lo que al no existir este desdoblamiento, tendría la propiedad plena”.¹⁵⁶

Por su parte, el proyecto de 1998 establece que el fiduciario no puede ser beneficiario ni fideicomisario, salvo el caso de fideicomiso de garantía en el que el - fiduciario sea una entidad financiera.¹⁵⁷

No obstante las posiciones doctrinales aquí señaladas, somos contestes en sostener, junto con Márquez, que si bien compartimos la opinión de quienes avalan la posibilidad de superposición de roles entre fiduciario y beneficiario, entendemos que ante el estado actual de desarrollo del instrumento y la doctrina, no lo recomendaríamos para evitar así, posibles impugnaciones judiciales del contrato.¹⁵⁸

3.5.5 Fiduciante-Fiduciario

Este tema está vinculado con lo que se ha dado a llamar la constitución del fideicomiso por acto unilateral o simplemente fideicomiso unilateral.

En este tema, autores de renombre como Villegas se han expresado categóricamente sosteniendo que “de ningún modo está prohibido que el fiduciante pueda ser al mismo tiempo, fiduciario”¹⁵⁹, “lo que ocurriría en este caso es que el fiduciante en vez de transferir los bienes, los separa de su patrimonio y con ello constituye el fideicomiso”¹⁶⁰.

¹⁵⁶ MALUMIÁN Nicolás, DIPLOTTI Adrián, GUTIÉRREZ Pablo, Ob. Cit., p.29.

¹⁵⁷ Conf art. 1459 “...El fiduciario no puede ser beneficiario ni fideicomisario, salvo el caso del artículo 1466.” y art. 1466 “Si el fiduciario es una entidad financiera, puede ser también beneficiaria...” (con relación al fideicomiso en garantía).

¹⁵⁸ Conf. MÁRQUEZ, José F., “Notas sobre el fideicomiso con fines de garantía”, J.A 2000-IV p.1229

¹⁵⁹ VILLEGAS, Carlos G, Ob. Cit, p.26

¹⁶⁰ Ibídem, p.26 y 27

En otro sentido¹⁶¹- posición a la que adherimos- la doctrina ha expresado que si bien la prohibición no surge expresamente de la letra de la ley, la misma se puede inferir dada la ausencia de elementos esenciales para la constitución del contrato, ya que a tenor de lo dispuesto por el art. 1.137 del C.C. *“hay contrato cuando varias personas se ponen de acuerdo sobre una declaración de voluntad común, destinada a reglar sus derechos”*. En esta línea argumentativa Kiper y Lisoprawski sostienen que *“el fideicomiso, en nuestro derecho, es un contrato y que para existir, necesaria y genéticamente, deben confluir como partes fiduciante y fiduciario...si el fiduciante se autoconstituye en fiduciario, no habrá otro sujeto o persona”*¹⁶².

Por sus particularidades y su especial regulación a partir de las R.G 271/95 y 296/97 de la C.N.V, el tema referente al fideicomiso unilateral en el caso del fideicomiso financiero será tratado en el capítulo correspondiente, a donde remitimos.

4. CLASES DE FIDEICOMISOS

Debido a la maleabilidad y gran flexibilidad que ofrece la figura del fideicomiso es que pueden llegar a perseguirse distintos fines y propósitos a través de la utilización del mismo.

Ley que regula el instituto no se expresa con relación a los fines perseguibles, pero la doctrina se ha encargado de construir ciertas clasificaciones de los mismos con un indudable valor didáctico.

No hay una sola forma de clasificarlos, y ninguna de estas modalidades revela una verdad incontestable. De hecho, en la práctica negocial nunca se dan de una manera pura, sino que combinan aspectos de varias clases dando lugar a lo que algunos han dado a llamar “fideicomisos mixtos”.

¹⁶¹ Posición sostenida entre otros por HAYZUS, Ob. Cit, p. 116, MOLINA SANDOVAL, Carlos A. Ob. Cit, p.68 y 69, KIPER, Claudio M – LISOPRAWSKI, Silvio V, Ob. Cit., p.55, BRESSAN , Pablo, *“Negocio jurídico fiduciario. Sus aspectos obligacionales”*, en Tratado teórico práctico de fideicomiso, Maury de González, Beatriz (Dir), Ed AD-HOC, Bs As 1999, p.75 MALUMIÁN Nicolás, DIPLOTTI Adrián, GUTIÉRREZ Pablo, Ob. Cit., p.26 a 28

¹⁶² KIPER, Claudio M – LISOPRAWSKI, Silvio V, Ob. Cit., p.55

Según la finalidad perseguida, podremos encontrar fideicomisos de administración, de inversión y de garantía. Según las modalidades especiales por las cuales se dan tendremos al fideicomiso testamentario y al financiero.

4.1 FIDEICOMISO DE ADMINISTRACIÓN

En estos fideicomisos el fiduciante transmite los bienes y derechos al fiduciario para que éste los administre según las instrucciones dadas por aquel a fin de destinar el producido a la finalidad señalada en el contrato.¹⁶³

Es infrecuente que se de en forma pura, ya que suele acompañarse de un plan de inversión (fideicomiso de inversión) o estar enmarcados dentro del ámbito de un fideicomiso de garantía como obligación del fiduciario de administrar los bienes transmitidos con fines garantizadores.

4.2 FIDEICOMISO DE INVERSIÓN

Estos fideicomisos se caracterizan por la transmisión de activos al fideicomiso para la aplicación de los mismos a proyectos de inversión según instrucciones dadas por los fiduciantes al fiduciario.

Lisoprawski los conceptualiza indicando que: *“se entiende por fideicomiso de inversión todo negocio, con transmisión en propiedad fiduciaria, que tenga como finalidad principal o específica la inversión, por medio de un fiduciario, de recursos financieros con arreglo a las instrucciones o reglamento establecido por los constituyentes, para beneficio de éstos o de terceros (beneficiarios y fideicomisarios)”*¹⁶⁴.

¹⁶³ Como ejemplo podemos citar a los fideicomisos de administración de entidades deportivas, regulados por la ley 25.284, que tienen por objetivo continuar las actividades y sanear el pasivo de la entidad a fin de garantizar el derecho de los acreedores y posibilitar la continuación del desempeño institucional, ya que protege al deporte como derecho social.

¹⁶⁴ LISOPRAWSKI, Silvio V. Ob Cit, p.1022

Los tipos de inversiones que se pueden llegar a realizar por este medio son infinitas. Van desde inversiones en valores negociables, hasta inversiones en activos tangibles como inmuebles. De hecho se han erigido como el vehículo ideal para pequeñas o medianas inversiones dado su bajo costo operativo y a la posibilidad de limitación de la responsabilidad.

Atendiendo al resurgimiento de inversiones en el mercado inmobiliario y de la construcción, esta figura ha encontrado un excelente nicho para su utilización. El ejemplo más claro se da cuando un grupo de personas se juntan, y participan en el emprendimiento a través de un *pool* de inversiones, donde convergen prestaciones tan variadas que van desde el terreno, dinero, hasta la mano de obra.

4.3 FIDEICOMISO DE GARANTÍA

Esta figura reconoce su origen en la *fiducia cum creditore* romana. Se inserta dentro de los negocios de garantía y se nos muestra como un medio idóneo para garantizar el cumplimiento de una obligación.

Márquez define esta clase de fideicomiso como “*aquél en el cual el fiduciante trasmite al fiduciario bienes individualizados en garantía de un crédito, propio o ajeno, con el encargo de que, en caso de incumplimiento del crédito garantizado, destine los frutos de los bienes o el producido de su liquidación al pago del crédito*”¹⁶⁵.

En la práctica opera de la siguiente manera: partiendo de una obligación entre los dos polos de la relación obligacional, el fiduciante (el deudor o un tercero) transmite el dominio fiduciario de un bien o un derecho al fiduciario (el acreedor o un tercero) para que éste en caso de incumplimiento de aquella obligación proceda a la

¹⁶⁵ MÁRQUEZ, José F., “*Notas sobre el fideicomiso con fines de garantía*”, J.A 2000-IV p.1226.

liquidación de los bienes y entregue su producido al beneficiario (acreedor) hasta satisfacer el monto del crédito.¹⁶⁶

Este medio se nos presenta muchas veces como un vehículo más idóneo de garantizar créditos que una garantía real tradicional. En este sentido, podemos apuntar como ventajas la amplitud de objetos sobre los que va a poder recaer la garantía, ya que no se podrá transmitir solamente el dominio fiduciario de cosas, sino también de derechos y bienes inmateriales. Por el contrario, las garantías reales de prenda e hipoteca sólo aceptan como objetos a muebles e inmuebles.

La constitución de una hipoteca, por ejemplo, es elevada, mientras que al constituir un fideicomiso de garantía los costos operativos pueden verse disminuidos.

Mediante esta figura fiduciaria, el bien dado en garantía sale del patrimonio del deudor para ser propiedad del fiduciario, por lo que queda a salvo de las acciones de los acreedores del deudor.

Pero la gran ventaja que nos ofrece es la economía en la etapa ejecutoria, ya que se puede pactar un procedimiento de liquidación extrajudicial, que incide naturalmente en los tiempos y en los costos.¹⁶⁷

4.4 FIDEICOMISO TESTAMENTARIO

Esta modalidad reconoce su fuente generadora en un testamento, mediante el cual el causante designa un fiduciario para que, a su muerte, reciba los bienes dejados en fideicomiso, los destine a ciertas finalidades previstas y, vencido el plazo o condición, se transmitan al sujeto designado en el acto de última voluntad.

¹⁶⁶ Si bien alguna doctrina minoritaria ha rechazado la posibilidad de constitución del fideicomiso en garantía, la doctrina mayoritaria, y la jurisprudencia ha concluido en su licitud. Conf. CNCiv., sala B, 05/03/2002 – “El Albañil S.A. v. G., N. J. M.” Publicado en www.lexisnexus.com.ar (JA 2002-II-512)

¹⁶⁷ Conf. Fallo C.S.J.N, 04/11/2003, “E.C.G. S.A. c. Banco Hipotecario” (del voto de los doctores Fayt y Vázquez) : “*el fideicomiso con fines de garantía es un instituto por el cual las partes pretenden eludir la excesiva onerosidad y difícil ejecución que presentan otras garantías, pudiendo dentro del amplio campo del principio de la autodeterminación contractual, establecer los medios más adecuados para evitar costos y fijar vías extrajudiciales de liquidación de bienes. En ese contexto, la nota más trascendente del fideicomiso de garantía es el ius vendendi, o sea, el derecho que tiene el fiduciario de vender o ejecutar los bienes fideicomitados, con el fin de satisfacer su crédito o el del beneficiario, sin acudir a los tribunales.*” Publicado en www.laleyonline.com.ar

Carregal define a este tipo de fideicomisos como *“aquellos que resultan de testamento otorgado por el constituyente. En estos fideicomisos se designa al fiduciario para que a la muerte del causante reciba la herencia o determinados bienes relictos para ser destinados al cumplimiento del fin previsto que consistirá – luego de cumplido el plazo o condición que subordina la vigencia de la propiedad fiduciaria- en su traspaso al beneficiario designado (heredero o legatario)”*¹⁶⁸

En cuanto a su utilización práctica, este instituto no ha encontrado acogida en las personas y operadores del derecho local dada la pequeña porción disponible con que cuentan las personas en nuestro país. La porción legítima que establece nuestro Código Civil, de las cuales las personas no pueden ser privadas sin una justa causa de justificación, se nos presenta como una norma de orden público, la que no puede ser derogada por voluntad de las partes. Por esto, el fideicomiso testamentario sólo podría hacerse valer en el caso que no afecte la legítima.

Si bien Hayzus dice que *“nada ha cambiado en el derecho de fondo y que el fideicomiso testamentario es una modalidad adicional por la que puede optar el causante, a fin de hacer más efectivas sus disposiciones de última voluntad”*¹⁶⁹, la figura puede ser de suma utilidad cuando se quiera beneficiar a un menor o a un incapaz, dejando la administración de los bienes en manos de alguna persona experimentada en estos quehaceres.

Para concluir, hay que dejar en claro que el fideicomiso testamentario no equivale a la sustitución fiduciaria, la cual consiste en dar un sucesor al sucesor y que Borda explica que por su utilización *“había llegado a crear un orden sucesorio testamentario paralelo y predominante sobre el legítimo...creando propiedades inalienables, extraídas de la circulación económica”*¹⁷⁰, sino que, por el contrario, *“se acude a un procedimiento que tiende, justamente, a que el legatario designado llegue a disfrutar, en plenitud, el bien que recibe del testador”*¹⁷¹.

¹⁶⁸ CARREGAL, Mario A. Ob. Cit, p.122

¹⁶⁹ HAYZUS, Jorge Roberto. Ob. Cit., p.82

¹⁷⁰ BORDA, Guillermo A. *“Manual de sucesiones”*, 12º ed. Ed Perrot, Bs As, p.387

¹⁷¹ CARREGAL, Mario A. Ob Cit p.131

4.5 EL FIDEICOMISO FINANCIERO

Este tema va a ser tratado en el capítulo siguiente, por lo cual a él remitimos.

5. CARACTERES

Podemos decir que el fideicomiso es un contrato típico, consensual, bilateral, se presume oneroso, conmutativo, de tracto sucesivo e *intuitu personae*.

5.1 TÍPICO

Existían corrientes doctrinarias que sostenían que con el viejo artículo 2662 del Código Civil el fideicomiso era una figura nominada. Otra corriente doctrinaria sostenía lo contrario. Hoy aquellas discusiones han quedado sin importancia en el orden práctico, ya que con la llegada de la ley 24.441 estamos en condiciones irrefutables de decir que nos encontramos ante una figura típica, desde que tiene una ley propia que lo regula.

5.2 CONSENSUAL

Es consensual en tanto queda concluido para producir sus efectos desde el momento del acuerdo de voluntades en común. Por lo tanto no requiere de la entrega de la cosa para comenzar a producir efectos.

Esto no debe confundirse con el cúmulo de formalidades que han de llenarse para que opere la adquisición del derecho real a través de la tradición de la cosa, ya que esto no es óbice para que el contrato comience a producir sus efectos.

5.3 BILATERAL

Es un acuerdo bilateral en cuanto las partes se obligan recíprocamente. A estos efectos hay que dejar en claro que la bilateralidad se da por el acuerdo entre el fiduciante y fiduciario, ya que estas son las únicas partes del contrato, sin perjuicio de las otras posiciones jurídicas (beneficiario y fideicomisario) que se puedan llegar a ocupar en el negocio jurídico.

5.4 SE PRESUME ONEROSO

Para atender al aspecto oneroso o gratuito del contrato de fideicomiso tendremos que indagar si el encargo hecho al fiduciario es retribuido o no.

La ley presume que la prestación del servicio se da con carácter oneroso, y en este sentido dispone que *“salvo estipulación en contrario, el fiduciario tendrá derecho al reembolso de los gastos y a una retribución. Si ésta no hubiese sido fijada en el contrato, la fijará el juez teniendo en consideración la índole de la encomienda y la importancia de los deberes a cumplir”*(art. 8 Ley 24.441).

Cierta doctrina¹⁷² -equivocadamente-, nos dice que también hay que atender el negocio subyacente entre fiduciante- beneficiario y fideicomisario para determinar la onerosidad o gratuidad del fideicomiso. Así, si el fideicomiso esconde tras su ropaje una donación, tendremos que concluir que se trata de una relación gratuita.

Sostenemos que esta tesis es incorrecta porque, al no ser el beneficiario / fideicomisario partes contractuales, el potencial beneficio que pudieren obtener del contrato de fideicomiso, en nada afecta a la calificación del mismo.

Por el contrario, la existencia de retribución al fiduciario –parte- afecta la relación contractual y dará la pauta de onerosidad o gratuidad por la cual se verá afectado el acuerdo de voluntades.¹⁷³

¹⁷² MOLINA SANDOVAL, Carlos A. Ob Cit., p.88 y 89

¹⁷³ Conf. Fallo Trib. Fiscal Nac., sala A, 08/04/2002 – “Grupo República SA - Tachella Costa, Alejandro”: *“En el caso bajo análisis, el fiduciario percibe según lo estipulado en el acuerdo respectivo,*

Es esencial entonces diferenciar el negocio subyacente –el cual puede tener cualquier fin-, del contrato de fideicomiso, donde las únicas partes contractuales son dos: fiduciante y fiduciario.

5.5 FORMAL

Este es un contrato formal, no solemne, ya que el artículo 4 de la ley 24.441 enumera una serie de requisitos que el acuerdo de voluntades debe contener (la individualización de los bienes, la determinación del modo de incorporar otros bienes, el plazo o condición a que se sujeta el fideicomiso, el destino de los bienes a su finalización y los derechos y obligaciones del fiduciario y su modo de sustituirlo) los cuales no pueden ser cumplidos sino a través de la forma escrita.¹⁷⁴

Hay que dejar a salvo las formalidades exigidas según los bienes que se quieran incorporar y los requeridos en el negocio jurídico subyacente.

Dejamos en claro, también que si el fideicomiso se constituye mediante un acto de última voluntad, se debe hacer respetando las formas testamentarias impuestas por el Código Civil.

5.6 DE TRACTO SUCESIVO

Esto implica que está hecho para perdurar en el tiempo y no agotarse en una sola prestación.

Con lo que respecta al fideicomiso, no se agota en la transmisión de la propiedad fiduciaria, sino que se propaga mientras dure al mandato fiduciario.

una suma de dinero en concepto de honorarios y, por la administración de los bienes, una comisión...Por tanto, no puede considerárselo como un negocio neutro” Publicado en www.lexisnexis.com.ar

¹⁷⁴ El proyecto de 1998 establece que: “*El contrato debe celebrarse por instrumento público o privado.*” (art. 1455)

5.7 INTUITO PERSONAE

Siendo este un negocio de confianza, y donde lo que el fiduciante tiene primordialmente en cuenta, al momento de designar un fiduciario, son sus cualidades, aptitudes, idoneidad y probidad, no se puede concluir sino que estamos en presencia de un contrato *intuitu personae*.

6. OBJETO

En función de hablarse en el artículo 1 de la ley 24.441 de propiedad, concluimos que pueden ser objeto de este contrato, no sólo cosas, sino también bienes.

En este sentido decimos que pueden ser objeto tanto las cosas muebles o inmuebles, como los bienes inmateriales susceptibles de tener un valor pecuniario, debiendo estar determinados o ser determinables (se hacen constar los requisitos y características que deben reunir. Por ejemplo: tipo, titularidad, gravámenes y todo otro dato jurídicamente relevante), pudiendo ser existentes o futuros, en cuyo caso ha de determinarse el modo en el cual serán incorporados.

6.1 SITUACIONES DISCUTIDAS

I- Cosas Fungibles: Una postura, sostenida entre otros por Lorenzetti y Bressan, señala que “*no se podrá constituir el dominio fiduciario sobre cosas fungibles o consumibles para la posterior restitución de otras cosas de igual especie y calidad, pues ello se confundiría con el cuasi usufructo o usufructo imperfecto.*”¹⁷⁵

¹⁷⁵ LORENZETTI, Ricardo Luis, “*Tratado de los contratos*”. Tomo III, Ed Rubinzal-Culzoni, Santa Fe, 2000, p.316. En igual sentido BRESSAN, Pablo., Ob. Cit, p.75. y KIPER, Claudio, “*Régimen jurídico del dominio fiduciario*”. LL, Bs As, 1989, p.64 citado por LISOPRAWSKI, Ob. Cit., p.951

La otra postura – a la que adherimos- sostenida por Fernández y Gómez Leo, no ve inconveniente alguno y acepta esta clase de cosas como posibles objetos en un fideicomiso¹⁷⁶

II- Universalidades: En este punto también se han encontrado argumentos a favor y en contra de la posibilidad de erigirse una universalidad como objeto de un fideicomiso. La postura que niega esta posibilidad argumenta entre otras cosas que *“la exigencia de que el fideicomiso se constituya sobre bienes determinados sugiere que concierne a bienes singulares (aunque puedan ser múltiples) y no universalidades”*¹⁷⁷.

La postura afirmativa, por el contrario, contesta que *“cuando se requiere la descripción de los bienes, sería suficiente con la descripción de la universalidad que se transmite fiduciariamente y las características que reúnan los bienes que la componen”*¹⁷⁸. También se sostiene que es admisible ya que la ley 24.441 *“demuestra que no es requisito necesario individualizar los bienes, y ... considerando que la supresión del adjetivo “singular” del art. 2662, Cciv., por ley 24.441”*.¹⁷⁹

Otro argumento para sostener su validez es que el proyecto del 98 expresamente la admite como objeto.¹⁸⁰

7. PLAZO

El dominio fiduciario es imperfecto por ser eminentemente temporal. En este sentido, decimos que la propiedad fiduciaria está sometida a un plazo o

¹⁷⁶ FERNÁNDEZ, Raymundo L – GOMEZ LEO, Osvaldo R, Ob. Cit, p.195

¹⁷⁷ HIGHTON, Elena I., *“Fideicomiso mortis causa”*, “Revista de Derecho Privado y Comunitario”, t.2000-2 (Sucesiones), p.152 citada por MOLINA SANDOVAL, Carlos A, Ob. Cit, p.76. En igual sentido LORENZETTI Luis, Ob. Cit, p.315 y BRESSAN Pablo, Ob. Cit, p.75.

¹⁷⁸ MOLINA SANDOVAL, Carlos A, Ob. Cit, p.76.

¹⁷⁹ FERNÁNDEZ, Raymundo L – GOMEZ LEO, Osvaldo R, Ob. Cit, p.197

¹⁸⁰ Proyecto 1998, art. 1456 : *“pueden ser objeto del fideicomiso todos los bienes que se encuentren en el comercio, incluso las universalidades, pero no pueden serlo herencias futuras”*. (la negrita es nuestra)

condición¹⁸¹, vencido el cual, el fiduciario deberá hacer tradición de los bienes o cosas al fideicomisario.

Esta intención del legislador de someter al fideicomiso a un acotamiento en el orden temporal viene dado desde antaño ante el peligro que representaba la concentración del dominio en la iglesia a partir de los desmembramientos perpetuos de la propiedad. Atento a esto fue que se dictaron la leyes de “Manosmuertas” en España y “*The Rule against Perpetuities*” en el derecho sajón.

En nuestra Ley 24.441 el legislador estableció en el artículo 4 inc. C que el contrato debe contener “*el plazo o condición a que se sujeta el dominio fiduciario, el que nunca podrá durar mas de treinta años desde su constitución, salvo que el beneficiario fuere un incapaz, caso en el que podrá durar hasta su muerte o el cese de su incapacidad*”.

Como se puede apreciar de la redacción del artículo expuesto supra el plazo es un elemento esencial, por lo que no puede faltar so pena de tener al fideicomiso como inexistente.¹⁸²

En cuanto al plazo de treinta años podemos decir que “*la propiedad de los bienes, puesta en cabeza del fiduciario, dura el tiempo necesario para que éste realice el encargo de acuerdo con lo previsto en el contrato*”¹⁸³, “*ocurre sin embargo, que los objetivos del fiduciante al instituir el fideicomiso son susceptibles de extenderse indefinidamente*”¹⁸⁴, es entonces cuando el legislador, con buen tino, establece un plazo máximo al cual puede sujetarse el fideicomiso, y si se llegara a pactar un plazo superior o la condición a la que se hubiese supeditado, no se hubiere cumplido en el plazo de 30 años, aquel se entenderá reducido *ex lege* al máximo legal.

El mismo artículo también señala una excepción al plazo máximo, cuando el beneficiario sea un incapaz, caso en el cual el mismo se podrá extender hasta su muerte o hasta el cese de su incapacidad.

¹⁸¹ Conf. Fallo CNCom. SalaC, 26/03/1999, “Fernandez, Jorge C/ Cia. Financiera Universal Sa S/ Ord”,: “*Tanto la constitución como la extinción de un contrato de fideicomiso pueden quedar sujetas a condiciones suspensivas o resolutorias.*” Publicado en LD Textos

¹⁸² En igual sentido LORENZETTI, Ricardo Luis, Ob Cit, p.317 y MOLINA SANDOVAL, Carlos A, Ob. Cit, p.108

¹⁸³ HAYZUS, Jorge Roberto, Ob. Cit, p.54

¹⁸⁴ *Ibidem*, p.54

En cuanto al tipo de incapacidad, si bien no surge expresamente de la letra de la ley, entendemos que se hace referencia a la incapacidad de hecho, ya que la misma está dispuesta a favor del propio incapaz.

Se ha generado la duda si esta excepción se hace extensible al caso en que el fideicomisario sea incapaz, lo cual ha sido resuelto por la doctrina en un sentido negativo¹⁸⁵. Por un lado, la ley no hace esta excepción; y por el otro, no se podría sostener que esta excepción beneficiaría al fideicomisario desde que este encuentra su beneficio cuando concluye el fideicomiso, por lo que una continuación del mismo estaría lejos de beneficiarlo.

8. CONTENIDO

El artículo 4º de la ley 24.441 señala las disposiciones que el contrato debe contener. Estas son:

- I- La individualización de los bienes objeto del contrato. En caso de no resultar posible tal individualización a la fecha de celebración del fideicomiso, constará la descripción de los requisitos y características que deberán reunir los bienes;
- II- La determinación del modo en que otros bienes podrán ser incorporados al fideicomiso.
- III- El plazo o condición a que se sujeta el dominio fiduciario, el que nunca podrá durar más de treinta años desde su constitución, salvo que el beneficiario fuere un incapaz, caso en el que podrá durar hasta su muerte o el cese de su incapacidad;
- IV- El destino de los bienes a la finalización del fideicomiso;
- V- Los derechos y obligaciones del fiduciario y la forma de sustituirlo.

Por su lado, el artículo 2º, establece que el contrato deberá individualizar al beneficiario, o hacer constar los datos que permitan su individualización futura.

¹⁸⁵ Conf. MOLINA SANDOVAL, Carlos A, Ob. Cit, p.112 y 113

9. EL PATRIMONIO FIDEICOMITIDO

9.1 EL DOMINIO FIDUCIARIO

El tema de la naturaleza jurídica del patrimonio fiduciario ha sido objeto de grandes debates en el orden nacional e internacional.

Estamos en condiciones de aseverar que el derecho real que surge de la constitución del fideicomiso es de dominio imperfecto. No es un derecho real distinto, lo que contravendría el *numerus clausus* dispuesto por el Código Civil, sino que es una expresión del derecho real de dominio, en este caso de dominio imperfecto¹⁸⁶ por estar afectado en lo que concierne a la perpetuidad, ya que es susceptible de extinguirse al cumplimiento del plazo o condición a la cual se hubiere supeditado.

Con referencia a lo expuesto *supra*, podemos concluir que los caracteres que ostenta el dominio fiduciario son los de absoluto, exclusivo y temporario.

Es absoluto por cuanto mientras se encuentre pendiente de cumplimiento el plazo o condición a los cuales se subordina la vida del fideicomiso, el fiduciario goza en principio de las mismas atribuciones que le corresponden al titular de dominio pleno, y las limitaciones que la ley le impone al fiduciario no le impiden, en definitiva actuar como propietario absoluto de la cosa.¹⁸⁷

Es exclusivo por el hecho que el fiduciario es el titular único y exclusivo del derecho real de dominio, más allá que algunas corrientes doctrinarias hagan

¹⁸⁶ Conf. CNCom SalaC, 22/02/2005, “Consortio de Propietarios Edif. L. N. Alem 480/84/98 Esq. 25 de Mayo c. Banco Medefin U.N.B.”: “cuando la fiducia recae sobre cosas, rige lo dispuesto por el Título VII del Libro III del Código Civil y las disposiciones de la ley 24.441, de manera que el dominio fiduciario continúa encuadrado jurídicamente como un supuesto de dominio imperfecto”. Publicado en www.laleyonline.com.ar (LA LEY 05/04/2005, 6)

¹⁸⁷ LISOPRAWSKI, Silvio V. Ob. Cit., p.944. En Contra Fallo CcivCom 02 Santiago del Estero, 20/08/2003, “Maud, Elias S/ Concurso Preventivo-Incidente De Revision Del Banco Hipotecario S.A.”: “El fiduciario no es un propietario en el sentido estricto asignado por el código de fondo, sino que tiene las facultades del mismo a efectos de cumplir con el fin a que está afectado el patrimonio fiduciario.” y “Por la naturaleza jurídica del fideicomiso (la de ser un patrimonio de afectación), el titular fiduciario no es propietario aunque en los hechos se comporte como tal, a fin de cumplir con el fin del patrimonio afectado”. Publicado en LD Textos.

referencia al desdoblamiento de la propiedad en formal y material, típicas del sistema anglosajón, pero ajenas a nuestro derecho positivo.¹⁸⁸

Es temporario porque se resuelve cumplido el plazo o condición que lo cargan.

Sin perjuicio de lo hasta aquí expresado, no podemos dejar de remarcar que la ley 24.441 en su artículo 4 habla de “propiedad” y no de dominio, la cual tiene un espectro más amplio dado a que no sólo podrá recaer sobre cosas, sino también sobre bienes.¹⁸⁹

9.2 EL PATRIMONIO FIDUCIARIO

La ley 24.441, en su artículo 14 viene a dar la base sobre la que se va a asentar el fideicomiso, estableciendo que “*los bienes fideicomitados constituyen un patrimonio separado del fiduciario y del fiduciante*”. En este sentido la doctrina es conteste al sostener que el aspecto verdaderamente innovador del fideicomiso tipificado es la constitución de un patrimonio separado, dejándose atrás el principio de unidad patrimonial.^{190 191}

¹⁸⁸ Creemos que es equivocado el razonamiento que hace el Tribunal Fiscal al decir que el fiduciario es un simple administrador de patrimonio ajeno. Conf. Fallo Trib. Fiscal Nac., sala A, 08/04/2002 – “Grupo República SA - Tachella Costa, Alejandro”: “*el fideicomitente al afectar bienes o derechos en fideicomiso los separa de su patrimonio, deja de ser su ‘propietario’ (conf. art. 14); pero la fiduciaria, por su parte, no adquiere dicha propiedad. En rigor, los bienes fideicomitados constituyen un patrimonio autónomo que es administrado por el fiduciario que no los incorpora a su patrimonio ... Por ende, el administrador no ostenta la ‘propiedad’ de los bienes sino que su potestad de administrarlos y disponerlos de acuerdo con el fideicomiso otorgado deviene a título de dominio...*” y que “*la ‘propiedad’ sobre los bienes recién se transmite al final del fideicomiso, ya que la ‘propiedad fiduciaria’ que detenta el fiduciario no comporta la titularidad de los bienes. Tan es así que no los puede incluir en su propio patrimonio y debe llevar una contabilidad separada por cada fideicomiso que constituya. Por dicho motivo, este tribunal no comparte en un todo lo argumentado por la representación fiscal.*” Publicado en www.lexisnexis.com.ar.

¹⁸⁹ Conf. MALUMIÁN Nicolás, DILOTTI Adrián, GUTIÉRREZ Pablo, Ob. Cit., p.67 y 68

¹⁹⁰ PUERTA DE CHACÓN, Alicia. “*El dominio fiduciario en la ley 24.441. ¿Nuevo derecho real?*”. En Tratado teórico práctico de fideicomiso, Maury de González, Beatriz (Dir), Ed AD-HOC, Bs As 1999, p.94.

¹⁹¹ Conf. CNCom SalaC, 22/02/2005, “Consortio de Propietarios Edif. L. N. Alem 480/84/98 Esq. 25 de Mayo c. Banco Medefin U.N.B.”: “*los bienes fideicomitados constituyen un patrimonio separado del patrimonio del fiduciario y del fiduciante (art. 14 ley citada) y son en su conjunto objeto de imputación de relaciones jurídicas diferenciadas y autónomas; el patrimonio separado está afectado sólo al cumplimiento del encargo o manda que asume el fiduciario*”. ”. Publicado en www.laleyonline.com.ar (LA LEY 05/04/2005, 6). En sentido similar CNCom., sala E, 28/08/2002 – “Banco Medefin S.A. v. De

A los efectos de comprender la naturaleza con la que se ha entendido este patrimonio en nuestro derecho nacional, es menester hacer una breve referencia a las tesis de los autores.

V- Teoría Clásica

Esta teoría entiende el patrimonio como un atributo de la persona, donde las personas, físicas o jurídicas, deben necesariamente tener uno y nada más que un patrimonio. Dentro de esta línea argumentativa estamos en condiciones de sostener que como atributo de la persona el patrimonio tendría los siguientes caracteres: necesidad, unicidad e indisponibilidad.¹⁹²

De más está decir que el acogimiento de esta teoría impediría el desarrollo de la figura del fideicomiso en el derecho nacional y atentaría contra el *aggiornamento* de nuestro derecho a las nuevas operaciones comerciales existentes en un mundo globalizado.¹⁹³

VI- Teoría del Desdoblamiento de la Propiedad

Para esta teoría que tiene sus fundamentos en el trust anglosajón, se operaría un desdoblamiento del derecho de propiedad originario en dos nuevos derechos

Giacomi, Juan e Hijos": "La creación de un patrimonio especial, independiente de los patrimonios generales de fiduciante y fiduciario, es el primer y principal efecto del fideicomiso, a punto tal que constituye un rasgo típico del instituto, esencial para su funcionamiento y el cumplimiento de sus fines, de lo que se deriva que el traspaso de obligaciones debe juzgarse con criterio restrictivo." Publicado en www.lexisnexus.com.ar (JA 2003-I-síntesis)

¹⁹² Conf. LLOVERAS DE RESK, María Emilia, BERTOLDI DE FOURCADE, María Virginia y BERGOGLIO, María Teresa., "Lecciones de Derecho Civil. Personas naturales y jurídicas", 2ª ed. 6ª reimp., Ed Advocatus., Córdoba, 1999, p.16

¹⁹³ La jurisprudencia ha dejado atrás esta teoría, disponiendo que: "La propiedad fiduciaria es una propiedad con un régimen especial porque está destinada a cumplir con los fines impuestos por el fiduciante. Y para cumplir con su cometido, el legislador rompe el dogma inquebrantable de "patrimonio único" y la recepta como patrimonio separado del propio de cada uno de los sujetos involucrados en el fideicomiso, con régimen de gestión autónomo a cargo de su titular, el fiduciario". Fallo CcivCom 02 Santiago del Estero, 20/08/2003, "Maud, Elias S/ Concurso Preventivo-Incidente De Revision Del Banco Hipotecario S.A." (el subrayado es nuestro) Publicado en LD Textos

de propiedad coexistentes. Así tendríamos la propiedad legal de los bienes en cabeza del fiduciario, mientras que el beneficiario tendría la propiedad económica.

Si bien autores como Puerta de Chacón¹⁹⁴ sostienen esta postura, la doctrina coincide en sostener que en el derecho continental no es concebible la coexistencia de dos titulares respecto de la propiedad de un bien¹⁹⁵

VII- Teoría de patrimonio autónomo sin sujeto titular

Para esta teoría el patrimonio fiduciario sería un patrimonio autónomo de imputación de derechos y obligaciones distinto al de todas las partes que intervienen en el negocio.

A estos efectos, la transmisión de la propiedad no se realiza a un sujeto en particular, sino que se afecta al fideicomiso para atender a un fin determinado.

De esta manera, se logra sustraer el patrimonio fideicomitido a la agresión de los acreedores particulares del fiduciario, y al mismo tiempo establecer un límite a la actuación de este, ya que *“no siendo el fiduciario el propietario no puede disponer en su propio provecho del patrimonio del fideicomiso, sino que al contrario, está obligado a usar y disponer de él exclusivamente para el fin a que está afecto”*.¹⁹⁶

En esta teoría se enrola el Código Civil de Québec que dispone en el artículo 1261 que *“El patrimonio fiduciario, formado por los bienes transferidos en fideicomiso, constituye un patrimonio de afectación autónomo y distinto del patrimonio del constituyente, del fiduciario o del beneficiario, sobre el cual ninguno de ellos tiene un derecho real.”*¹⁹⁷

¹⁹⁴ La autora se expresa sosteniendo que *“en realidad existen dos propietarios: un propietario legal y un propietario de equidad. El propietario legal por deberes de equidad debe ejercer la propiedad en beneficio de otro, quien es el propietario de equidad”* y *“En el nuevo régimen, el propietario legal es el fiduciario y el propietario en equidad es el beneficiario”*. PUERTA DE CHACÓN, Alicia., Ob. Cit., p.91 y 92

¹⁹⁵ LISOPRAWSKI, Silvio V. Ob. Cit., p.1004.

¹⁹⁶ Señala LISOPRAWSKI, Silvio V. (Ob. Cit., p.1006) al reseñar esta teoría.

¹⁹⁷ En su original el artículo 1261 dice: *Le patrimoine fiduciaire, formé des biens transférés en fiducie, constitue un patrimoine d'affectation autonome et distinct de celui du constituant, du fiduciaire ou du bénéficiaire, sur lequel aucun d'entre eux n'a de droit réel.*

VIII- Teoría del patrimonio de afectación

Esta teoría –a la que adherimos– viene a poner un coto a las situaciones extremas sostenidas por la postura clásica y la del patrimonio autónomo sin sujeto titular.

La ley es clara cuando dispone que “*los bienes fideicomitidos constituyen un patrimonio separado de fiduciario y del fiduciante*”. En este sentido, la teoría clásica se haría insostenible. Por otro lado, tampoco podemos atarnos al otro extremo que implica sostener la artificiosa idea de un patrimonio sin titular alguno. Es entonces aquí donde viene esta tesis a establecer una idea compatible con el resto del nuestro sistema jurídico, expresando que “*los derechos transmitidos al fiduciario en virtud de la fiducia no ingresan en su propio patrimonio, sino que se crea un patrimonio autónomo en cada caso*”¹⁹⁸

Dentro de este orden de ideas admitimos que las personas puedan ser titulares de más de una masa patrimonial, estando en este caso separado y afectado al cumplimiento del encargo fiduciario, teniendo por titular al fiduciario en su rol de tal.¹⁹⁹

200

10. EFECTO ENTRE LAS PARTES

10.1 DEL FIDUCIANTE

10.1.1 Derechos

Este sujeto es el constituyente del fideicomiso, y para tal fin debe contar con una capacidad de hecho que lo habilite para realizar actos de disposición que se

¹⁹⁸ VILLAGORDOA LOZANO, José M., “*Doctrina general del fideicomiso*”, 2ª Ed., Porrúa, México, 1982, p.119, citado por LISOPRAWski, Silvio V. Ob. Cit., p.1007

¹⁹⁹ MALUMIÁN Nicolás, DIPLOTTI Adrián, GUTIÉRREZ Pablo, Ob. Cit., p.78

²⁰⁰ Debemos remarcar que “*en todos los casos la separación de los bienes fideicomitidos es respecto del resto de los bienes propios del fiduciario, que no obstante tiene la titularidad de los primeros*”. LISOPRAWski, Silvio V. Ob. Cit., p.1009

ajusten a las previsiones exigidas para la compraventa o para la donación según las características particulares del negocio subyacente.

Orelle nos dice que su rol no ha sido reglamentado, por lo que las estipulaciones contractuales deberán paliar la omisión legal.²⁰¹ De todas maneras, de la letra de la ley se pueden extraer una serie de derechos que el mismo puede hacer valer.

Con referencia a los derechos de los cuales el fiduciante es titular, podemos enunciarlos de la siguiente manera:

I- Individualización de los bienes que serán objeto del contrato;

II- La determinación de la finalidad del fideicomiso;

III- La designación del fiduciario, fiduciarios sustitutos, o las formas de sustituirlo. Asimismo tiene el derecho de designar a los beneficiarios y al fideicomisario.

IV- Hacer reserva de derechos: Este derecho es de extrema relevancia, ya que la celebración del contrato genera un cambio en las facultades atribuidas a este sujeto. En efecto, Hayzus nos dice que *“las celebración del contrato cambia instantáneamente la perspectiva del fiduciante. A partir de ese momento, él mira los bienes que transfirió al fiduciario sabiendo que ya no le pertenecen.”*²⁰²

Esta reserva de determinados derechos está relacionada con la facultad de vigilar el correcto desarrollo del fideicomiso de acuerdo con lo convenido en el contrato por el cual se constituye. Sin embargo *“con tal reserva no se podrá desnaturalizar el fideicomiso cuya esencia es el manejo de un patrimonio por el fiduciario en tanto sujeto ajeno a su finalidad”*.^{203 204}

²⁰¹ ORELLE, José M. F, Su exposición en el Colegio de escribanos, set, 1993, citado por LISOPRAWSKI, Silvio V. Ob. Cit., p.1091

²⁰² HAYZUS, Jorge Roberto, Ob. Cit, p.118

²⁰³ FERNÁNDEZ, Raymundo L – GOMEZ LEO, Osvaldo R, Ob. Cit, p.208

La doctrina es unánime al sostener que este derecho tiene su fuente en la facultad del fiduciante de reservarse el derecho a revocar el fideicomiso consagrada en el inciso b del artículo 25.²⁰⁵

V- Revocar el fideicomiso: este derecho está previsto en el artículo 25, y podrá ser ejercido siempre y cuando tal facultad haya sido expresamente reservada al momento de la suscripción del contrato según lo expuesto en el punto anterior.

Cabe aclarar, sin embargo, que la revocación no tendrá efectos retroactivos, por lo que los actos regularmente realizados por el fiduciario no podrán ser afectados.

A pesar de esta posibilidad de revocación del fideicomiso que la ley le acuerda al fiduciante, es interesante lo sostenido por Villegas quien expresa que *“hay numerosos fideicomisos donde tal facultad de revocación resulta incompatible. Especialmente en los fideicomisos financieros, y en todos aquellos donde el beneficiario accede a tal condición previo cumplimiento de alguna prestación u obligándose a cumplirla”*.²⁰⁶

VI- Exigir el cumplimiento de las obligaciones impuestas al fiduciario: El fiduciante podrá solicitar que el fiduciario actúe en cumplimiento de las disposiciones contractuales acorde con un estándar objetivo de diligencia exigible.

Algunos autores como Villegas entienden que este derecho tiene su fundamento en que si alguien puede pedir la remoción del fiduciario debe tener también la facultad de requerir el cumplimiento de las obligaciones por parte de este²⁰⁷. Sin embargo, nos parece correcta la posición expuesta por Fernández y Gómez Leo, quienes

²⁰⁴ En el mismo sentido se expresa Hayzus al decir que *“No le está permitido al fiduciante interferir con la gestión del fiduciario y, por consiguiente, debe abstenerse de todo acto de intromisión durante la vigencia del fideicomiso.”* HAYZUS, Jorge Roberto, Ob. Cit, p.119

²⁰⁵ Conf. VILLEGAS, Carlos G, Ob. Cit., p.29; HAYZUS, Jorge Roberto, Ob. Cit, p.120; FERNÁNDEZ, Raymundo L – GÓMEZ LEO, Osvaldo R, Ob. Cit, p.208

²⁰⁶ VILLEGAS, Carlos G, Ob. Cit., p.30. En sentido similar el proyecto de 1998 señala : *“La revocación es ineficaz en los fideicomisos financieros después de haberse iniciado la oferta pública de los certificados de participación o de los títulos de deuda.”* (art. 1483)

²⁰⁷ VILLEGAS, Carlos G, Ob. Cit., p.29

nos enseñan que tal circunstancia surge de los principios generales de las obligaciones (art. 505 Cód. Civ.)²⁰⁸

VII- Solicitar la remoción del fiduciario: partiendo de la base que este es un negocio de confianza, cuando la misma es corroída por una actuación impropia por parte de fiduciario en incumplimiento de sus obligaciones impuestas, el fiduciante tiene la posibilidad de solicitar judicialmente su remoción, conforme con lo establecido por el inciso a del artículo 9 de la ley 24.441²⁰⁹

VIII- Proposición de un nuevo fiduciario: como corolario de lo expuesto *supra*, en caso de cesación de la actuación del fiduciario, al fiduciante le asiste la posibilidad de proponer un nuevo fiduciario si en el contrato constitutivo no se hubiere designado un sustituto.

IX- Ejercer las acciones de responsabilidad contra el fiduciario: cuando el fiduciario con un actuar contrario a las reglas impuestas por la ley y el contrato cause un daño al patrimonio fideicomitado, o a los derechos de los beneficiarios y/o fideicomisarios, el fiduciante tendrá habilitación para ejercer las acciones de responsabilidad correspondientes.²¹⁰

²⁰⁸ FERNÁNDEZ, Raymundo L – GOMEZ LEO, Osvaldo R, Ob. Cit, p.209

²⁰⁹ La jurisprudencia ha dispuesto que: “Corresponde admitir, en el proceso entablado para obtener la remoción del fiduciario y la nulidad y cese de los actos por él llevados a cabo, la sustitución de la medida cautelar de no innovar por la designación de un interventor informante para que indague sobre la gestión llevada a cabo por el fiduciario en relación con la realización del bien fiduciario o fideicomitado.” Fallo CNCiv., sala B, 05/03/2002 - El Albañil S.A. v. G., N. J. M. Publicado en www.lexisnexus.com.ar (JA 2002-II-512)

²¹⁰ Conf. FERNÁNDEZ, Raymundo L – GOMEZ LEO, Osvaldo R, Ob. Cit, p.210

X- Subrogarse al fiduciario en la defensa del patrimonio fideicomitado: sobre la base de lo establecido en el segundo párrafo del artículo 18 de la ley 24.441, el fiduciante puede ser autorizado por el juez para ejercer las acciones en defensa del patrimonio fideicomitado cuando el fiduciario no lo hiciera, sin motivo suficiente.

Estamos, en definitiva, en presencia en una acción subrogatoria.

XI- Solicitar la rendición de cuentas: de conformidad con lo dispuesto por el artículo 7 de la ley 24.441.²¹¹

10.1.2 Obligaciones

Como sucede con toda situación jurídica, a todo cúmulo de derechos le corresponde una serie de obligaciones. En el caso del fiduciante las obligaciones principales que de su investidura se desprenden pueden ser sintetizadas en las siguientes:

I- Entrega de los bienes: la obligación principal que se genera en cabeza del fiduciante es la entrega de los bienes que son objeto del fideicomiso.

Recordemos que el contrato que se celebra entre las partes tiene el carácter de consensual, por lo que se perfecciona con el acuerdo de voluntades en común sin que sea necesario para esto que exista una efectiva tradición de las cosas o derechos en aquel momento. Sin embargo el fiduciante se obliga a transmitir estos bienes, por lo que debe adoptar una conducta tendiente a cumplir con dicha promesa, teniendo que atender, asimismo, a los deberes secundarios de colaboración destinados a que opere una efectiva tradición de los bienes según la particular naturaleza de los mismos.

En correlación con lo aquí expresado el fiduciario tendrá acción de cumplimiento de la obligación de entrega contra el fiduciante²¹²

²¹¹ MOLINA SANDOVAL, Carlos A, Ob. Cit, p.55

II- Responder por los vicios y la evicción: si bien esta obligación no surge expresamente de la letra de la ley, por aplicación de los principios generales del derecho, el fiduciante responderá por los vicios redhibitorios, salvo disposición en contrario.²¹³

Si se tratase de una cesión de créditos, deberá responder por la existencia y legitimidad del crédito, salvo que lo hubiere transmitido como dudoso²¹⁴.

10.2 DEL FIDUCIARIO

El fiduciario se erige como la figura central del fideicomiso ya que *“tanto el fiduciante como los beneficiarios cuentan con la presencia y la actividad del fiduciario para lograr en los hechos los objetivos del fideicomiso”*²¹⁵. Al ser éste un negocio de confianza es de extrema relevancia la decisión sobre a quien se investirá en fiduciario, ya que la probidad e idoneidad que ostente para la realización del cargo repercutirá indudablemente en la consecución de los fines del fideicomiso y en la satisfacción de los intereses de beneficiarios y fideicomisarios.

10.2.1 Facultades y Derechos

I- Remuneración: El artículo 8 de la ley 24.441 establece que salvo estipulación en contrario, el fiduciario tendrá derecho al reembolso de los gastos y a una retribución. Si ésta no hubiese sido fijada en el contrato, la fijará el juez teniendo en consideración la índole de la encomienda y la importancia de los deberes a cumplir.

Como la ley guarda silencio en este tema, se infiere que el obligado a oblar la retribución del fiduciario es el mismo fideicomiso con los fondos fideicomitidos, sin embargo otra cosa puede pactarse.

²¹² LORENZETTI, Ricardo Luis, Ob. Cit., p.326

²¹³ FERNÁNDEZ, Raymundo L – GOMEZ LEO, Osvaldo R, Ob. Cit, p.207

²¹⁴ MOLINA SANDOVAL, Carlos A, Ob. Cit, p.54

²¹⁵ HAYZUS, Jorge Roberto, Ob. Cit, p.135

Con relación a la fijación del monto, la ley indica que se establecerá teniendo en cuenta la índole de la encomienda y la importancia de los deberes a cumplir, sin embargo, consideramos atinado el apunte que hace Lorenzetti sobre el tema, expresando que también se tendría que tener en cuenta la eficacia de la gestión cumplida.²¹⁶

Dentro de este orden de ideas, Malumián nos señala que “*es común prever en los contratos una remuneración basada en un porcentaje de los activos conjuntamente con alguna remuneración variable vinculada al éxito o importancia de las tareas cumplidas*”.²¹⁷

También es dable destacar que en el caso que la pertinente remuneración no le sea abonada al fiduciario, éste estaría habilitado para ejercer el derecho de retención sobre los bienes fideicomitidos hasta el total necesario para la cancelación de su crédito.²¹⁸

II- Reembolso de Gastos: el fiduciario se encuentra facultado para afrontar los gastos que la consecución de los fines del fideicomiso precisen. Como contrapartida, tendrá derecho al reembolso de las sumas que haya afrontado con su propio peculio de una manera justificada.

Tales erogaciones serán justificadas cuando fueren necesarias para preservar los bienes del fideicomiso, siendo aplicables las reglas del mandato en los arts. 1948, 1949 y 1950 del Código Civil.²¹⁹

Ante la situación que los gastos no le sean reembolsados, podrá ejercer el derecho de retención sobre los bienes fideicomitidos.

²¹⁶ LORENZETTI, Ricardo Luis, Ob. Cit., p.322

²¹⁷ MALUMIÁN Nicolás, DIPLOTTI Adrián, GUTIÉRREZ Pablo, Ob. Cit., p.111

²¹⁸ FUNES, Saturnino J., “*El fiduciario en la ley 24.441*”. en FUNES, Saturnino J. – AMALLO, Daniela. Fideicomiso, Cuadernos de la Universidad Austral N° 2, Ed. Deplama, Bs As, 1996., p.69.

²¹⁹ *Ibidem.*, p.67 y 68.

III- Ejercer actos de administración: El encargo que se le confiere importa un cúmulo de actividades que éste debe llevar a cabo para lograr la consecución del fin para el cual el fideicomiso fue constituido.

Tomando como base lo expresado en el párrafo anterior, podemos decir que el fiduciario puede realizar toda clase de actos de administración siempre que ellos se ajusten a la finalidad del fideicomiso.²²⁰

Con relación a los actos de administración realizados mas allá de los deberes impuestos por el contrato o que surjan de la finalidad del fideicomiso, sólo generarán una responsabilidad interna entre el fiduciario y los demás sujetos del negocio fiduciario (fiduciante, beneficiario y fideicomisario), ya que lo contrario atentaría contra el tráfico jurídico y la dinámica comercial.²²¹

IV- Ejercer actos de disposición: el artículo 17 de la ley 24.441 dispone que el fiduciario podrá disponer o gravar los bienes fideicomitidos cuando lo requieran los fines del fideicomiso, sin que para ello sea necesario el consentimiento del fiduciante o del beneficiario, salvo que se hubiere pactado lo contrario.

Este derecho es una consecuencia lógica del hecho que el fiduciario es dueño del bien fideicomitido, y en condición de tal puede enajenarlo, aunque esté sujeto a limitaciones que provienen de la ley.

Los actos de disposición realizados en contra de las limitaciones contractuales o en flagrante oposición a los fines del fideicomiso carecerán de efecto

²²⁰ La administración llevada a cabo por el fiduciario debe estar enderezada a satisfacer el interés del fideicomiso, teniendo como parámetro lo estipulado por la doctrina sentada in re "Phonotone Co. S.R.L., Quiebra": *"No parece dudoso que entre las obligaciones del administrador 'buen hombre de negocios' se halla la de conservar los bienes del activo de la sociedad. Lo cual significa: a) mantener esos bienes en el patrimonio social y b) justificar la enajenación o transmisión --por la causa que fuere-- de esos bienes y mantener en el activo el producido de ellos, o bien dar cuenta de su destino o aplicación. En otras palabras: el administrador mantendrá en el activo los bienes de cambio adquiridos para su venta, cuidando de su conservación y existencia a disposición de la entidad; cuando venda esos bienes --cual es su destino y la finalidad del negocio empresario--, el administrador deberá reflejar esa operación en la contabilidad legal, de modo de registrar la "salida" del bien de cambio e ingresar la contrapartida correspondiente, que podrá ser --según el caso-- fondos en caja, fondos a depositar en bancos, o un crédito contra el comprador --entre las hipótesis más comunes y sin descartar otras posibilidades que no es necesario imaginar aquí--."* CNCom SalaD, 10/09/1992, "Phonotone Co. S.R.L., quiebra." Publicado en www.laleyonline.com.ar (LA LEY, 1993-B, 280)

²²¹ FERNÁNDEZ, Raymundo L – GOMEZ LEO, Osvaldo R, Ob. Cit, p.211

sobre la base de lo expuesto precedentemente y al párrafo adicionado al artículo 2670 del Código Civil que dispone que “*quedan a salvo los actos de disposición realizados por el fiduciario de conformidad con lo previsto en la legislación especial*”.²²²

Con relación a qué deberá entenderse por la fórmula “*cuando lo requieran los fines del fideicomiso*”, Lisoprawski explica que deberemos atender a lo estipulado por las partes en el contrato, por el fin perseguido por ellas al celebrarlo y según la pauta de conducta establecida en el artículo 6 de la ley 24.441.²²³

V- Constituir otros derechos reales: esta facultad surge de la letra del artículo 17, y asimismo, como consecuencia lógica del poder de disponer, ya que quien puede lo más puede lo menos.

En cuanto a las limitaciones a la facultad de constituir estos derechos remitimos a lo expuesto en el punto anterior.

VI- Adquirir nuevos bienes: el artículo 13 de la ley 24.441 establece que “*cuando así resulte del contrato, el fiduciario adquirirá la propiedad fiduciaria de otros bienes fideicomitidos o con el producto de actos de disposición sobre los mismos, dejándose constancia de ello en el acto de adquisición y en los registros pertinentes*”.

López de Zavalía indica que este enunciado debe ser interpretado en el sentido que si los bienes producen frutos, ellos quedan en el patrimonio fideicomitido. Si el fiduciario quiere destinarlos a la compra de otros bienes, debe estar legitimado para ello por el contrato.²²⁴

²²² Conf. proyecto de 1998. “*El contrato puede prever limitaciones a estas facultades –de administración y disposición-, pero ellas no son oponibles a terceros interesados de buena fe, salvo que se encuentren inscriptas en los registros correspondientes a cosas registrables, sin perjuicio de los derechos respecto del fiduciario.*” (art. 1474)

²²³ LISOPRAWSKI, Silvio V. Ob. Cit., p.971

²²⁴ LÓPEZ DE ZAVALÍA, “*Fideicomiso. Leasing. Letras hipotecarias. Ejecución hipotecaria. Contratos de consumición*”, Ed Zavalía, Bs As, p.82, citado por Lorenzetti, Ricardo Luis, Ob. Cit., p.323

VII- Derecho a renunciar: sobre la base de lo dispuesto por el artículo 9, el fiduciario estará facultado para renunciar cuando el contrato haya previsto expresamente esta causa, mas la renuncia tendrá efecto sólo después de que opere la transferencia del patrimonio objeto del fideicomiso al fiduciario sustituto.

10.2.2 Obligaciones

En la dinámica fiduciaria se da un doble juego de relaciones, una real, constituida por la transmisión de la propiedad fiduciaria y otra de carácter personal, representada por el encargo que se le realiza al fiduciario para que cumpla con el fin perseguido. Este encargo, entonces, se traduce en una serie de deberes y obligaciones que surgen en cabeza del fiduciario para que satisfaga los intereses del fideicomiso.

Estos deberes y obligaciones son los siguientes:

I- La realización del encargo fiduciario: ésta ha sido señalada como la obligación nuclear que grava al fiduciario. Consiste en ejecutar los fines del fideicomiso conforme haya sido dispuesto en el acto constitutivo, teniendo que estar todos los actos que realice respecto de los bienes fideicomitidos orientados a la aplicación de éstos al destino prefijado por el fiduciante, sujetando su accionar a los límites impuestos por el contrato, el testamento o la ley.²²⁵

II- Actuar con la prudencia y diligencia de un buen hombre de negocios: este deber surge de lo dispuesto en el artículo 6 que dispone que *“el fiduciario deberá cumplir con las obligaciones impuestas por la ley o la convención con la prudencia y diligencia de un buen hombre de negocios que actúa sobre la base de la confianza depositada en él”*.

Este estándar de conducta también está plasmado en el art. 59 de la Ley de Sociedades N° 19.550, haciendo alusión a la actuación de los administradores de las sociedades.

²²⁵ FUNES, Saturnino J., Ob. Cit., p.51

Como bien fuera apuntado por Carregal, tal estándar tiene que ser entendido como que “*un buen hombre de negocios no será quien necesariamente deba hacer ‘buenos negocios’ sino quien adopte todos los recaudos que la ponderación y el sano juicio aconsejen*”²²⁶. Agrega Hayzus que este estándar “*no es absoluto, sino comparativo e invita a una consideración de los hechos desde el punto de vista de lo que hubiera resuelto, en las mismas circunstancias, una persona conocedora y prudente.*”²²⁷

Es este sentido el fiduciario tendrá que actuar con profesionalidad, probidad y transparencia, debiendo ajustar su diligencia al grado y entidad del encargo que se le encomiende.²²⁸

III- Rendir cuentas: esta obligación surge de lo establecido en el artículo 7 de la ley 24.441, el cual declama que “*el contrato no podrá dispensar al fiduciario de la obligación de rendir cuentas, la que podrá ser solicitada por el beneficiario conforme las previsiones contractuales....*” y agrega seguidamente que “*en todos los casos los fiduciarios deberán rendir cuentas a los beneficiarios con una periodicidad no mayor a un año.*”

La ley establece que el sujeto legitimado para exigir la rendición de cuentas es el beneficiario, pero la doctrina sostiene que también estará legitimado para

²²⁶ CARREGAL, Mario A., Ob Cit, p.95 y 96

²²⁷ HAYZUS, Jorge Roberto, Ob. Cit, p.143

²²⁸ La jurisprudencia ha dicho con relación a este estándar, que los administradores: “*deben llevar a cabo en relación con el patrimonio de la sociedad todas aquellas actuaciones, comisivas u omisivas, que el empresario individual realizaría con el suyo en idénticas circunstancias, planificando, organizando y ejecutando la gestión de los negocios de la sociedad de modo que conduzca a lograr los fines sociales dentro de los cuales, incuestionablemente, se encuentra la obtención del máximo beneficio.*” Fallo CNCom Sala A, 26/02/2002, “*Cia. De Seguros La Mercantil Andina S.A C/ Carrefour Argentina S.A S/ Sumario*”. Publicado en LD Textos.; “*Ellos deben procurar lo mejor en la conservación del patrimonio social cuya administración le fuera encomendada, como así también procurar alcanzar el máximo rendimiento económico en la realización de todas sus actividades dirigidas a la buena marcha del negocio, no bastando que se cumpla formalmente con los deberes que fija la ley o los estatutos para los fines sociales*” CNCom Sala A, 17/05/2002, “*Rodríguez, Adriana M. Y Otro C/ Boveda, Carlos H. Y Otro S/ Sum.*” Publicado en LD Textos.

exigir esta rendición de cuentas el fiduciante²²⁹. Asimismo, la doctrina agrega que análogo derecho le corresponde al fideicomisario²³⁰.

En cuanto a la naturaleza de la ley que dispone la prohibición de dispensa, es de carácter imperativo, por lo que no puede ser dejado de lado por la sola voluntad de las partes. Esto implica que la rendición de cuentas no puede ser dispensada anticipadamente por parte del sujeto interesado, aunque es factible la renuncia a este derecho una vez que ya ha nacido.

Con relación al plazo, la ley impone una periodicidad mínima de un año, sin perjuicio que otra menor pueda ser libremente pactada por las partes.

Por último, sobre la forma de efectuar la rendición, la ley no se ha expresado, pero puede inducirse que la misma ha de ser clara, detallada y explicativa, presentada en forma descriptiva, instruida y documentada²³¹.

En este sentido se ha pronunciado la jurisprudencia in re “*Coppo, Cora E. c. Lacoste y Compañía Sociedad de Bolsa*” al decir que “*cuando se rinde cuentas de una gestión, a la cuenta que se formule no puede dársele forma sinóptica, necesariamente debe tener forma descriptiva. Esto se deduce de que el art. 70 establece que la cuenta debe ser instruida y documentada, lo que vale decir, que debe contener todas las explicaciones y referencias que sean necesarias para dar a conocer los procedimientos y resultados de la gestión*”.²³²

²²⁹ Fernández y Gómez Leo dicen que este es un derecho reservable por el fiduciante, y que en caso de hacer efectiva reserva de esta facultad estaría habilitado para exigir la rendición de cuentas. FERNÁNDEZ, Raymundo L – GÓMEZ LEO, Osvaldo R, Ob. Cit, p.215. Sin embargo es interesante la tesis sostenida por Malumián, quien argumenta que el fiduciante tiene el derecho a solicitarla aún en el caso en que no haya sido previsto en el contrato puesto que a éste le corresponde la facultad de remover al fiduciario en su mal desempeño. MALUMIÁN Nicolás, DIPLOTTI Adrián, GUTIÉRREZ Pablo, Ob. Cit., p.100 y 101. En igual sentido MOLINA SANDOVAL, Carlos A, Ob. Cit, p.138

²³⁰ MOLINA SANDOVAL, Carlos A, Ob. Cit, p.139.; Por su parte, el proyecto de 1998 legitima expresamente al fideicomisario a solicitar la rendición de cuentas. (art. 1461)

²³¹ MALUMIÁN Nicolás, DIPLOTTI Adrián, GUTIÉRREZ Pablo, Ob. Cit., p.104

²³² Fallo CNCom SalaC, 04/06/2004, “Coppo, Cora E. c. Lacoste y Compañía Sociedad de Bolsa” Publicado en www.laleyonline.com.ar (LA LEY 02/12/2004, 7). En igual sentido CNCom SalaD, 30/06/2004, “Lago Moreno S.R.L. c. Mapeal S.R.L.” : “*la rendición de cuentas no se limita a la mera presentación de un breve encolumnado de variables y cifras, sino que debe existir un desarrollo expositivo (económico y jurídico) de las causas del "debe" y el "haber" de las cuentas ofrecidas. Así, el ofrecimiento de cuentas por parte del administrador impone al obligado no sólo aportar la documentación que sustenta cada partida, sino también explicar en forma clara, detallada y precisa la descripción gráfica de los diversos hechos, y establecer el resultado final vinculado a esa gestión*” y que “*es evidente que cada negocio o acto jurídico que implique el deber de rendir cuentas, requiere un modo*

Se agrega a continuación que en el caso no se satisface tal exigencia por cuanto “*se trata de planillas o constancias de operaciones con diferentes metodologías de exposición de datos -en lugar de un sistema uniforme de información- y con abreviaturas o códigos poco conocidos en general, lo que agrega más confusión al lector. Si bien esos métodos de exponer información sobre inversiones bursátiles pueden ser tal vez usuales en plaza, hay que tener presente que el inversor no tiene por qué ser necesariamente un avezado hombre de negocios, hábil para interpretar cualquier explicación contable o financiera.*”

IV- Mantener la separación patrimonial de los bienes fideicomitidos: Es obligación del fiduciario mantener una separación del patrimonio fiduciario con respecto del patrimonio propio o de otros fideicomisos de los cuales el fiduciario sea titular.

Es corolario de lo dicho precedentemente mantener una contabilidad separada y un registro de movimientos realizados.

Aunque esta obligación no estuviera efectivamente establecida en el contrato, “*el fiduciario será igualmente responsable por todos los perjuicios que ocasione a los beneficiarios en incumplimiento de tal obligación, al ser dicha conducta exigible en razón del deber de obrar con la prudencia y diligencia de un buen hombre de negocios*”²³³.

V- Protección y defensa de los bienes fideicomitidos: el artículo 18 de la ley 24.441 establece que “*el fiduciario se halla legitimado para ejercer todas las acciones que correspondan para la defensa de los bienes fideicomitido, tanto contra terceros como contra el beneficiario.*”

específico y particular para explicitar al accipiens de esa obligación, mas como factor común a todas ellas puede decirse que su exposición debe contener la razón de las inversiones y resultados, agregándose la documentación, recibos, facturas, y demás instrumentos respaldatorios” Publicado en www.laleyonline.com.ar (DJ 24/11/2004, 978)

²³³ FUNES, Saturnino J., Ob. Cit., p.55

Esta legitimación que le confiere la ley surge del título mismo por el cual el fiduciario se halla investido, traduciéndose en un derecho-deber en cabeza del mismo de ejercer todas las defensas posibles en pos de la defensa del acervo fiduciario.²³⁴

Si el fiduciario no ejerciera las acciones correspondientes sin motivo suficiente, el juez podrá autorizar al fiduciante o al beneficiario a que accionen en sustitución de aquel, si perjuicio de la responsabilidad por daños a que pueda ser pasible el fiduciario por haber actuado de forma contraria a los intereses del fideicomiso.

VI- Entrega de los bienes fideicomitidos: esta obligación está plasmada en el texto legal en el artículo 26 de la ley 24.441, el cual dispone que *“producida la extinción del fideicomiso, el fiduciario estará obligado a entregar los bienes fideicomitidos al fideicomisario o a sus sucesores, otorgando los instrumentos y contribuyendo a las inscripciones registrales que correspondan.”*

Cabe agregar que se erige como un deber de colaboración el contribuir al otorgamiento de los instrumentos y a la inscripción registral, desde que la oponibilidad a terceros opera una vez realizada dicha inscripción.

VII- Entrega de los beneficios: entendiéndose que el fideicomiso se ejerce en beneficio de quien se designe como beneficiario, éste tendrá derecho a que los beneficios obtenidos como consecuencia de la actuación fiduciaria le sean entregados en el momento en que haya sido estipulado en el contrato.

VIII- Liquidación del patrimonio: cuando la cuantía de los bienes fideicomitidos sea insuficiente para atender las obligaciones contraídas por el fiduciario, no se dará lugar a la quiebra, sino que el fiduciario deberá proceder a la liquidación del patrimonio fiduciario, teniendo que enajenar los bienes que lo componen y entregar el producido a los acreedores conforme el orden de privilegios previstos para la quiebra (según surge del art. 16).

²³⁴ La jurisprudencia ha dicho que el fiduciario está legitimado para verificar créditos del fideicomiso. Conf. CNCom SalaE, 08/08/2003, “Banco Finansur s/ inc. de rev. en: Albus S.R.L. s/conc. Prev.” Publicado en www.laleyonline.com.ar (LA LEY 02/01/2004, 3)

Lo que ,en definitiva ,se desprende de esta obligación es que no opera la quiebra del fideicomiso, sino su liquidación, la que estará a cargo del fiduciario

El fiduciario también será el encargado de intervenir en el caso de insuficiencia patrimonial del fideicomiso financiero, pero ese tema será tratado en el capítulo siguiente al cual remitimos.

10.2.3 Prohibiciones

I- Prohibición de adquirir para sí los bienes fideicomitados: del artículo 7° de la ley 24.441 surge que el fiduciario está vedado de la posibilidad de adquirir para sí los bienes que hayan sido objeto del fideicomiso. En este sentido, el fiduciario estaría impedido de ocupar el rol de fideicomisario ya que estaría adquiriendo los bienes fideicomitados.

Con relación a la posibilidad de obtener los beneficios, el tema ha sido tratado cuando se hizo referencia a la superposición de roles de fiduciario-beneficiario en el punto 3.5.4 al cual remitimos.

II- Realización de actividad en competencia: dado que muchas veces un fiduciario puede ser titular de varios fideicomisos, o emprender a título personal una serie infinitas de negocios, no es aceptable que realice actividades que importen competencia con relación al fideicomiso que administra.²³⁵

Esta prohibición se funda en un deber de lealtad y en el estándar de conducta exigible al agente fiduciario establecido en el artículo 6 de la ley 24.441.

10.3 DEL BENEFICIARIO.

Recordando lo expuesto anteriormente, señalamos que este sujeto no es parte del contrato, sino que se inserta dentro del negocio fiduciario, asistiéndole al mismo un derecho de carácter creditorio. Desde esta perspectiva, estamos en

²³⁵ Conf. MOLINA SANDOVAL, Carlos A, Ob. Cit, p.145 y 146

condiciones de aseverar que al mismo no le asiste derecho real alguno, sino un derecho creditivo que lo legitima para requerir los frutos en término.²³⁶

Si bien la ley no enumera los derechos y obligaciones que le asisten a este sujeto, los mismos pueden ser desentrañados del seno mismo de la ley y de la naturaleza de su posición jurídica.

10.3.1 Derechos

I- Percibir los frutos o productos del fideicomiso: es, sin duda, el derecho principal que le asiste al beneficiario, desde que el fideicomiso mismo debe ejercerse en beneficio de este sujeto, según surge del artículo 1 de la ley 24.441.

II- Exigir el cumplimiento de las obligaciones al fiduciario: éste derecho le asiste en función de las mismas razones que al fiduciante, las cuales han sido expuestas en el apartado f del punto 10.1.1²³⁷

III- Solicitar la rendición de cuentas: el artículo 7º de la ley 24.441 dispone que *“el contrato no podrá dispensar al fiduciario de la obligación de rendir cuentas, la que podrá ser solicitada por el beneficiario conforme las previsiones contractuales...”* y que *“en todos los casos los fiduciarios deberán rendir cuentas a los beneficiarios con una periodicidad no mayor a un año.”*

Remitimos al punto 10.2.2 apartado C donde se ha tratado la obligación del fiduciario de rendir cuentas.

IV- Ejercer las acciones en defensa de los bienes fideicomitidos sustitución de fiduciario: según lo dispuesto por el artículo 18º *“el juez podrá*

²³⁶ BARBIER. Eduardo Antonio. *“Contratación Bancaria. Tomo 2. Empresas”*. Ed Astrea, Bs. As. 2002, p.363.

²³⁷ Conf. Proyecto de 1998 *“El beneficiario y el fideicomisario pueden, en la medida de su interés, reclamar por el debido cumplimiento del contrato y la revocación de los actos realizados por el fiduciario en fraude de sus intereses, sin perjuicio de los derechos de los terceros interesados de buena fe.”* (art. 1467)

autorizar al fiduciante o al beneficiario a ejercer acciones en sustitución del fiduciario, cuando éste no lo hiciera sin motivo suficiente.”

En definitiva se halla legitimado para subrogarse en los derechos del fiduciario a efectos de defender el patrimonio fideicomitado, para lo cual deberá contar con previa autorización judicial motivada por una inacción sin causa por parte del fiduciario.

V- Pedir la remoción judicial del fiduciario: según surge del artículo 9º inciso (a) de la ley 24.441, una de las posibilidades de cesantía del fiduciario en sus funciones será mediante remoción judicial a pedido del beneficiario con citación del fiduciante.

Según Fernández y Gómez Leo, tal citación es obligatoria, pues si bien al beneficiario le asiste tal derecho a los fines de la protección de sus intereses, el fiduciante es quien ha designado al fiduciario teniendo en cuenta sus especiales características.²³⁸

VI- Transmitir sus derechos: el último párrafo del artículo 2º de la ley 24.441 dispone que *“el derecho del beneficiario puede transmitirse por acto entre vivos o por causa de muerte, salvo disposición en contrario del fiduciante.”*

Al ser éste un derecho crediticio se comprende que sea transmisible.

3.10.3.2 Obligaciones

La ley 24.441 no establece a lo largo de su articulado obligaciones expresas en cabeza del beneficiario. Sin embargo, se puede pactar la contraprestación de una obligación a cargo del beneficiario atento al principio de autonomía de la voluntad.

Esta contraprestación surge de una manera clara en el caso de los fideicomisos financieros donde los beneficiarios inversionistas adquieren los valores fiduciarios como contraprestación de una obligación dineraria.

²³⁸ FERNÁNDEZ, Raymundo L – GÓMEZ LEO, Osvaldo R, Ob. Cit, p.220

10.4 DEL FIDEICOMISARIO

El fideicomisario es el destinatario de los bienes del fideicomiso, es decir, a quien le corresponde recibir los bienes fideicomitados a la finalización del fideicomiso.²³⁹

En este sentido, su participación en el negocio si bien se asemeja a la del beneficiario -lo cual ha sido motivo de confusión en numerosas legislaciones- no se identifica, ya que a aquel -como apuntáramos antes- le corresponden los beneficios obtenidos por la actuación fiduciaria.

La ley 24.441 no se ha encargado de regular los derechos del fideicomisario, por lo que tal ausencia normativa debe ser suplida con la aplicación analógica de los derechos y obligaciones que le corresponden al beneficiario en tanto y en cuanto sean compatibles con las particularidades de la figura del fideicomisario.

Es necesario enfatizar, sin temor a ser repetitivos, que el derecho principal que le asiste al fideicomisario -y que lo particulariza- es el de recibir los bienes fideicomitados a la finalización del fideicomiso.

11. EFECTOS FRENTE A TERCEROS

El tema relativo a qué efectos se producen y desde cuándo, frente a terceros, emana de lo normado por la ley 24.441 y tiene su fundamentación lógica en el hecho de la transmisión efectiva de la propiedad que existe por parte del fiduciante al fiduciario, con la consiguiente conformación del patrimonio fideicomitado (art. 14)

Al respecto, el artículo 15° expresa que *“los bienes fideicomitados quedarán exentos de la acción singular o colectiva de los acreedores del fiduciario. Tampoco podrán agredir los bienes fideicomitados los acreedores del fiduciante, quedando a salvo la acción por fraude. Los acreedores del beneficiario podrán ejercer*

²³⁹ La jurisprudencia ha establecido que *“la obligación de interpelar por parte del fideicomisario no resulta requisito previo a la devolución de los bienes.”* Fallo CNCom., sala C, 26/03/1999 – “Fernández, Jorge y otro v. Compañía Financiera Universal S.A. y otros” Publicado en www.lexisnexus.com.ar (JA 2000-I-394)

sus derechos sobre los frutos de los bienes fideicomitidos y subrogarse en sus derechos.” Asimismo, el artículo 12° se explaya sobre el tema disponiendo que: “el carácter de fiduciario del dominio tendrá efecto frente a terceros desde el momento en que se cumplan las formalidades exigibles de acuerdo a la naturaleza de los bienes respectivos.”

11.1 INSCRIPCIÓN REGISTRAL

Según surge del citado artículo 12 el carácter de fiduciario del dominio –entiéndase propiedad por ser comprensivo de cosas y bienes- será oponible a terceros recién a partir de que sean satisfechas las formalidades exigibles de acuerdo con la naturaleza de los bienes en cuestión .

Deberá registrarse y publicitarse no sólo el dominio, sino también su carácter fiduciario.²⁴⁰

Acorde con ello, tendremos que distinguir las siguientes situaciones:

I- Bienes registrables: sea que se trate de bienes inmuebles o muebles, de registro declarativo o constitutivo del dominio, los efectos del contrato serán oponibles a terceros recién cuando opere la inscripción registral en el registro correspondiente.

II- Créditos: para su oponibilidad a terceros debe haber cesión y la correspondiente notificación al deudor cedido. (No obstante, se prevé un régimen especial para la cesión de créditos en el caso del fideicomiso financiero. Remitimos al capítulo siguiente donde trataremos el tema.)

III- Acciones o cuotas partes de interés: se requiere contrato de cesión, notificación a la sociedad y registro en el Registro Público de Comercio.

²⁴⁰ MAURY DE GONZÁLEZ, Beatriz., “Aspectos registrales del fideicomiso”. En Tratado teórico práctico de fideicomiso, Maury de González, Beatriz (Dir), Ed AD-HOC, Bs As 1999, p.136

IV- Títulos valores nominativos o a la orden: desde el momento en que se cumplan los requisitos de transmisión que correspondan a su naturaleza.

V- Bienes muebles: en esta cuestión, la doctrina mayoritaria -en posición a la que adherimos- sostiene que es suficiente el contrato y la tradición, aunque carecería de oponibilidad a terceros de buena fe.²⁴¹

Sin embargo no podemos dejar de citar la tesis de Farina, quien – con un pensamiento innovador, aunque no compartido por nosotros- manifiesta que “ *debe aplicarse lo dispuesto por el art. 30 de la ley 24.441, que si bien se refiere al contrato de leasing es aplicable, sin lugar a dudas, al fideicomiso. En efecto, el art. 30 dispone: “A los efectos de su oponibilidad frente a terceros, el contrato deberá inscribirse en el registro que corresponda a las cosas que constituyen su objeto. Si se tratare de cosas muebles no registrables, deberá inscribirse en el Registro de Créditos prendarios del lugar donde se encuentren.”*²⁴²

11.2 SITUACIÓN DE LOS ACREEDORES

Como ha sido expuesto, los bienes fideicomitidos conforman un patrimonio separado del patrimonio del fiduciario y del fiduciante. Como consecuencia de ello los efectos que se generen con la constitución del fideicomiso afectarán a los acreedores de las partes, los cuales tendrán las acciones correspondientes que le otorga el ordenamiento jurídico para defender sus derechos.

De acuerdo con tales premisas, consideramos que es menester analizar en qué condiciones se encuentran los acreedores:

²⁴¹ Conf. BARBIER. Eduardo Antonio., Ob. Cit., p.365 y LORENZETTI, Ricardo Luis, Ob. Cit., p.327

²⁴² FARINA, Juan M. “*Contratos Comerciales Modernos. Modalidades de la contratación empresarial*”. Ed Astrea, 2ª Edición, Bs. As. 1997, p.383.

I- Los acreedores del fiduciante: no tienen acción alguna contra los bienes fideicomitidos desde que estos han sido transferidos al patrimonio fiduciario.²⁴³

Al no estar más comprendidos en el patrimonio personal del fiduciante, es lógica la solución dispensada por la norma. No obstante, la ley les confiere a los acreedores, acción por fraude cuando la transmisión de los bienes se haya realizado en su perjuicio. Se trata en definitiva, de la acción pauliana dispuesta por el Código Civil en los arts. 961 y subsiguientes.

Lo que hay que aclarar en este caso es que la revocación de las transmisiones fiduciarias realizadas por el deudor sólo será en interés de los acreedores que la hubiesen pedido, y hasta el importe de su crédito, según se desprende de la letra del artículo 965.

A los efectos de juzgar si la transmisión de dominio –propiedad- es realizada a título gratuito u oneroso, habrá que examinar si hay algún beneficio para el fiduciante, más allá del carácter oneroso que tuviere el fideicomiso.^{244 245} Por su parte, Fernández y Gómez Leo indican que para apreciar esta hipótesis, será necesario tener en cuenta la relación fiduciante-beneficiario y/o fideicomisario.²⁴⁶

Quedan a salvo, asimismo, las demás acciones conferidas por el ordenamiento jurídico al acreedor por tratarse de un acto jurídico v.gr. en caso de vicios del acto, simulación, etc.²⁴⁷

²⁴³ Conf Fallo CNCom SalaC. “Litoral Citrus S.A. s/conc. Prev.” : “*los activos que constituyen objeto de un contrato de fideicomiso, conforman un patrimonio separado tanto del patrimonio del fiduciario como del fiduciante, que no puede ser agredido por los acreedores de ninguno de ellos, ya que esa "autonomía" tiende, precisamente, a asegurar el cumplimiento del destino del fideicomiso*”. Publicado en www.laleyonline.com.ar (LA LEY 2002-E, 683). En consonancia con este efecto, fallo CNCom., sala C, 17/09/1999 – “Banco Mayo s/liquidación judicial”: “*Resulta en principio improcedente que el síndico, en cuanto representante del interés de la masa de acreedores del fiduciante, pretenda que se le otorgue ingerencia en el trámite de realización de los bienes fideicomitidos, mediante su designación como interventor informante -Del dictamen del fiscal de Cámara-*.” Publicado en www.lexisnexus.com.ar (JA 2000-II-477)

²⁴⁴ Conf. MALUMIÁN Nicolás, DIPLOTTI Adrián, GUTIÉRREZ Pablo, Ob. Cit., p.81

²⁴⁵ Recordemos que un fideicomiso tendrá carácter oneroso o no según exista retribución al fiduciario. (ver punto 5.4)

²⁴⁶ FERNÁNDEZ, Raymundo L – GOMEZ LEO, Osvaldo R, Ob. Cit, p.225

²⁴⁷ *Ibidem*, p.226

II- Acreeedores del fiduciario: la ley es clara cuando establece en el artículo 15 que *“los bienes fideicomitidos quedarán exentos de la acción singular o colectiva de los acreedores del fiduciario.”*

La disposición de la ley no deja lugar a dudas y se condice con la lógica del sistema, ya que si bien los bienes tienen como titular patrimonial al fiduciario, conforman un patrimonio separado, exento de la acción de los acreedores.²⁴⁸

III- Acreeedores del beneficiario: la ley establece que *“los acreedores del beneficiario podrán ejercer sus derechos sobre los frutos de los bienes fideicomitidos y subrogarse en sus derechos.”*

Teniendo en cuenta que el beneficiario no es parte en el contrato de fideicomiso, sino un agente que se inserta dentro de la dinámica comercial del mismo con un derecho de tipo creditario sobre los beneficios que se generen, mal se podría concluir que sus acreedores pudieran tener derecho alguno sobre los bienes fideicomitidos ya que el beneficiario mismo carece de derechos sobre aquellos bienes.

En este sentido, lo que los acreedores del beneficiario podrán hacer es ejercer una acción subrogatoria una vez que se haya cumplido el plazo o condición que habilitan al beneficiario a obtener los frutos a los cuales este tiene derecho.²⁴⁹

Cabe aclarar que queda a salvo la posibilidad de los acreedores de este sujeto de solicitar medidas conservatorias cuando todavía no se haya cumplido el plazo o condición anteriormente referido.²⁵⁰

IV- Acreeedores del fideicomisario: Si bien la ley no regula expresamente esta situación, es evidente que nos encontramos ante un supuesto similar al anterior por ser el fideicomisario un sujeto no parte, titular de un derecho creditario

²⁴⁸ LORENZETTI, Ricardo Luis, Ob. Cit., p.328

²⁴⁹ Conf. Fallo CNCom. Sala D, 29/04/1997, “Manoukian, Ricardo C/ Derymant Sa. S/ Ord. S/ Inc. De Ejecucion De Honorarios”,: *“si bien es cierto que los bienes fideicomitidos quedan exentos de la acción singular o colectiva de los acreedores del fiduciario (conforme lo prevé la ley 24441: 15), sin embargo, la impugnada resolución “no” dispuso embargar el patrimonio fideicomitido (las acciones) sino el producto de la enajenación de aquel. Por tanto, el derecho al producto “eventual” de la venta de acciones compone el patrimonio de la deudora (CCIV: 2312 y su nota), de manera que ese derecho es susceptible de ser embargado.”* Publicado en LD Textos.

²⁵⁰ FERNÁNDEZ, Raymundo L – GOMEZ LEO, Osvaldo R, Ob. Cit, p.227

en este caso a los bienes fideicomitidos a la finalización del fideicomiso. Conforme lo expuesto, le asisten a estos acreedores análogos derechos que a los acreedores del beneficiario.²⁵¹

V- Acreedores del fideicomiso: la solución a este caso surge claramente de la letra del artículo 16, el cual dispone que *“los bienes del fiduciario no responderán por las obligaciones contraídas en la ejecución del fideicomiso, las que solo serán satisfechas con los bienes fideicomitidos.”*

La solución dada es coherente con la separación de patrimonios establecida por la ley en el artículo 14, por lo que no merece mayores explicaciones.

12. RESPONSABILIDAD DEL FIDUCIARIO

El artículo 14 de la ley 24.441 dispone que *“los bienes fideicomitidos constituyen un patrimonio separado del patrimonio del fiduciario y del fiduciante. La responsabilidad objetiva del fiduciario emergente del artículo 1113 del Código Civil se limita al valor de la cosa fideicomitada cuyo riesgo o vicio fuese causa del daño si el fiduciario no pudo razonablemente haberse asegurado.”*

A lo dispuesto en el artículo precedente, hay que agregar que el contrato no podrá dispensar al fiduciario de la culpa o dolo en que él o sus dependientes puedan incurrir, según lo normado por el artículo 6° de la ley 24.441.

Tomando como base lo expuesto en los acápites anteriores, estamos en condiciones de decir que la ley 24.441 no prevé expresamente las acciones de responsabilidad. Atento a esto, serán aplicables los principios de derecho común respondiendo el fiduciario en base a la responsabilidad contractual cuando por sus hechos se vulnere algún derecho del fiduciante, beneficiario o fideicomisario, salvo que dicho actuar degenere en un delito del derecho criminal, que haga viable la opción consagrada en el artículo 1107 del Código Civil.

²⁵¹ Conf. LORENZETTI, Ricardo Luis, Ob. Cit., p.328

Con relación a la responsabilidad frente terceros, la ley es clara cuando reza que *“los bienes del fiduciario no responderán por las obligaciones contraídas en la ejecución del fideicomiso, las que sólo serán satisfechas con los bienes fideicomitidos”*. Sin embargo, como lo apunta Funes, esta limitación de la responsabilidad al valor del patrimonio fideicomitado no será aplicable en el caso que el fiduciario actúe dolosamente²⁵² o cuando el fiduciario hubiese contratado con terceros en exceso de sus facultades o en forma contraria a los fines del fideicomiso.²⁵³

El otro problema que surge en torno a la responsabilidad está referido al seguro de la cosa que dispone el artículo tratado. Una interpretación de esta norma nos lleva a concluir que el hecho de no haber asegurado los bienes fideicomitidos cuando hubiese existido razonabilidad para hacerlo, importa la no aplicación del límite resarcitorio del artículo 14, teniendo que responder el fiduciario con sus propios bienes. Sin embargo el punto conflictivo es la determinación de cuándo existe razonabilidad y cuándo no, más aún cuando la decisión de contratación del seguro pasa por una evaluación de costo-beneficio, que determinará si era razonable o no hacerlo. En este sentido Barbier – en opinión que compartimos - señala que la “razonabilidad” del seguro reside en una cuestión fáctica mientras no sea materia de una regulación reglamentaria, por lo cual deberá buscarse algún punto de equilibrio que mejor responda a los fines de la ley y a su óptimo cumplimiento.²⁵⁴

13. CESACIÓN DE FIDUCIARIO

La ley 24.441 no determina a la cesantía del fiduciario como una causal de extinción del fideicomiso, sino que dispone una serie de reglas para hacer frente a

²⁵² Malumíán sostiene, con cita de Kiper y Lisoprawski, que la limitación al monto es sólo en los casos de responsabilidad objetiva, no así en los casos que en que exista **culpa o dolo**, en los que el fiduciario deberá responder con todo su patrimonio. MALUMIÁN Nicolás, DIPLOTTI Adrián, GUTIÉRREZ Pablo, Ob. Cit., p.110

²⁵³ FUNES, Saturnino J., Ob. Cit., p.46 y 47

²⁵⁴ BARBIER. Eduardo Antonio. Ob Cit, p.366

esta vicisitud a fines de continuar con la ejecución del contrato. A esos efectos la ley establece la designación de un fiduciario sustituto.

En este sentido, son ilustrativas las palabras de Hayzus quien nos enseña que *“para hallar el sentido preciso de la sustitución de fiduciario conviene situarse dentro del marco contractual. El cese del fiduciario en sus funciones no altera el contrato; por el contrario, exige la adopción de medidas conducentes a la continuación del fideicomiso conforme con su finalidad. Los bienes fideicomitados siguen afectados a esa finalidad y las facultades del fiduciario sucesor son las mismas que habían sido acordadas al original. En definitiva, todo se mantiene igual, excepto la identidad del fiduciario.”*²⁵⁵

Ante tal eventualidad, son innovadoras las disposiciones dispuestas por el proyecto de 1998, el cual indica que: *“los bienes fideicomitados deben ser transmitidos al nuevo fiduciario. Si son registrables es forma suficiente del título el instrumento judicial, notarial o privado autenticado en el que conste la designación del nuevo fiduciario”* (art. 1465)

13.1 CAUSALES

En cuanto a las hipótesis de cesación el artículo 9º de la ley 24.441 dispone las siguientes:

I- Remoción judicial por incumplimiento de sus obligaciones, a instancia del fiduciante; o a pedido del beneficiario con citación del fiduciante.²⁵⁶ (En este caso opera un juicio por el cual los sujetos habilitados por la ley solicitan la remoción al juez, sustentando su petición en el incumplimiento obligacional por parte del fiduciario o en el hecho de haberse perdido la confianza depositada en él).

²⁵⁵ HAYZUS, Jorge Roberto, Ob. Cit, p.164

²⁵⁶ La doctrina sostiene que al fideicomisario le asiste un derecho análogo al del beneficiario, por lo que estaría igualmente legitimado para solicitar la remoción judicial del fiduciario con citación del fiduciante. Conf. FERNÁNDEZ, Raymundo L – GOMEZ LEO, Osvaldo R, Ob. Cit, p.235

II- Por muerte o incapacidad judicialmente declarada si fuere una persona física. (Esta consecuencia se deriva del carácter *intuito personae* que tiene el encargo realizado al fiduciante).

III- Por disolución si fuere persona jurídica. (Es una consecuencia lógica, ya que no habrá sujeto que pueda cumplir el encargo. Sin embargo es interesante lo sostenido por Lorenzetti, quien apunta que “*hay casos en que la disolución de la persona jurídica es un efecto técnico que puede ser no real, como en los casos de fusión o absorción, en los que puede continuar o no el fiduciante.*”²⁵⁷).

IV- Por quiebra o liquidación. (Claro está que la ley alude al fiduciario y no al patrimonio fiduciario. En este caso la insolvencia afecta la confianza que fuese depositada en el agente fiduciario).

V- Por renuncia si en el contrato se hubiese autorizado expresamente esta causa. La renuncia tendrá efecto después de la transferencia del patrimonio objeto del fideicomiso al fiduciario sustituto. (El principio es que el fiduciario no tiene facultades para renunciar, salvo que esté habilitado para hacerlo en función de una cláusula contractual, en la cual suele acordarse un plazo de preaviso para que esta manifestación no sea intempestiva.)

De todas formas, según lo establece el segundo párrafo del inciso e del artículo 9º, la renuncia sólo tendrá efecto una vez operada la transmisión del patrimonio fiduciario al sustituto y se hubiera aprobado la rendición de cuentas final.²⁵⁸

Sin perjuicio de las causales expuestas precedentemente, como lo indica Hayzus, con cita de Giraldi, la enumeración que realiza la ley no debe considerarse taxativa. De hecho algunas causas que pueden encontrar su fuente en las cláusulas contractuales y otras estar implícitamente comprendidas en el artículo 9º entre las cuales

²⁵⁷ LORENZETTI, Ricardo Luis, Ob. Cit., p.330; El proyecto de 1998, en sentido análogo dispone que: “...esta causal no se aplica en casos de fusión o absorción, sin perjuicio de la aplicación del inciso a, en su caso.” (art. 1464 inc. c)

²⁵⁸ Este último requisito si bien no se encuentra regulado en el artículo de la ley surge de hacer una interpretación integradora de la misma. Conf. FUNES, Saturnino J., Ob. Cit., p.97 y HAYZUS, Jorge Roberto, Ob. Cit, p.163

podemos identificar, a manera de ejemplo, a la inhabilitación judicial, el concurso, la intervención judicial, etc.²⁵⁹

13.2 MÉTODOS DE REEMPLAZO

Con relación al método de reemplazo que indica la ley en su artículo 10 se verifican los siguientes supuestos:

I- Que el contrato prevea un fiduciario sustituto, en cuyo caso éste será el encargado de asumir el cargo en caso de vacancia.

II- Que el contrato disponga un procedimiento para la designación del nuevo fiduciario, caso en el cual habrá que estar a lo establecido en dicho contrato.

III- En el supuesto en que no exista previsión contractual o que el sustituto no hubiere aceptado, existirá la posibilidad de designación judicial de una de las entidades autorizadas de acuerdo a lo previsto en el artículo 19.²⁶⁰

14. EXTINCIÓN

El artículo 25 de la ley 24.441 dispone que: *“el fideicomiso se extinguirá por: a) El cumplimiento del plazo o la condición a que se hubiere sometido o el vencimiento del plazo máximo legal; b) La revocación del fiduciante si se hubiere reservado expresamente esa facultad; la revocación no tendrá efecto retroactivo; c) Cualquier otra causal prevista en el contrato.”*

Como puede apreciarse, las causales de extinción se regulan en la ley a través de un tipo abierto que deja oportunidad a un abanico inmenso de posibles causales, por lo que podrán ser tomadas como hipótesis válidas de extinción la terminación anticipada por imposibilidad de alcanzar los objetivos, el haber cumplido

²⁵⁹ HAYZUS, Jorge Roberto, Ob. Cit, p.160

²⁶⁰ En tal supuesto el proyecto de 1998 establece que *“Si la designación del nuevo fiduciario se realiza con intervención judicial debe ser oído el fiduciante.”* (art. 1465).

los fines del fideicomiso, la falta de fiduciario, por insolvencia patrimonial y consecuente liquidación, por acuerdo de partes, etc.

Por su parte el artículo 26 dispone que *“producida la extinción del fideicomiso, el fiduciario estará obligado a entregar los bienes fideicomitados al fideicomisario o a sus sucesores, otorgando los instrumentos y contribuyendo a las inscripciones registrales que correspondan.”*

Con respecto a la interpretación de esta norma cabe hacer una reflexión que se refiere a la situación en la que el fideicomiso haya sido revocado por el fiduciante. En este caso los bienes no le serán entregados al fideicomisario, sino al mismo fiduciante que hubiese constituido el fideicomiso.²⁶¹

15. LIQUIDACIÓN

En caso de insuficiencia patrimonial para atender a las obligaciones contraídas por el fiduciario, la ley 24.441 indica que el patrimonio fideicomitado no será susceptible de quiebra, sino de liquidación, la cual estará a cargo del fiduciario conforme lo explicitado en el inciso h del punto 10.2.2.

En este sentido el artículo 16 de la ley 24.441 dispone que: *“Los bienes del fiduciario no responderán por las obligaciones contraídas en la ejecución del fideicomiso, las que sólo serán satisfechas con los bienes fideicomitados. La insuficiencia de los bienes fideicomitados para atender a éstas obligaciones, no dará lugar a la declaración de su quiebra. En tal supuestos y a falta de otros recursos provistos por el fiduciante o el beneficiario según previsiones contractuales, procederá a su liquidación, la que estará a cargo del fiduciario, quien deberá enajenar los bienes que lo integren y entregará el producido a los acreedores conforme al orden de privilegios previstos para la quiebra; si se tratase de fideicomiso financiero regirán en lo pertinente las normas del artículo 24.”*

²⁶¹ Conf. FUNES, Saturnino J., Ob. Cit., p.98 y 99

En caso de insuficiencia patrimonial, el fideicomiso -en tanto que es un vehículo contractual y no un sujeto jurídico- no será susceptible de ser declarado en quiebra, sino que el patrimonio fideicomitado será enajenado por el fiduciario y con lo producido se desinteresará a los acreedores conforme el régimen de privilegios previsto en la ley 24.552 de Concursos y Quiebras.

Aunque la ley no lo disponga expresamente, entendemos que en función de una interpretación finalista de la ley, el fideicomiso tampoco es susceptible de ser concursado preventivamente.²⁶² Llegamos a tal conclusión, porque entendemos que cuando el legislador dice que no le será aplicable el régimen de la quiebra, se refiere en forma amplia a todo la normativa atinente al concurso y a la quiebra regulada por la ley 24.522.

El fideicomiso financiero tiene previsto un régimen diferente en caso de insuficiencia patrimonial, que será abordado en el capítulo siguiente al cual remitimos.

²⁶² Conf. MOLINA SANDOVAL, Carlos A. Ob Cit., p.304 a 306

CAPITULO IV FIDEICOMISO FINANCIERO.

FIDEICOMSIO FINANCIERO

1. INTRODUCCIÓN

Como bien lo señalan diferentes autores, esta figura “*nació como consecuencia de la necesidad de generar vehículos aptos por su profesionalidad y por una estructura que averse el riesgo de la administración de los fondos que se le confían*”²⁶³

La idea motora por la cual se termina plasmando este instituto en la ley 24.441 surge en el seno mismo de la C.N.V en el año 1993, ya que existía la intención de crear mecanismos aptos para perseguir la securitización de activos. Es así que se termina creando a los fideicomisos financieros, los cuales si bien habían sido planeados a partir de una regulación autónoma, se los termina enmarcado como subtipo dentro del concepto general de fideicomiso, sujeto a las normas generales, pero con reglas propias que lo reglamentan, atento a que son fideicomisos cuyo destino es el de servir a operaciones propias del mercado de capitales.²⁶⁴

Nuestro país no podía quedar fuera de la corriente mundial, en donde se venían desarrollando securitizaciones de activos a través de diferentes vehículos. Es por esta razón principal que se crea este tipo particular de vehículo securitizador, que sirve para aislar los bienes que a él se le transfieren, y sobre los mismos, o sobre los flujos de fondos que ellos produzcan, emitir títulos-valores, los cuales constituirán la única fuente de repago de dichos títulos, salvo que voluntariamente se adicionen otras garantías.

²⁶³ FERNÁNDEZ, Raymundo – GÓMEZ LEO, Osvaldo R., “*tratado teórico-práctico de derecho comercial IV*”, Ed. Depalma, Bs. As., 2004, p.248

²⁶⁴ LISOPRAWSKI, Silvio V., “*Securitización. Los negocios fiduciarios y el fideicomiso. Ley de financiamiento de la vivienda y la construcción*”. En el tratado de los contratos de empresa. Tomo II. Contratos bancarios, de MARTORELL, Ernesto E., Ed Depalma, 2ª ed actualizada, Bs As, 2000. p.1109

2. CONCEPTO

El fideicomiso financiero ha sido definido en el artículo 19 de la ley 24.441 como *“aquel contrato de fideicomiso sujeto a las reglas precedentes, en el cual el fiduciario es una entidad financiera o una sociedad especialmente autorizada por la Comisión Nacional de Valores para actuar como fiduciario financiero, y beneficiario son los titulares de certificados de participación en el dominio fiduciario o de títulos representativos de deuda garantizados con los bienes así transmitidos...”*

Por su parte el artículo 2 de Libro III, Capítulo XV de las normas de la CNV, t.o 2001 dispone que *“Habrá contrato de fideicomiso financiero cuando una o más personas (fiduciante) transmitan la propiedad fiduciaria de bienes determinados a otra (fiduciario), quien deberá ejercerla en beneficio de titulares de los certificados de participación en la propiedad de los bienes transmitidos o de titulares de valores representativos de deuda garantizados con los bienes así transmitidos (beneficiarios) y transmitirla al fiduciante, a los beneficiarios o a terceros (fideicomisarios) al cumplimiento de los plazos o condiciones previstos en el contrato.”*

Guastavino ensaya una definición de fideicomiso financiero, relacionándolo con la securitización, y sostiene que *“la esencia de la securitización en el esquema de los fideicomisos financieros es la posibilidad de que algunas personas (fiduciantes) transmitan a otros (fiduciarios) el dominio o titularidad fiduciaria de determinados créditos a fin de que los fiduciarios les den el destino estipulado en el contrato de fideicomiso en beneficio de los titulares de los certificados de participación (beneficiarios) emitidos por el fiduciario; dichos títulos pueden contener una participación en el fideicomiso o títulos de deuda garantizados con los bienes fideicomitados.”*²⁶⁵

Lisoprawski expresa que *“el ‘fideicomiso financiero’, sujeto a las reglas de la ley, tiene por objeto, por medio de un fiduciario profesional (entidad financiera o sociedad autorizada por la Comisión Nacional de Valores), emitir o garantizar con*

²⁶⁵ GUASTAVINO, Elías., “Fideicomisos, leasing, letras hipotecarias, y otros aspectos de la ley 24.441”. Bs. As., 1998 p.1071 citado por FERNÁNDEZ, Raymundo – GÓMEZ LEO, Osvaldo R., Ob. Cit., p.249 y 250

bienes fideicomitidos, títulos representativos de deuda o certificados de participación en el dominio fiduciario de los bienes.

Dichos títulos, por disposición expresa del citado art.19, serán considerados títulos valores y podrán ser objeto de oferta pública”²⁶⁶

3. LEY APLICABLE Y AUTORIDAD DE APLICACIÓN

Como fuera apuntado, el fideicomiso financiero se encuentra regulado en la ley 24.441. Está sujeto a las disposiciones particulares que dicha ley establece sobre el caso puntual del fideicomiso financiero; y supletoriamente se encuentra regulado por las normas que reglan al fideicomiso ordinario, en base a lo establecido en el artículo 19.

No obstante, al ser un fideicomiso destinado a servir al mercado de capitales, la ley 24.441 declara como autoridad de aplicación en el caso a la Comisión Nacional de Valores, la cual será la encargada de dictar las normas que reglamenten al instituto en cuestión.(art. 19)

Es así que tenemos diferentes Resoluciones Generales (en adelante R.G) emanadas de este cuerpo, como pueden ser las R.G 271/95; 290/97; 296/97; 367/01; 368/01, 437/03 y 447/03, encontrándose toda la regulación sobre el tema actualizada en el cuerpo de normas de la C.N.V al año 2001, en el libro III capítulo XV, el cual se encuentra publicado en la página web de la C.N.V²⁶⁷.

Dentro de las regulaciones de la C.N.V, también tendremos que analizar el Capítulo VI de Oferta Pública Primaria, el Capítulo VIII de Prospecto y el Capítulo XXI de Transparencia en el Ámbito de la Oferta Pública.

Asimismo, como se puede hacer oferta pública de los títulos-valores emitidos, es preciso tener en cuenta la regulación que contiene la ley 17.811 en lo concerniente a oferta pública de títulos-valores, y la regulación particular efectuada por el Decreto 677/2001 de Transparencia. También habrá que estar a lo dispuesto por la ley

²⁶⁶ LISOPRAWSKI, Silvio V., Ob. Cit., p.1110

²⁶⁷ <http://www.cnv.gov.ar>

21.526 de entidades financieras, para ver cuáles de estas entidades se encuentran autorizadas para desempeñar el rol de fiduciario financiero.

Por último, también debe consultarse lo expresado por el decreto 656/92 con las modificaciones introducidas por los decretos 304/95 y 749/2000, en donde se regula el régimen de calificación de riesgo de los valores emitidos.

Como puede ser observado, la regulación del tema no se encuentra contenida totalmente en una ley dictada por el congreso, por lo que resultará necesario indagar en las diferentes manifestaciones legislativas, de los diversos agentes que dictan reglas sobre el particular, sean estas leyes nacionales, decretos del ejecutivo o resoluciones de la Comisión Nacional de Valores.

4. NOTAS TIPIFICANTES.

La doctrina -en posición que compartimos- es conteste al sostener que las notas que tipifican a este instituto son dos. Por un lado el carácter especial requerido para ser fiduciario y por el otro la cualidad particular de los beneficiarios.²⁶⁸

Como primer punto es menester destacar que en el fideicomiso financiero tendremos la actuación de un fiduciario profesional, el cual debe ser una entidad financiera o una sociedad especialmente autorizada por la C.N.V

La segunda característica, estará representada por el carácter especial que revestirán los beneficiarios del fideicomiso, ya que los mismos serán inversionistas, en función de ser los tenedores de los valores fiduciarios emitidos por el vehículo en

²⁶⁸ Conf. JCivComyMinasMendoza Nro 11; 28/02/1999, "Atuel Fideicomiso S. A. c. Morales, Vicente R.": "el llamado fideicomiso financiero cuyas principales características son 1°) Que el fiduciario es: a) Una entidad financiera. o b) Una sociedad especialmente autorizada por la Comisión Nacional de Valores (R.G. N°. 271/95, Arts. 3 y 4, modif. por R.G. N°. 290/97 y 296/97) y 2°) los beneficiarios son: a) Titulares de certificados de participación o b) Titulares de títulos representativos de deuda." Publicado en www.laleyonline.com.ar (LLGran Cuyo, 2000-255)

cuestión.²⁶⁹ Atento a esto la transmisión del valor fiduciario importa transferir la calidad de beneficiario al nuevo tenedor del mismo.

Sin perjuicio de lo expresado en los acápites anteriores, Kenny sostiene que no se debe atender a la característica del fiduciario para tipificar a este tipo de fideicomiso –lo cual es un requisito más-, sino que habrá que observar si los derechos del beneficiario están incorporados en un valor mobiliario; si así ocurriera, estaríamos frente un fideicomiso financiero.²⁷⁰

5. SUJETOS

En este punto serán aplicables las consideraciones vertidas en los capítulos anteriores, por lo cual a ellos remitimos para una visión panorámica del tema.

En referencia a la relación fideicomiso ordinario–fideicomiso financiero, tendremos la intervención de los mismos sujetos, dado que el financiero se erige como un subtipo del contrato de fideicomiso en general.

Desde otra perspectiva, al ser el fideicomiso financiero un vehículo que se enmarca dentro de un proceso de securitización de activos, el resto de los partícipes enunciados en el capítulo II, podrán formar parte del negocio. En honor a la brevedad a él remitimos.

No obstante, en el caso particular de una securitización de activos a través de un fideicomiso financiero, los sujeto podrán presentar cualidades particulares, por lo que a continuación estudiaremos el tema.

5.1 EL FIDUCIANTE

El fiduciante está personificado en la entidad titular de los activos destinados a ser securitizados, y que a tal efecto los trasfiere al fiduciario.

²⁶⁹ Conf. VILLEGAS, Carlos G., “*Títulos valores y valores negociables*”, Ed. La Ley, Bs. As., 2003, p.1127; LOPEZ DE ZAVALÍA, Fernando J., “*Fideicomiso. Leasing. Letras hipotecarias. Ejecución hipotecaria. Contratos de consumición.*”, Ed. Zavalía, Bs. As., 1996 p.142/3/4

²⁷⁰ Conf. KENNY, Mario O., “*Titulización y fideicomiso financiero*”. Ed Errepar, Bs As, 2002, p.35 nota a pie 27

Su actividad es la de originante en un proceso de securitización, y por lo tanto -como se ha dicho- luego de producida la transferencia de los activos al fiduciario, el fiduciante queda ajeno al contrato, salvo que se haya reservado ciertos derechos al momento de constituirlo.

En general, suele constituirse en *servicer* de la operación, máxime si se trata de un caso de securitización de flujos futuros de fondos, por lo que la administración del patrimonio fideicomitado puede quedar en sus manos.

En cuanto a los derechos y obligaciones que gravan a este sujeto remitimos al capítulo anterior donde se ha tratado el tema. Sin embargo, debemos destacar como derecho característico del fiduciante de un fideicomiso financiero el de determinar las condiciones de emisión de los títulos-valores que se emitan.²⁷¹

5.2 EL FIDUCIARIO

Este sujeto es quien recibe la propiedad fiduciaria de manos del fiduciante y se obliga a ejercerla en favor del beneficiario y a transmitirla al cumplimiento de un plazo o condición al fideicomisario

En el caso particular del fideicomiso financiero, la tarea del fiduciario consiste en intervenir como puente entre el fiduciante-originador y los beneficiarios titulares de los valores fiduciarios., encargándose de aislar los activos y efectuar la titulación.

En síntesis, la actividad principal de este sujeto, será emitir los títulos, con respaldo en los activos que le han sido transferidos, y eventualmente colocarlos entre los inversores.

5.2.2 Obligaciones particulares del fiduciario financiero

Todas las consideraciones vertidas en torno a los derechos y obligaciones que gravan al fiduciario de un fideicomiso ordinario son plenamente aplicables al caso.

²⁷¹ LASCALA, Jorge H., “*Práctica del fideicomiso.*”, Ed. Astrea., Bs. As. 2003, p.282

Sin embargo, en el supuesto del fideicomiso financiero se generan una serie de obligaciones particulares en cabeza del fiduciario que a continuación se exponen.²⁷²

I- Emitir los valores fiduciarios: La prestación nuclear a la que se obliga el fiduciario financiero es la de emitir los valores fiduciarios, con respaldo en los activos transmitidos, y colocarlos en el mercado de inversores, sea directamente o través de un tercero mediante la suscripción de un contrato de underwriting.

II- Obtener y mantener la autorización de oferta pública: Es obligación del fiduciario obtener la autorización para realizar la oferta pública de los títulos valores que se emitan, ante la Comisión Nacional de Valores, en concordancia con las pautas expuestas por la ley 17.711 de oferta pública de títulos valores.

Asimismo, deberá mantener tal autorización hasta que los títulos emitidos se encuentren totalmente amortizados o cancelados.

III- Pago de los beneficios: el fiduciario debe atender el pago de los beneficiarios en base a las condiciones de emisión de los títulos valores contenidas en el contrato. Para ello tendrá que tener en cuenta a qué clase y serie pertenecen dichos títulos

IV- Guardar reserva de las operaciones. Atento a que el fiduciario encara una actividad de índole profesional, no puede divulgar públicamente el conocimiento que obtuviere de documentos, operaciones u otra clase de información.

5.3 LOS BENEFICIARIOS

Estos sujetos son los acreedores de los beneficios que resulten del patrimonio fideicomitado.

²⁷² En este punto seguimos a KENNY, Mario O., Ob. Cit., p.46 y 47

La particularidad que presentan los beneficiarios en el caso del fideicomiso financiero, es que no van a estar representados por una persona o grupo de personas determinadas al momento de creación del fideicomiso, sino que beneficiarios serán las personas que aparezcan como titulares de los valores fiduciarios emitidos.

Dado que, lo que los legitima como beneficiarios es la titularidad de los valores fiduciarios, la transmisión de los mismos llevará insita la transferencia de la investidura como beneficiario del sujeto cedente al cesionario.

Sin perjuicio de la fungibilidad del sujeto instaurado como beneficiario, la C.N.V decretó a través de la R.G 447/2003 que no podrán reunirse en un único sujeto las condiciones de beneficiario y fiduciario. Las razones que se aducen en el considerando de dicha resolución, es que la confusión de roles se encuentra impedida por el deber de lealtad que caracteriza la conducta del fiduciario, que le impide anteponer su interés personal en detrimento del interés de los beneficiarios. En este sentido, expresa la C.N.V, que el conflicto de intereses que podría presentarse atentaría contra el ejercicio imparcial y objetivo de la función delicada del fiduciario.²⁷³

Cabe por último señalar que los beneficiarios, en cuanto inversores en los títulos valores, podrán ser singulares o institucionales, para lo cual caben las consideraciones expresadas en el capítulo 2 relativo a este tema.

5.4 EL FIDEICOMISARIO

Este sujeto es el destinatario final de los bienes fideicomitidos, es decir, a quien le corresponde recibir los bienes fideicomitidos a la finalización del fideicomiso.

Su calificación no se ve particularizada en el caso del fideicomiso financiero, ya que la actuación del mismo coincide in totum con relación al fideicomisario de un fideicomiso ordinario.

²⁷³ Nótese que en este supuesto diferentes autores, antes del dictado de la R.G 447/2003, admitían la posibilidad de la superposición de roles entre fiduciario-beneficiario en el caso del fideicomiso financiero. Conf. KENNY, Mario O., Ob. Cit.p.67 y 68

Generalmente quien suele asumir el rol de fideicomisario es el mismo fiduciante, a quien regresan los activos fideicomitados una vez que los títulos valores emitidos han sido completamente amortizados.

6. LA REGULACIÓN DEL FIDUCIARIO FINANCIERO POR EL CUERPO DE NORMAS DE LA C.N.V.

6.1 SUJETOS HABILITADOS

Según el artículo 5 del Libro 3 Capítulo XV del cuerpo de normas de la C.N.V al año 2001, los sujetos habilitados para actuar como fiduciarios financieros serán los siguientes:

I- Las entidades financieras autorizadas para actuar como tales en función de lo dispuesto por la ley 21.526 de entidades financieras.

Esta ley dispone que las entidades habilitadas son los bancos comerciales, los bancos de inversión y las compañías financieras sobre la base de lo estipulado en los artículos 21, 22 y 24 correspondientemente.

II- Las Cajas de Valores autorizadas en los términos de la ley N° 20.643 con sus reglamentaciones.

Al efecto hay que atender al artículo 32 de dicha ley para ver que sujetos estarán habilitados para solicitar la autorización para actuar como caja (agentes bursátiles o extrabursátiles inscriptos; los mercados de valores; los bancos oficiales, mixtos o privados y las compañías financieras; la Caja Nacional de Ahorro y Seguro.)

III- Las sociedades anónimas constituidas en el país

IV- Sociedades extranjeras que acrediten el establecimiento de una sucursal, asiento u otra especie de representación suficiente -a criterio de la Comisión-

en el país, siempre y cuando acrediten que se encuentran constituidas en países con mercados de valores autorizados por un organismo extranjero reconocido por esta Comisión o en países con cuyos organismos correspondientes esta Comisión haya suscripto un memorando de entendimiento o similar.

V- El representante de los obligacionistas en los términos del artículo 13 de la Ley N° 23.576 (Obligaciones negociables)

Este sujeto es una institución financiera o una firma intermediaria en la oferta pública de valores mobiliarios que tiene a su cargo la defensa de los derechos e intereses que colectivamente correspondan a los obligacionistas durante la vigencia del empréstito y hasta su cancelación total.

6.2 REQUISITOS PARA LA INSCRIPCIÓN

Como señala la ley 24.441 en su artículo 19, las sociedades que procuren actuar como fiduciarios financieros deberán estar especialmente autorizadas para ello por la Comisión Nacional de Valores.

Este ente autárquico, dictamina , a través de sus resoluciones, cuáles serán las exigencias que deberán cumplir las sociedades que deseen actuar como fiduciarios financieros, como asimismo, los requisitos que deben estar contenidos en la solicitud de inscripción.

6.2.1 Requisitos a cumplir

La Resolución General 437/2003 modifica los requisitos exigidos para ser fiduciario financiero. Estos quedan expresados en los siguientes:

I- Poseer un patrimonio neto no inferior a dos millones de pesos (\$2.000.000). Su integración deberá acreditarse con carácter previo a la obtención de la autorización definitiva.

Se dispone asimismo, que dicho patrimonio, como mínimo, debe estar exclusivamente constituido en un cincuenta por ciento (50%) en activos líquidos, pudiendo estar el resto constituido por inmuebles.

Estos requisitos son exigidos en todo momento, so pena de declarar la caducidad de la inscripción y ordenar el cese de su actividad como fiduciario.

II- Prever en su objeto social la actuación como fiduciario.

III- Tener organización administrativa propia y adecuada para prestar el servicio ofrecido. Al efecto, agrega la disposición de la C.N.V, que a fin de dar cumplimiento a esta disposición solo podrá contratarse con terceros la prestación de los servicios de administración de los bienes fideicomitidos; y que en todos los casos el fiduciario es responsable por la gestión del subcontratante.

La solución adoptada es congruente con el carácter *intuitu personae* del contrato, ya que el fiduciante tiene especial consideración en la persona del fiduciario, y no sería aceptable que este sujeto pueda delegar todo su trabajo y no responder por las consecuencias eventuales que pudieran acontecerle al patrimonio fideicomitido.

El acatamiento de las condiciones exigidas por la C.N.V. para actuar como fiduciario financiero expuestas precedentemente, deben ser atendidas en todo momento, so pena de declarar la caducidad de la autorización y ordenar el cese de su actividad como fiduciario. (art 7. del Libro 3 Capítulo XV del cuerpo de normas de la C.N.V al año 2001).

6.2.2 Requisitos de la solicitud de inscripción

La C.N.V determina en su artículo 9 del Libro 3 Capítulo XV del cuerpo de normas de la C.N.V al año 2001, el contenido que debe poseer la solicitud de

inscripción. A continuación resumiremos estos requisitos, remitiendo al artículo 9 y 10 de dicho cuerpo normativo para un análisis mas detallado del tema.

I- Nombre o denominación de la sociedad.

II- Domicilio y sede social, que deberá coincidir con las oficinas de administración de la persona y entidad.

III- Copia del texto ordenado vigente del estatuto o del contrato social con constancia de su inscripción en el Registro Público de Comercio u otra autoridad competente.

IV- Nómina de los miembros del órgano de administración, de fiscalización y de los gerentes de primera línea, los que deberán acreditar versación en temas empresarios, financieros o contables.

V- Deberán informarse con carácter de declaración jurada los datos y antecedentes personales de los miembros de los órganos de administración, de fiscalización y gerentes de primera línea. Asimismo deberá acompañarse certificación de antecedentes judiciales

VI- Indicación del registro al que se solicita incorporación y acreditación de la decisión societaria de solicitar tal inscripción.

VII- Acreditación del patrimonio neto exigido.

VIII- Acreditación de la inscripción en los organismos fiscales y de previsión que correspondan.

IX- Cuando se subcontraten los servicios de administración el contrato de prestación de tales servicios junto con información suficiente sobre este sujeto.

6.3 DENOMINACIÓN

Conforme a lo que establece el artículo 29 del citado cuerpo normativo de la C.N.V, ninguna sociedad que no esté expresamente autorizada para actuar como fiduciario financiero podrá incluir en su denominación o utilizar de cualquier modo la expresión “fiduciario financiero” u otra semejante susceptible de generar confusión.

En este sentido la disposición señalada se asemeja a la contenida en el artículo 19 de la ley de entidades financieras que prohíbe la utilización de las denominaciones utilizadas por esa ley para personas no autorizadas. Como sanción la ley 21.526 prevé el cese de la entidad y la aplicación de las sanciones del artículo 44, sin perjuicio de las correspondientes acciones penales.

6.4 RESTRICCIONES

En los artículos 2, 4 y 8 del Libro 3 Capítulo VX del cuerpo de normas de la C.N.V al año 2001 se establecen una serie de restricciones que afectan al fiduciario, en procura de evitar conflictos de intereses.

A tal efecto, el artículo 4 del mentado cuerpo de normas dispone:

“En el caso de fideicomisos cuyo activo fideicomitado esté constituido total o parcialmente por dinero u otros activos líquidos, los respectivos fiduciarios no podrán adquirir para el fideicomiso:

a) *Activos de propiedad del fiduciario o respecto de los cuales el fiduciario tenga, por cualquier título, derecho de disposición o*

b) *Activos de propiedad o respecto de los cuales tengan, por cualquier título, derecho de disposición, personas que:*

b.1) *Fueren accionistas titulares de más del DIEZ POR CIENTO (10%) del*

capital social del fiduciario o

b.2) *Que tuvieren accionistas comunes con el fiduciario cuando tales accionistas posean en conjunto más del DIEZ POR CIENTO (10%) del capital social de una o de otra entidad o de las entidades controlantes de uno o de otro.*

La restricción mencionada no se aplicará cuando:

c) *El activo haya sido individualizado con carácter previo a la constitución del fideicomiso*

d) *El precio del activo a ser adquirido haya sido establecido con carácter previo a la constitución del fideicomiso y*

e) *Las circunstancias referidas en los incisos c) y d) así como la titularidad del activo y, en su caso, la vinculación entre el fiduciario y el transmitente hayan sido claramente informadas en el prospecto correspondiente.*

Cuando el fiduciario pueda o se proponga adquirir para el fideicomiso activos de propiedad o respecto de los cuales tengan derecho de disposición personas jurídicas con una participación accionaria menor a la indicada en los apartados b.1) y b.2) de este artículo, esta circunstancia deberá ser informada en forma destacada en el prospecto.”

Como claramente se indica en los considerandos de la R.G 296/97, esta resolución se dicta para regular fideicomisos constituidos sobre dinero, a fin de asegurar la existencia de oposición de intereses que garantice su imparcialidad; con este fin debe preverse el caso de que los activos a adquirir pertenezcan al fiduciario.

En síntesis, lo que se pretende es que el fiduciario no saque provecho personal de su calidad de fiduciario, actuando en contra de los intereses del patrimonio fideicomitado.

A pesar de la nobleza tuitiva consagrada en esta norma, la misma no es ajena a las críticas de la doctrina. A tal efecto, Kiper y Lisoprawski sostienen que la primera parte del artículo es razonable y coherente con la imposibilidad jurídica del fideicomiso unilateral. Y a su vez, es preventiva del potencial conflicto de interés en caso de adquisición de bienes para el fideicomiso provenientes del patrimonio general del fiduciario o personas vinculadas a él.

No obstante, la crítica se le efectúa a la segunda parte del mentado artículo, ya que al preceptuar una serie de excepciones lo que se está haciendo es violar

la prohibición dispuesta por el artículo 7° de la ley 24.441 que expresamente prohíbe al fiduciario adquirir para sí los bienes fideicomitidos.²⁷⁴

Por su parte, la restricción establecida en el artículo 8° se refiere a la imposibilidad por parte de fiduciante y fiduciario de tener accionistas comunes que en conjunto posean el 10 % o más del capital de las sociedades fiduciantes, fiduciaria o sus controlantes.

El fiduciario tampoco podrá ser sociedad vinculada al fiduciante o a accionistas que posean más del 10 % del capital fiduciante.

La regulación que se realiza sobre el tema está enderezada a evitar fraudes a la disposición contenida en el artículo 3° que prohíbe los fideicomisos unilaterales.

A pesar de los fines loables de la disposición expuesta *ut-supra*, Kenny entiende que la norma no es legítima, ya que implica establecer por vía administrativa una incapacidad de derecho que sólo puede tener por fuente la ley. Por eso, advierte que la solución coherente hubiera sido establecer la obligación de informar claramente en el prospecto de emisión la existencia o no de tales supuestos y no limitar la capacidad de acción, como efectivamente se hizo.²⁷⁵

Por último, del artículo 2° se desprenden dos restricciones. Una es que no pueden reunirse en un solo sujeto las calidades de fiduciante y fiduciario. Este tema será tratado a posteriori.

La otra restricción obedece al agregado que se realizó con el dictado de la R.G 447/03, donde se establece que tampoco podrán reunirse en un único sujeto las condiciones de fiduciario y beneficiario.

²⁷⁴ KIPER, Claudio M – LISOPRAWSKI, Silvio V, “*Teoría y práctica del fideicomiso*”, 2ª ed. Ed Depalma, Bs. As, 2002, p.67 y 68

²⁷⁵ KENNY, Mario O., Ob. Cit,p.40

7. REQUISITOS DEL CONTRATO DE FIDEICOMISO FINANCIERO

En el artículo 4° de la ley 24.441, como se analizó en el capítulo anterior, se preceptúan una serie de requisitos que debe contener el contrato de fideicomiso. Sintéticamente las exigencias que se desprendían de dicha norma eran: la individualización de los bienes; la determinación del modo de incorporar otros bienes; el plazo o condición a que se sujeta el fideicomiso; el destino de los bienes a su finalización; los derechos y obligaciones del fiduciario y su modo de sustituirlo.

Sin embargo, las exigencias en el caso del fideicomiso financiero, no se agotan en la expuestas en el acápite anterior. Por el contrario el artículo 11 del Libro 3 Capítulo XV del cuerpo de normas de la C.N.V al año 2001, establece una serie de requisitos que deberán ser cumplidos amén de los exigidos por el anexo I del citado cuerpo de normas.

Los requisitos entonces son:²⁷⁶

- I- La identificación
 - i. Del fiduciante, fiduciario y fideicomisario
 - ii. Del mismo fideicomiso
 - iii. La utilización de la designación fideicomiso financiero, debiendo agregar la designación que permita individualizarlos.
- II- Procedimiento para la liquidación del fideicomiso
- III- La obligación del fiduciario de rendir cuentas y el procedimiento a seguir.
- IV- La remuneración del fiduciario

²⁷⁶ En el anexo I del Libro 3 Capítulo XV del cuerpo de normas de la C.N.V al año 2001, se da una síntesis de los términos y condiciones del fideicomiso. Estos quedan expresados en los siguientes: a) La individualización del o los fiduciantes, fiduciarios y fideicomisarios; b) La identificación del fideicomiso; c) La individualización de los bienes objeto del contrato, o en su defecto los requisitos que deberán reunir; d) La determinación del modo en que otros bienes podrán ser incorporados; e) Los plazos o condiciones a que se sujeta el dominio fiduciario; f) El destino de los bienes a la finalización del fideicomiso; g) Los derechos y obligaciones del fiduciario; h) Los términos y condiciones de emisión de los valores fiduciarios; i) Descripción de los valores fiduciarios; j) En su caso mecanismos mediante los cuales se garantizare el pago de los servicios de renta y amortización; k) Calificaciones otorgadas, cuando corresponda, a los valores fiduciarios; l) Régimen de comisiones y gastos; m) Las leyendas aplicables.

V- Los términos y condiciones de emisión de los valores fiduciarios.

Mención aparte merece el caso de la exigencia de calificación de riesgo de los títulos-valores por parte de agencias autorizadas para ello.

El artículo 1° del decreto 656/92 exigía la presentación de dos calificaciones de riesgo para que la C.N.V autorizase la emisión de títulos-valores privados representativos de deuda.

Esta exigencia queda desvirtuada con el dictado del decreto 749/00 que elimina la necesidad de calificar los valores, siendo facultativo para las partes el realizarlo.

No obstante, se prevé que en el caso en que no hubiere dos calificaciones, esta situación debe ser advertida en el prospecto de emisión u otra publicidad, a tenor de lo dispuesto por el artículo 32 del citado decreto. Asimismo, se establece en el artículo 33 que los emisores, que en forma voluntaria, soliciten el servicio de calificación de riesgo deberán mantenerlo hasta su cancelación total, salvo consentimiento unánime de los tenedores de los valores negociables.

Remitimos al capítulo de securitización, donde se ha abordado la cuestión.

8. LA CESIÓN DE CRÉDITOS

Un tema de gran relevancia en el caso del fideicomiso financiero es el de la cesión de los créditos que respaldan la operación efectuada por el fiduciante al fiduciario.

La importancia que reviste la cuestión es de tal entidad, que si no fuera por la especial contemplación del tema al cual refieren los artículos 70, 71 y 72 de la ley 24.441, la praxis de este negocio se vería frustrada ante la imposibilidad fáctica de anotar a todos los deudores cedidos.

Para adentrarnos en el punto, señalamos que el artículo 12 de la ley 24.441 establece que *“el carácter fiduciario del dominio tendrá efecto frente a terceros*

desde el momento en que se cumplan las formalidades exigibles de acuerdo a la naturaleza de los bienes cuando éstos no sean cosas.”

A tal efecto, el Código Civil exige en el caso de cesiones de créditos la cesión del documento donde está instrumentado (art. 1457) y la notificación al deudor cedido (art.1459).

No obstante, este régimen general, es modificado por los artículos 70, 71 y 72 de la ley 24.441.

El primero de los artículo establece *que “se aplicarán las normas de este artículo y de los artículos 71 y 72 cuando se cedan derechos como componentes de una cartera de créditos para:*

- a) **Garantizar la emisión de títulos valores mediante oferta pública;***
- b) Constituir el activo de una sociedad, con el objeto de que ésta emita títulos valores ofertables públicamente y cuyos servicios de amortización e intereses estén garantizados con dicho activo;*
- c) Constituir el patrimonio de un fondo común de créditos.”*

Por su parte, el artículo 71 agrega que *“La cesión prevista en el artículo anterior podrá efectuarse por un único acto, individualizándose cada crédito con expresión de su monto, plazos, intereses y garantías. En su caso, se inscribirá en los registros pertinentes.*

Los documentos probatorios del derecho cedido se entregarán al cesionario o fiduciario o, en su caso, a un depositario o al depositario del fondo común de créditos.”

Finalmente, el artículo 72 expresa: *“en los casos previstos en el artículo 70:*

- a) No es necesaria la notificación al deudor cedido siempre que exista previsión contractual en tal sentido. La cesión será válida desde su fecha;*
- b) Sólo subsistirán contra el cesionario la excepción fundada en la invalidez de la relación crediticia o el pago documentado anterior a la fecha de cesión;*
- c) Cuando se trate de una entidad financiera que emita títulos garantizados por una cartera de valores mobiliarios que permanezcan depositados en*

ella, la entidad será el propietario fiduciario de los activos. Sin embargo los créditos en ningún caso integrarán su patrimonio.”

De lo expuesto en los artículos precedentes, se puede extraer que en el caso particular del fideicomiso financiero será factible la cesión de créditos sin el requisito de la notificación al deudor cedido, siempre, claro está, que exista previsión contractual al respecto.

Debemos remarcar, no obstante, que si bien esta posibilidad que otorga la ley implica un gran avance en el desarrollo de la securitización de activos, la exigencia de previsión contractual para realizar la cesión es criticado por algunos autores, que consideran que es un requisito no razonable, ya que no permite su aplicación a créditos en los cuales tal situación no fue prevista.²⁷⁷

Asimismo, no podemos dejar pasar la oportunidad de hacer una breve mención al caso de la cesión de las letras hipotecarias.

Las mismas son emitidas por el deudor y constituyen un modo de instrumentar un crédito hipotecario, que a tenor del artículo 37 de la ley 24.441, representan un derecho autónomo, ya que extinguen por novación la obligación que era garantizada por la hipoteca.

En cuanto a su régimen de transmisión, el artículo 40 dispone que se transmitan por endoso nominativo que se hará en el lugar habilitado para ello en el título o en su prolongación, debiendo constar la fecha y el nombre del endosatario, quien podrá volver a transmitir el título bajo las mismas formas. A posteriori, el artículo indica que no será necesaria la notificación al deudor.

Vemos entonces, que a través de este mecanismo se pueden obviar engorrosos tramites de instrumentación y registro que desvirtuarían la operación.

²⁷⁷ Conf. KENNY, Mario O., Ob. Cit., p.87 nota a pie 77

9. CONSTITUCIÓN UNILATERAL

El problema de la constitución unilateral del fideicomiso, viene signada por el interrogante de saber si es compatible la asunción de los roles de fiduciante y fiduciario por una misma persona.

En el marco legal argentino, contamos con las Resoluciones Generales de la Comisión Nacional de Valores que se expiden sobre el tema en el caso particular del fideicomiso financiero. En primer término la R.G 271/95 aceptó la posibilidad de constitución unilateral del fideicomiso. Luego con el dictado de la R.G 290/97 se prohibió. Por último, la R.G 296/97, da forma final a la composición legislativa de la C.N.V prohibiendo la constitución unilateral, pero dejando continuar a los fideicomisos que así se hubiesen constituido, hasta el vencimiento del plazo de los mismos. Esta última forma de reglamentación se encuentra actualmente vigente en el cuaderno de normas de la C.N.V al año 2001.

El hilo argumentativo sostenido por la doctrina nacional para refutar la posibilidad de constitución de un fideicomiso unilateral, reside en la base misma de la institución, en su naturaleza contractual, que como tal requiere la concurrencia de dos voluntades diferentes que vengán a manifestarse a fin de generar un acuerdo que regle sus derechos.

En tanto el fideicomiso financiero reconoce su fuente generadora en un contrato²⁷⁸, no podría sino concluirse que se requiere, a tenor de lo dispuesto por el artículo 1 de la ley 24.441, de fiduciante y de fiduciario.

Al respecto, Hayzus nos da una pauta muy ilustrativa, al decirnos que “*la ley 24.441 es concluyente en ese sentido: nadie puede contratar consigo mismo ni transferir bienes ‘de la mano izquierda a la derecha’, por más que quiera constituirse en fiduciario respecto de esos bienes.*”²⁷⁹

²⁷⁸ Conf. KIPER, Claudio M – LISOPRAWSKI, Silvio V, Ob. Cit, p.55; KENNY, Mario O.,p.73. En contra LASCALA, Jorge H., Ob. Cit., p.274 y ssgts.

²⁷⁹ HAYZUS, Jorge Roberto. “*Fideicomiso*”, Ed Astrea, Bs. As., 2000, p.116

Hay autores como Villegas que, contrariamente de lo hasta aquí sostenido, han expresado que *“de ningún modo está prohibido que el fiduciante pueda ser al mismo tiempo, fiduciario... Lo que ocurrirá en este caso es que el fiduciante en vez de ‘transferir’ bienes los ‘separa’ de su patrimonio y con ello constituye el fideicomiso.”*²⁸⁰ No obstante, debemos remarcar que la doctrina mayoritaria es conteste al sostener la posición a la cual nosotros adherimos.²⁸¹

Ahora bien, como se expuso anteriormente, la Comisión Nacional de Valores ha reglamentado esta situación disponiendo diferentes consecuencias, algunas de ellas en exceso de sus poderes delegados, ya que no podría por vía reglamentaria contrariar la naturaleza misma de la ley.

En efecto, en el año 95 la C.N.V dicta la R.G 271/95 en la cual dispone a través de su artículo segundo que *“podrá constituirse fideicomiso financiero por acto unilateral, en el cual coincidan las personas del fiduciante y del fiduciario; cuando se solicite autorización de oferta pública de los certificados de participación en el dominio de los bienes transmitidos o de los títulos-valores representativos de deuda garantizados con los bienes fideicomitados.”*

En los considerandos de dicha resolución se deja plasmado que tal decisión se adopta en base a que la ley 24.441 no prohíbe la constitución por acto unilateral, por lo que resulta oportuno prever esta posibilidad para los fideicomisos financieros, en especial a la luz de la práctica internacional en procesos de titulación de activos.

Es claro que la C.N.V no tuvo en cuenta las ideas expuestas ut-supra a las cuales hemos adherido, que sirven de base para refutar tal posibilidad.

²⁸⁰ VILLEGAS, Carlos G., *“Operaciones bancarias”*, Tomo II, Ed Rubinzal-Culzoni, Sta Fe, 1996, p. En igual sentido MARTÍN, Julián A. – ALCHOURON, Juan M. (Colaborador en aspectos jurídicos no tributarios) *“Securitización. Fideicomiso. Fondos de Inversión. Leasing. Tratamiento impositivo”*, Ed. Price Waterhouse, Bs. As., 1996, p. 141 Martín entiende que cuando se hace referencia a “otro” se alude a otro patrimonio, y no necesariamente a otra persona.

²⁸¹ Conf. KIPER, Claudio M – LISOPRAWSKI, Silvio V, Ob. Cit, p.54 y ssgts.; HAYZUS, Jorge Roberto. Ob. Cit., p.116; MALUMIÁN, Nicolás; DILOTTI, Adrián; GUTIÉRREZ, Pablo., *“Fideicomiso y Securitización. Análisis legal, fiscal y contable”*. Ed La Ley, Bs As, 2001, p.26 Y 28

Posteriormente, en el año 1997 se dicta la R.G 290/97 por la cual se prohíbe la constitución de los fideicomisos unilaterales. Finalmente, la norma quedó redactada de la siguiente manera: *“no podrán constituirse fideicomisos, por acto unilateral, entendiéndose por tales aquellos en los que coincidan las personas del fiduciante y del fiduciario. Los fideicomisos unilaterales actualmente existentes tendrán plazo hasta el 1 de julio de 1998 para proceder a la sustitución del fiduciario, salvo que el plazo por el que el fideicomiso hubiera sido constituido fuese menos, en cuyo caso toda extensión de dicho plazo deberá efectuarse previa la sustitución del fiduciario a efectos de conferir lo dispuesto en el presente artículo”*

Ahora sí la C.N.V había actuado conforme a derecho, no obstante, meses más tarde, con el dictado de la R.G 296/97 se queda a mitad de camino, ya que si bien sostiene la prohibición instaurada por la R.G 290/97, se le otorga validez a los fideicomisos ya instaurados, permitiéndoles continuar hasta el vencimiento de duración de los plazos para los cuales fueron constituidos.

En efecto, la norma quedó redactada de la siguiente manera²⁸²: *“No podrán constituirse fideicomisos por acto unilateral, entendiéndose por tales aquellos en los que coincidan las personas del fiduciante y del fiduciario.*

Los fideicomisos actualmente existentes y con certificados de participación y/o valores representativos de deuda ya emitidos, podrán continuar hasta el vencimiento de los plazos de duración para los cuales fueron autorizados en cada caso.

Cuando se hubieren autorizado programas de fideicomisos que previeren la constitución de fideicomisos por acto unilateral, las series no emitidas al 1º de agosto de 1997 deberán adecuarse a la prohibición establecida en este artículo, a cuyo efecto la designación del nuevo fiduciario se hará constar en el pertinente suplemento del prospecto, correspondiente a la primera serie que se emita a la fecha a partir de la fecha mencionada.”

²⁸² Téngase en cuenta que con el dictado de la R.G 447/03 se le hace un aditamento a la letra de este artículo agregándosele al final del primer párrafo la cita *“ni podrán reunirse en un único sujeto las condiciones de fiduciario y beneficiario.”* Esto en nada afecta la redacción anterior con respecto al tema aquí tratado, pero se debe remarcar que la C.N.V dejó pasar esta oportunidad para redactar la norma correctamente, como lo estuvo la R.G 290/97 según lo expuesto anteriormente.

Como señalan Kiper y Lisoprawski esta excepción contraría la naturaleza misma del fideicomiso. Así la voluntad reglamentadora de la C.N.V, persiga fines loables, en un problema de intereses versus un problema de derecho, debe primar el derecho por sobre los intereses privados de las partes. En síntesis, la solución debe basarse en que un fideicomiso unilateral, constitutivamente no es un fideicomiso, por más reglamentaciones sobre el tema que realice la Comisión Nacional de Valores.²⁸³

10. LOS VALORES FIDUCIARIOS

Como se ha visto, el fideicomiso financiero, es un vehículo apto para securitizar activos. A estos fines, recibidos los bienes en fideicomiso, el fiduciario financiero emite sobre la renta que producen estos bienes, certificados de participación en la propiedad fiduciaria, o títulos de deuda garantizados con los bienes así transmitidos.

Como veremos ahora, estos títulos fiduciarios corresponden a la naturaleza de los llamados valores negociables.

10.1 LOS VALORES NEGOCIABLES

Los valores negociables son títulos valores con características especiales surgidas de su misma naturaleza jurídica.

Decimos que son títulos valores ya que son derechos de índole patrimonial incorporados a un sustento físico, sea este un documento o una anotación en cuenta, y que están dotados de los caracteres de autonomía y literalidad.

No obstante, se diferencian de los valores de creación individual, por ser emitidos en serie y estar predispuestos para una actuación en el mercado de capitales.

Su conceptualización ha sido el fruto del continuo desarrollo de los diferentes instrumentos, por lo que bajo el temor de esbozar una definición que deje

²⁸³ Conf. KIPER, Claudio M – LISOPRAWSKI, Silvio V, Ob. Cit, p.65, 66 y 67

afuera a algunos de estos, se ha preferido caracterizarlos dejando en evidencia las notas que los tipifican, antes que dar un concepto rígido y excluyente. Esta decisión adoptada se potencia por el hecho de no estar los títulos valores sometidos a un *numerus clausus*, por lo cual será plenamente legítima la creación de valores atípicos, siempre que se respeten los requisitos que hacen a la naturaleza de los mismos.

En efecto, el decreto 677/2001 dispone que se entenderá por valores negociables a *“los ‘títulos valores’ mencionadas en el artículo 17 de la ley N° 17.811 y sus modificatorias, emitidos tanto en forma cartular así como a todos aquellos valores incorporados a un registro de anotaciones en cuenta incluyendo, en particular, a los valores de crédito o representativos de derechos creditorios, a las acciones, a las cuotas partes de fondos comunes de inversión, a los títulos de deuda o certificados de participación de fideicomisos financieros o de otros vehículos de inversión colectiva y, en general, a cualquier valor o contrato de inversión o de derechos de crédito homogéneos y fungibles, emitidos o agrupados en serie y negociables en igual forma y con efectos similares a los títulos valores, que por su configuración y régimen de transmisión sean susceptibles de tráfico generalizados e impersonal en los mercados financieros. Son aplicables a los valores negociables todas las disposiciones de la ley 17.811 y sus modificaciones relativas a los títulos valores.”*²⁸⁴

De acuerdo al artículo transcrito precedentemente se pueden inferir los requisitos que caracterizan a los títulos como valores negociables. Estos son:

- I- Ser valores homogéneos y fungibles.
- II- Ser emitidos o agrupados en serie (en contraposición de los instrumentos de creación individual como lo son los cheques, letra de cambio, etc).
- III- Ser negociables, como lo son el resto de los títulos valores.
- IV- Por su configuración y régimen de transmisión deben ser susceptibles de tráfico generalizados e impersonal en los mercados financieros. (De aquí surge que están predispuestos para servir al mercado de capitales).

²⁸⁴ El destacado es nuestro

El citado Decreto, conocido como Ley de Transparencia, indica en sus considerandos que se adopta así un concepto más cercano al de "*security*"²⁸⁵ del derecho anglosajón y más común a la realidad económica de los mercados de capitales internacionales, superando el carácter formalista que predominaba en el viejo concepto de "título valor".

Por otro lado, agrega que el nuevo concepto de "valor negociable", instaurado a través de este decreto, será abarcativo de los valores escriturales o anotados en registros contables, modalidad casi excluyente cuando se trata de valores emitidos o agrupados en serie en el mercado de capitales.

10.2 LA CIRCULACIÓN DE LOS TÍTULOS. EL MERCADO PRIMARIO Y EL SECUNDARIO.

Como ha sido analizado, en un proceso de securitización intervienen un gran número de personas, por lo que no llega a existir un contacto directo entre la entidad originante de los activos a securitizar y los inversores particulares que adquieren los valores emitidos.

En la praxis de este negocio se genera un entramado de relaciones jurídicas, que se caracterizan y se tipifican según el orden del mercado en donde actúen. Al efecto, vemos que se conforman dos mercados diferenciados, el primario y el secundario, los cuales están concatenados de una manera lógica en su ámbito de generación.

En primer lugar tendremos al mercado primario, en el cual los negocios jurídicos, que dentro de su marco se realicen, tendrán por objeto la emisión de valores o la colaboración en las actividades de emisión. En este sentido, los negocios afectan a nuevos títulos que se sitúan por primera vez en el mercado de valores.²⁸⁶ Ejemplo de los

²⁸⁵ Para ahondar en el concepto de *security* del derecho angloamericano remitimos a la siguiente obra, donde se detalla la conceptualización hecha por la *Security Act of 1933. Sec 2, la Security and Exchange Act of 1934 Sec 3.* y las elaboraciones pretorianas de la Corte Suprema de los EE.UU. VILLEGAS, Carlos M – VILLEGAS, Carlos G., "*Aspectos legales de las finanzas corporativas*". Ed. Dykinson., Madrid, España., 2001, p.50 y ss.

²⁸⁶ VILLEGAS, Carlos G., "*Títulos valores y valores negociables*"., Ed. La Ley, Bs. As., 2003, p.927

negocios que se generan en este mercado son: la emisión de valores, la suscripción de un contrato de *underwriting*, el contrato de organización, etc.

Remitimos al capítulo 2 donde se ha analizado la actuación del *underwriter* y del agente organizador en un proceso de securitización de activos.

Por su parte, en el mercado secundario, lo que se hace es negociar sobre los títulos valores ya emitidos y negociados en el mercado primario. En este mercado, los inversores desconocen la identidad del deudor y del acreedor, por lo que se debe acompañar la emisión de los títulos de una información adecuada, a través de calificadoras de riesgo, auditorías, prospectos de emisión, etc.²⁸⁷

Como apunta Ross, dentro de este mercado existen dos tipos, el de operadores y el de subastas. En el primero se efectúan las llamadas operaciones de ventas sobre el mostrador, realizándose la mayoría de las operaciones a través de medios electrónicos. Lo que los distingue es, que mientras que el mercado de subastas tiene una ubicación física (la bolsa), en el mercado de operadores las ventas se canalizan por medio de intermediarios. Asimismo, el principal propósito de un mercado de subastas es coordinar entre sí a vendedores y compradores, cumpliendo los agentes un papel muy limitado.²⁸⁸

Lo que especialmente se tendrá en cuenta en la comercialización de los valores en este mercado, serán las características de rentabilidad, liquidez y seguridad²⁸⁹ que posean los mismos, ya que en definitiva el valor de mercado de estos títulos estará dado en función de su aceptación por parte de los inversores, la cual se verá influenciada por dichas variables.

La liquidez de los títulos que se transijan en este mercado, estará dada por la facilidad de realización del título, es decir, la inmediata enajenación de un determinado papel, para tener el dinero efectivo o adquirir otro papel.

²⁸⁷ Conf. LORENZETTI, Ricardo Luis, "*Tratado de los contratos*". Tomo III, Ed Rubinzal-Culzoni, Santa Fe, 2000, p.341 y 342

²⁸⁸ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JORDAN, Bradford D., "*Fundamentos de finanzas corporativas*" 5ª ed, Ed. McGraw-Hill Interamericana 2ª ed. en español, México D.F., 2000, p.18 y 19

²⁸⁹ VILLEGAS, Carlos G., "*Títulos valores.. Ob. Cit.*", p.879

Por último, es imprescindible recordar que en la comercialización de los títulos, en función de ser el objeto de dicho negocio un título-valor, y por lo tanto autónomo, los derechos que adquieran los nuevos tenedores, no serán derivados, sino autónomos.

10.3 CLASES DE VALORES FIDUCIARIOS

Los valores negociables que se emiten con motivo del fideicomiso financiero en un proceso de securitización de activos pueden obedecer a dos modalidades diferentes según surge del artículo 19 de la ley 24.441.

Pueden ser a) certificados de participación en el dominio fiduciario o b) títulos representativos de deuda garantizados con los bienes transmitidos.

Realizada esta introducción, veremos ahora las particularidades de cada uno de estos instrumentos.

10.3.1 CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

10.3.1.1 Conceptualización

Estos títulos valores se corresponden con los *“equity instruments”*, que otorgan al inversor una suma variable que depende de los ingresos del emisor. En este sentido, decimos que representan a su tenedor el derecho de participación en los resultados derivados de la operatoria del fideicomiso .

Según una interpretación literal de la letra del artículo 19, se podría arribar a la conclusión que estos certificados otorgan una cuota de condominio en la propiedad fiduciaria. No obstante, esta afirmación es incorrecta; al efecto López de Zavalía expresa que *“con lo de ‘certificados de participación’ la ley ha querido referirse ambiguamente a títulos valores que pueden apuntar a diversas finalidades y*

que tienen en común el representar algo similar al 'equitable estate' anglosajón.²⁹⁰, agregando que, “ ‘participación en el dominio’ fiduciario es una expresión elíptica que debe ser entendida en el sentido de ‘participación en equidad respecto al dominio fiduciario, participación que contrabalancea el dominio fiduciario’²⁹¹”.

En síntesis, nos inclinamos por sostener que el derecho que confieren estos instrumentos es de carácter creditorio²⁹², teniendo como característica tipificante que otorgan una cuota de rentabilidad variable que se ajustará al desempeño de la cartera fideicomitada, por lo que los riesgos correrán por cuenta del beneficiario tenedor de los títulos-valores en proporción con los fondos por el aportados.²⁹³

10.3.1.2 Derechos que confieren

Como indicáramos precedentemente, los certificados de participación otorgan un derecho de carácter creditorio sobre los resultados del patrimonio fideicomitado.

No obstante, la estructuración de los derechos que le corresponden a los tenedores de estos certificados dependerá en función de lo que se haya establecido en el acuerdo de emisión. Así tendremos que a través de los mismos se le puede acordar a su titular un derecho sobre los rendimientos; sobre una cuota de propiedad; o sobre los rendimientos y una cuota del importe de la venta.²⁹⁴

La manera de acordarse estos derechos dependerá de cómo se estructure la emisión, de la subordinación a la cual estén sometidos, de la periodicidad de liquidación, del porcentaje acordado, y de otras variables que puedan llegar a plasmarse en el acuerdo de emisión.

²⁹⁰ LÓPEZ DE ZAVALÍA, Fernando., “Fideicomiso. Leasing. Letras hipotecarias. Ejecución hipotecaria. Contratos de consumición”. Ed Zavalía, Bs. As., p.156

²⁹¹ *Ibidem*

²⁹² Conf. PUFILATO, Gladis J. “Fideicomiso financiero”, en Tratado teórico práctico de fideicomiso, Maury de González, Beatriz (Dir), Ed AD-HOC, Bs As 1999, p.306

²⁹³ MARTÍN, Julián A. – ALCHOURON, Juan M. (Colaborador en aspectos jurídicos no tributarios), Ob. Cit, p.34 y 35; Agregan estos autores que la inversión efectuada por el tenedor de esta clase de títulos asumirá el riesgo del resultado que surja de la operatoria de securitización, el cual es independiente del rendimiento de la inversión de los títulos de deuda.

²⁹⁴ LISOPRAWSKI, Silvio V., Ob. Cit., p.1111

Asimismo, se puede emitir certificados de participación residual, los cuales son emitidos por el fiduciario para darle un destino final a los bienes fideicomitidos. Su dinámica es expuesta por Martín, quien nos enseña *que “luego de extinguidas las deudas...,de haberse pagado todos los gastos inherentes al fideicomiso y de distribuirse la participación a que tiene derecho el beneficiario de las utilidades del fideicomiso, el fiduciario efectuará, contra la presentación del certificado de participación residual, la distribución del remanente de los bienes fideicomitidos en las proporciones correspondientes.”*²⁹⁵

En definitiva, la estructuración de los certificados será acorde a las necesidades de los agentes y las demandas del mercado, disponiéndose la gran maleabilidad y flexibilidad de estos valores, para la creación de títulos a medida para los diferentes demandantes de fondos en el mercado de capitales.²⁹⁶

10.3.1.3 Emisor

En el caso de los certificados de participación el emisor de los mismos sólo puede ser el fiduciario, a tenor de lo dispuesto por el artículo 21 de la ley 24.441

En este aspecto se diferencian de los títulos de deuda, los cuales pueden ser emitidos por otros agentes, y esto tiene su lógica en que el único que puede autorizar una participación en los bienes fideicomitidos es su dueño, es decir el fiduciario.

10.3.1.4 Requisitos

Los requisitos exigidos para estos títulos valores están consagrados en el artículo 15 del Libro 3 Capítulo XV del cuerpo de normas de la C.N.V al año 2001, el cual a su vez realiza una remisión al artículo 12 del mismo cuerpo normativo. Estos requisitos son:

²⁹⁵ MARTÍN, Julián A. – ALCHOURON, Juan M. (Colaborador en aspectos jurídicos no tributarios), Ob. Cit, p.35

²⁹⁶ Conf. MALUMIÁN, Nicolás; DIPLOTTI, Adrián; GUTIÉRREZ, Pablo., Ob. Cit., p.153

- I- Denominación social, domicilio y firma del representante legal o apoderado del emisor o del fiduciario, en su caso.
- II- Identificación del fideicomiso al que corresponden.
- III- Monto de la emisión y de los valores representativos de deuda emitidos
- IV- Clase, número de serie y de orden de cada valor negociable.
- V- Garantías y/u otros beneficios otorgados por terceros en su caso.
- VI- Fecha y número de la resolución de la Comisión mediante la cual se autorizó su oferta pública.
- VII- Plazo de vigencia del fideicomiso.
- VIII- Enunciación de los derechos que confieren y medida de la participación en la propiedad de los bienes fideicomitidos que representan.
- IX- La leyenda: *"Los bienes del fiduciario no responderán por las obligaciones contraídas en la ejecución del fideicomiso. Estas obligaciones serán exclusivamente satisfechas con los bienes fideicomitidos, conforme lo dispone el artículo 16 de la Ley N° 24.441"*.

10.3.1.5 Forma

El artículo 21 de la ley 24.441 dispone que los certificados de participación pueden ser emitidos al portador o nominativos, endosables o no, o escriturales, conforme el artículo 8 y concordantes de la ley 23.576 (con las modificaciones de la ley 23.962); agrega más adelante que *"podrán emitirse certificados globales de los certificados de participación, para su inscripción en regímenes de depósito colectivo. A tal fin se considerarán definitivos, negociables y divisibles."*

De la letra del artículo citado, se puede inferir que la emisión de los títulos puede serlo tanto de forma cartular, como escritural.

La forma cartular se corresponde con las primeras expresiones de títulos de créditos, que implicaban la materialización del derecho en un documento, el cual era plenamente transigible por las partes.

En la forma escritural, el elemento físico no desaparece, sino que se modifica, ya que el derecho de las partes no va a estar representado por un documento que ellos poseen, sino por las anotaciones en cuenta que son llevadas por la entidad designada para ello. En nuestro país, generalmente se hace a través de La Caja de Valores, sin perjuicio que pueda designarse otra entidad para llevar adelante al encargo, como pueden serlo bancos, autoridades depositarias, etc.

Hoy en día, como bien apunta Villegas, la mayoría de los valores que se negocian en los mercados de capitales del mundo se realizan por medio de este sistema escritural, y principalmente a través de medios informáticos, que permiten operar en tiempo real.²⁹⁷

Asimismo, este sistema permite la transacción en diversos mercados mundiales en el marco de un mundo globalizado. A tal efecto Bauzá señala que *“La Caja de Valores ha realizado acuerdos con Cedel-Euroclear, y a través de este sistema, mantiene contactos con la Depositary Trust Company (DTC) en Nueva York. Este arreglo facilita las transferencias y pagos internacionales de los títulos, y permite que las emisiones sean colocadas simultáneamente en Argentina, Europa y Estados Unidos.”*²⁹⁸

Los artículos 16 y 17 del Libro 3 Capítulo XV del cuerpo de normas de la C.N.V. al año 2001 establecen una exigencia formal vinculada con la publicación e información de los términos y condiciones del fideicomiso. Al respecto, disponen que si los títulos fueren emitidos en forma cartular, deberá transcribirse en el reverso del instrumento una síntesis de los términos y condiciones del fideicomiso, confeccionada

²⁹⁷ Conf. VILLEGAS, Carlos G., *“Títulos valores.. Ob. Cit., p.30y 31*

²⁹⁸ BAUZÁ, Roberto P., *“Asset securitization in Argentina”* en el Derivates Report March 2001 Vol 2 N° 7 En su original : *“Caja de Valores has entered into agreements with Cedel-Euroclear, and through this system, it maintains links with the Depositary Trust Company (DTC) in New York. This arrangement facilitates international transfers and settlement of the securities and allows issues to be placed simultaneously in Argentina, Europe, and the U.S.”* Publicado en www.allendebrea.com.ar

de acuerdo a lo dispuesto en el Anexo I. En cambio si se adoptara la forma escritural, esta exigencia se dará por cumplida con la transcripción de dicha síntesis en los respectivos contratos de suscripción.²⁹⁹

El otro tema vinculado con la forma es su modalidad de emisión. La letra del artículo 19 de la ley 24.441 dispone que los certificados de participación pueden ser emitidos al portador o nominativos, endosables o no. No obstante, tras el dictado en el año 1995 de la ley 24.587 de nominatividad de los títulos valores privados, se exige que los títulos valores privados emitidos en el país y los certificados provisionales que los representen deben ser nominativos no endosables. (art. 1)

10.3.1.6 Emisión en clases y series

El artículo 21 de la ley 24.441 dispone *que “pueden emitirse diversas clases de certificados de participación con derechos diferentes. Dentro de cada clase se otorgarán los mismos derechos. La emisión puede dividirse en series.”*

A través de la emisión de diferentes clases se puede acordar distintos tipos de derechos para las diversas clases, como por ejemplo realizar subordinaciones de títulos-valores, mediante las cuales se establecerá una prelación en el pago de certificados senior sobre los junior en la medida y proporción establecida en el acuerdo de emisión.

Es preciso recordar, que al igual que lo establece el artículo 207 la ley 19.550, cada clase deberá otorgar los mismos derechos.

En cuanto a la emisión de diferentes series, en el particular que nos atañe, no rige la limitación impuesta por el artículo 2° de la ley 23.576 de obligaciones negociables, que dispone que no pueden emitirse nuevas series de la misma clase mientras las anteriores no estén totalmente suscriptas.

²⁹⁹ El artículo 18 dispone que *“En ningún caso, el cumplimiento de lo dispuesto en el presente Capítulo eximirá de la obligación de entregar a cada inversor un ejemplar del prospecto de emisión si este así lo requiere.”*

10.3.1.7 Certificados globales

El artículo 21 expresa que *“podrán emitirse certificados globales de los certificados de participación, para su inscripción en regímenes de depósito colectivo. A tal fin se considerarán definitivos, negociables y divisibles.”*

Conforme las palabras de Kenny, *“los certificados globales son títulos que representan la totalidad o parte de una emisión o clase, para su inscripción en regímenes de depósito colectivo.”*³⁰⁰

En su dinámica, lo que se realiza por medio de estos certificados es omitir el lanzamiento de un valor escritural, emitiendo un certificado global que representa a la totalidad de una serie o clase de títulos, el cual es depositado en una entidad de depósito colectivo, como puede serlo la Caja de Valores, la cual procederá a abrir una subcuenta a nombre de cada depositante. Cada una de estas subcuentas se subdividirá, a su vez, en tantas cuentas y subcuentas como comitentes denuncie y clase, especie y emisor de títulos-valores deposite respectivamente.³⁰¹

Las operaciones sobre estos títulos se llevarán a cabo a través de La Caja de Valores, la cual registrará las transmisiones, constituciones de prenda y retiro de los títulos-valores al recibir de los depositantes las órdenes respectivas en los formularios correspondientes³⁰². Las registraciones que en este sentido practique La Caja sustituirán las inscripciones similares en los registros de los emisores, con el mismo efecto respecto de éstos y de los terceros.³⁰³

³⁰⁰ KENNY, Mario O., Ob. Cit.,p.117

³⁰¹ Conf. art. 42 Ley 20.643

³⁰² La jurisprudencia ha reconocido la legitimación del tenedor de un certificado de la Caja de Valores cuando consta en un certificado global. Fallo CNCom SalaC, 03/08/2004, “Brodsky, María y otro c. Metrogas S.A.”; *“Corresponde entonces reconocer legitimación a los ejecutantes en virtud de los certificados acompañados, que dan cuenta de la titularidad de los actores de las Obligaciones Negociables de Metrogas que aquí se ejecutan, ya que tratándose de participaciones en certificados globales la Caja de Valores constituye el organismo autorizado para emitir esa constancia.”* Publicado en www.laleyonline.com.ar (LA LEY 29/09/2004, 10)

³⁰³ Conf. Art. 38 Ley 20.643

10.3.2 LOS TÍTULOS REPRESENTATIVOS DE DEUDA

10.3.2.1 Conceptualización

La segunda categoría de valores susceptibles de emisión a través de un fideicomiso financiero, son los títulos representativos de deuda garantizados con los bienes así transmitidos, según terminología utilizada por el artículo 19 de la ley 24.441.

El derecho que otorgan estos títulos es de carácter creditorio, diferenciándose de los valores analizados anteriormente en que se erigen como “*debt instruments*”, en donde la rentabilidad otorgada por los mismos se manifiesta a través de una suma determinada o fija de dinero.

En este sentido, se asemejan a las obligaciones negociables, pero sin identificarse, ya que estas representan un endeudamiento de su emisor, que responde con su patrimonio más allá de las garantías constituidas.³⁰⁴

Pero, en cuanto pueden ser considerados “*obligaciones negociables con un régimen especial*”³⁰⁵ creemos que le es plenamente aplicable la conceptualización que Villegas ha realizado sobre las mismas. Al efecto este autor expresa que: “*las obligaciones son derechos patrimoniales circulatorios y autónomos, emitidos en serie como valores negociables, que confieren a su titular derecho a una prestación dineraria a cargo de la emisora y otros derechos que derivan de su calidad de obligacionistas o partícipe de un contrato de inversión / financiación celebrado con la emisora.*”³⁰⁶

10.3.2.2 Derechos que confieren

Como expusieramos en el acápite anterior, los derechos que emanan de esta clase de títulos es a una renta fija.

³⁰⁴ KENNY, Mario O., Ob. Cit., p.113

³⁰⁵ LÓPEZ DE ZAVALÍA, Fernando., Ob. Cit., p.161

³⁰⁶ VILLEGAS, Carlos G., “*Títulos valores.* Ob. Cit., p.1052

Malumián indica que estos títulos “*otorgarán un derecho al reintegro del valor nominal del título y, en su caso, al pago de un interés determinado en las condiciones de emisión de la serie y clase de títulos de deuda fiduciaria respectiva. La renta podrá determinarse en base a una renta fija o flotante y se devengará desde la fecha que se establezca en la serie y para la clase, u otra fecha, según se determine en el acuerdo de emisión respectivo.*”³⁰⁷

En definitiva, los tenedores de esta clase de títulos tendrán derecho al cobro de la cuota de amortización de los valores, más los intereses devengados, en los montos, tiempos y proporciones establecidos en el acuerdo de emisión.

10.3.2.3 Emisor

El artículo 21 de la ley 24.441 dispone que los títulos representativos de deuda garantizados por los bienes fideicomitidos podrán ser emitidos por el fiduciario o por terceros según fuere el caso. En términos similares se expresa el artículo 12 del Libro 3 Capítulo XV del cuerpo de normas de la C.N.V al año 2001, que entre estos sujetos habilitados incluye también al fiduciario, que no obstante debía ser entendido como posible emisor en tanto es un tercero.

Esta posibilidad de ser emitidos por sujetos distintos al fiduciario, es una nota que los diferencia respecto de los certificados de participación, los cuales sólo pueden ser emitidos por el fiduciario.

A tenor de lo dispuesto por los artículos 13 y 14 del Libro 3 Capítulo XV del cuerpo de normas de la C.N.V al año 2001, cuando los valores representativos de deuda fueren emitidos por el fiduciario, los bienes de este no responderán por las obligaciones contraídas en la ejecución del fideicomiso, las que sólo serán satisfechas con los bienes fideicomitidos.

En este caso, los valores representativos de deuda deberán contener la siguiente leyenda: “*los bienes del fiduciario no responderán por las obligaciones contraídas en la ejecución del fideicomiso. Estas obligaciones serán satisfechas*”

³⁰⁷ MALUMIÁN, Nicolás; DIPLOTTI, Adrián; GUTIÉRREZ, Pablo., Ob. Cit., p.152

exclusivamente con los bienes fideicomitidos, conforme lo dispone el artículo 16 de la Ley N° 24.441”.

Por el contrario, cuando estos sean emitidos por el fiduciante o por un tercero, las obligaciones contraídas en la ejecución del fideicomiso, podrán ser satisfechas con la garantía especial constituida con los bienes fideicomitidos sin perjuicio que el emisor se obligue a responder con su patrimonio o con los bienes fideicomitidos exclusivamente. En este supuesto, la leyenda prevista deberá ser la siguiente: *“los bienes del fiduciario y del emisor no responderán por las obligaciones contraídas en la ejecución del fideicomiso. Estas obligaciones serán exclusivamente satisfechas con los bienes fideicomitidos”.*

Todo esto se hará en función de lo establecido en las condiciones y términos de emisión e informado en el prospecto respectivo.

El requerimiento de la leyenda que expresa que no se responderá con el patrimonio general del fiduciario, puede ser tildado de sobreabundante ya que ésta limitación hace a la esencia misma del fideicomiso. No obstante, López de Zavalía expresa que el hecho *“que sea sobreabundante no significa que implica un apartamiento de la ley, ni menos que lo que calificamos de inútil, pues en una oferta pública de títulos valores tan novedosos, nunca son inútiles las advertencias, por reiterativas que sean, de lo que ya viene de la ley.”*³⁰⁸

10.3.2.4 Requisitos

Los títulos representativos de deuda deberán contener los requisitos enunciados para los certificados de participación en los incisos I a VII del punto 9.3.1.4, además de las enunciaciones a las que hemos hecho alusión en el punto anterior.

Este requerimiento surge de los artículos 12, 13 y 14 del Libro 3 Capítulo XV del cuerpo de normas de la C.N.V al año 2001.

³⁰⁸ LÓPEZ DE ZAVALÍA, Fernando., Ob. Cit., p.166 nota a pie 21

10.3.2.5 Forma

En la cuestión atinente a la forma que deberán adoptar estos títulos, son plenamente válidos los conceptos vertidos en el punto 9.3.1.5, donde se hace referencia a la forma de los certificados de participación.

Para recapitular, los títulos podrán ser emitidos tanto en forma cartular, como escritural, y deberán ser nominativos no endosables, en función de las disposiciones de la ley 24.587 de nominatividad de los títulos valores privados.

Por su parte, las transcripciones de la síntesis sobre los términos y condiciones del fideicomiso, se deberán realizar de manera análoga a la explicitada para los certificados de participación.

10.3.2.6 Emisión en clases y series

En este punto existe acuerdo entre los autores, en que si bien la ley 24.441 hace referencia en su artículo 22 solamente a los certificados de participación, la facultad de emitir diversas clases y series de títulos representativos de deuda, vendría dada por la reforma que introduce el artículo 76 de la ley 24.441, que adiciona un párrafo al artículo 3.876 del Código Civil.

La reforma en cuestión se expresa en los siguientes términos: *“puede convenirse la postergación de los derechos del acreedor hasta el pago total o parcial de otras deudas presentes o futuras del deudor.”*

Interpretando la norma, podemos observar que se admite postergación de ciertos derechos sobre otros, lo que en definitiva redundará en una subordinación de deuda junior sobre una deuda senior. Al realizar esto lo que se está haciendo es crear distintas clases de certificados de deuda que otorgan diferentes tipos de derechos.³⁰⁹

³⁰⁹ Conf. MALUMIÁN, Nicolás; DILOTTI, Adrián; GUTIÉRREZ, Pablo., Ob. Cit., p.153

10.3.2.7 Certificados globales

Con respecto a la posibilidad de emisión de certificados globales de deuda, al igual que en el tema tratado en el acápite anterior, la ley 24.441 sólo hace referencia específicamente a los certificados de participación. No obstante Villegas –en posición que compartimos- sostiene que no hay razones para excluir a los títulos de deuda, por lo cual sería plenamente viable su emisión.³¹⁰

11. LA OFERTA PÚBLICA

11.1 CONCEPTO. GENERALIDADES

El artículo 19 de la ley 24.441 dispone que los valores fiduciarios podrán ser objeto de oferta pública.

Esto no necesariamente implica que deban serlo, sino que por el contrario, lo que se autoriza por medio de la ley es a colocarlos en la oferta pública de títulos valores privados conforme la ley 17.811.

La importancia de esto radica en que, atento a los montos que se manejan en estas operatorias, el pleno desarrollo de esta figura se consigue a través de la oferta pública, donde se llega a acercar la posibilidad de adquisición de los valores emitidos a un sinnúmero de personas.

Por otro lado, ciertos entes que actúan como inversores institucionales, no pueden sino adquirir aquellos valores que estén autorizados para la oferta pública, requiriéndoseles en algunos casos la cotización bursátil.

La definición de oferta pública la ofrece el artículo 16 de la citada ley, la cual expresa que: *“se considera oferta pública la invitación que se hace a personas en general o a sectores o grupos determinados para realizar cualquier acto jurídico con títulos valores, efectuada por los emisores o por las organizaciones unipersonales o sociedades dedicadas en forma exclusiva o parcial al comercio de aquellos, por medio*

³¹⁰ VILLEGAS, Carlos G., *“Títulos valores.. Ob. Cit., p.1152*

de ofrecimientos personales, publicaciones periódicas, transmisiones radiotelefónicas o de televisión, proyecciones cinematográficas, colocación de afiches, letreros o carteles, programas, circulares, y comunicaciones impresas o cualquier otro procedimiento de difusión”

Lisoprawski, haciendo una interpretación de la norma apunta que, para que exista oferta pública se deben reunir tres condiciones: que se invite a negociar en forma general; que el producto ofertado sea un título-valor emitido en masa ofertado en forma genérica; y que exista ofrecimiento con receptor indeterminado.³¹¹

El ente dispuesto para la resolver sobre la solicitud de la autorización para realizar oferta pública es la C.N.V.(art. 19 Ley 17.811)

La actividad que despliega este organismo, a fines de autorizar la oferta pública, es un control de legalidad sobre los emisores y la información que se imparte al público, teniendo como objetivo primordial el *“brindar una adecuada, inmediata y veraz información al ahorrista (“full disclosure”) para que éste decida racionalmente con pleno conocimiento de los hechos positivos o negativos que afectarán su aplicación de fondos”*³¹²

11.2 REQUISITOS DE AUTORIZACIÓN

El artículo 20 del Libro 3 Capítulo XV del cuerpo de normas de la C.N.V al año 2001, enumera una serie de documentación que el emisor debe acompañar junto con la solicitud de oferta pública. La documentación exigida es:

I- Copia de las resoluciones sociales del fiduciante en virtud de las cuales se autoriza la transferencia de los bienes fideicomitidos al fiduciario.

II- Copia de la documentación que acredite las facultades del fiduciario financiero para actuar en tal carácter con relación a los valores negociables

³¹¹ LISOPRAWSKI, Silvio V., Ob. Cit., p.791

³¹² JELONCHE, Edgar I., “Las nuevas funciones de control atribuidas a la Comisión Nacional de Valores”, en Revista de Bancos y Bolsas, Ed. Depalma, Bs. As., 1980, p.40 citado por MALUMIÁN, Nicolás; DIPLOTTI, Adrián; GUTIÉRREZ, Pablo., Ob. Cit., p.156

cuya oferta pública se solicita.

III- UN (1) ejemplar del prospecto de emisión.

IV- Copia del contrato de fideicomiso en el cual se instrumenta la transmisión fiduciaria de los bienes fideicomitados.

V- Modelo de los títulos a ser emitidos y contratos relacionados con su emisión, en su caso.

V- De existir, copia del contrato para la administración de los bienes fideicomitados.

11.3 PROGRAMAS GLOBALES DE EMISIÓN

El artículo 19 del Libro 3 Capítulo XV del cuerpo de normas de la C.N.V al año 2001, establece que el emisor podrá solicitar la oferta pública de una emisión de valores fiduciarios; o de un programa global, hasta un monto máximo.

La autorización para los programas globales se regirá por el procedimiento previsto en el Capítulo VI del citado cuerpo normativo, relativo a “Oferta Publica Primaria”, con excepción de la documentación a ser presentada, la cual ha sido explicitada en el punto anterior.

Como explica Kenny, *“el objeto de crear un programa es predeterminedar las reglas generales de aplicación a todas las series y / o fideicomisos a constituir bajo el mismo, de manera de simplificar las posteriores emisiones de valores fiduciarios, y los procesos de autorización de oferta pública y cotización.”*³¹³

La autorización del programa global podrá contemplar la emisión de valores negociables en diferentes series y/o clases. Se deberá requerir la aprobación de cada nueva emisión; no obstante, a tenor de lo dispuesto por el artículo 71 del Capítulo VI, se entenderá que las emisiones de series y/o clases sucesivas parciales están comprendidas en la autorización del programa global otorgada por la Comisión cuando: se trate de valores negociables de la misma naturaleza de los autorizados, y los plazos de vencimiento y tasa de interés aplicables se encuentren dentro de los límites fijados en

³¹³ KENNY, Mario O., Ob. Cit., p.150

la decisión societaria correspondiente.

Se establece que simultáneamente con el pedido de autorización, las emisoras deberán presentar un ejemplar del prospecto, no obstante, la emisora deberá acompañar con cada emisión de serie y/o clase sucesiva parcial, o con cada emisión de una serie y/o clase dentro del programa global, un suplemento del prospecto que incluya el precio y la actualización de la información contable, económica y financiera y toda otra información, hecho o acto relevante ocurrido con posterioridad a la aprobación del último prospecto o suplemento respectivo, según fuere el caso. (art. 77 Cap. VI).

Ha de ser remarcado también, que el artículo 22 del Capítulo XV, establece una serie de requisitos a ser implementados en el prospecto de emisión en el caso de los programas globales de emisión, pero a los mismos los veremos en el punto siguiente, al cual remitimos.

Siguiendo en este aspecto a Kenny, advertimos que se pueden constituir diferentes clases de programas. Por ejemplo³¹⁴:

I- Programas de fideicomiso único: donde varias series se integran en un mismo patrimonio

II- Programas de múltiple fideicomisos: donde hay varios fideicomisos independientes, los cuales emitirán valores.

III- Programa de fiduciario único: hay un fiduciario, que será el mismo para todos los fideicomisos

IV- Programa multifiduciario: éste es originado por el titulizante o por el organizador. Se designa un fiduciario en cada fideicomiso a constituir bajo el programa, que no necesariamente será el mismo en todos los fideicomisos.

V- Programa de activo único: destinado a titulizar un mismo tipo de activos, independientemente de que provengan de uno o varios originantes. (Este método le permite a diferentes fiduciantes compartir los gastos operatorios de la

³¹⁴ Seguimos la clasificación propuesta por KENNY, Mario O., Ob. Cit., p.149 y 150

constitución del fideicomiso financiero, permitiéndoles financiarse a través de este medio)

VI- Programa multiactivos: se refiere a la securitización de activos de distinta naturaleza.

11.4 EL PROSPECTO DE EMISIÓN

11.4.1 Concepto. Generalidades

El artículo 21 de la ley 24.441 dispone que los certificados sean emitidos sobre la base de un prospecto en el que constarán las condiciones de la emisión, y contendrán las enunciaciones necesarias para identificar el fideicomiso al que pertenecen, con somera descripción de los derechos que confieren.

Por su parte, el artículo 21 del Libro 3 Capítulo XV del cuerpo de normas de la C.N.V al año 2001, establece que las entidades que soliciten la autorización de oferta pública de los valores representativos de deuda garantizados con los bienes fideicomitidos o de los certificados de participación deberán dar a conocer un prospecto confeccionado de acuerdo a lo establecido en el Anexo II del presente y en lo pertinente, en el Capítulo VIII “Prospecto”.

Vemos entonces que la ley exige un prospecto cuando se trata de un fideicomiso que solicita la oferta pública de sus títulos-valores, a fin de anotar al público inversor sobre las condiciones de la emisión de los títulos, dentro de un marco de veracidad y transparencia de la información suministrada.

En el artículo 1 del Capítulo VIII del Cuerpo de Normas de la C.N.V al año 2001, se indica que el prospecto constituye el documento básico a través del cual se realiza la oferta pública de valores negociables y en su redacción debe emplearse un lenguaje fácilmente comprensible para la generalidad de los lectores y que resulte fácil para el análisis y comprensión de su contenido.

El prospecto deberá ser impreso en un número suficiente de ejemplares para cubrir la demanda de los posibles interesados, pudiendo emitirse una versión

resumida que deberá contener en forma de síntesis todos los puntos incluidos en el prospecto confeccionado de acuerdo con los correspondientes Anexos, en su caso, sin incluir los estados contables, supuesto en el cual el prospecto completo deberá encontrarse a disposición del inversor en la sede social, en la sede de los agentes colocadores o cualquier otro lugar que la emisora indique.

El fiduciario deberá insertar en la primera página de todos los prospectos, en caracteres destacados, la leyenda *"Oferta Pública autorizada por Resolución N°... de fecha ... de la Comisión Nacional de Valores. Esta autorización sólo significa que se ha cumplido con los requisitos establecidos en materia de información. La Comisión Nacional de Valores no ha emitido juicio sobre los datos contenidos en el prospecto. La veracidad de la información suministrada en el presente prospecto es responsabilidad del fiduciario [o emisor y fiduciante]. El fiduciario [o emisor y el fiduciante u organizador] manifiesta(n), con carácter de declaración jurada, que el presente prospecto contiene a la fecha de su publicación información veraz y suficiente sobre todo hecho relevante y de toda aquella que deba ser de conocimiento del público inversor con relación a la presente emisión, conforme las normas vigentes"*.

Las emisoras podrán distribuir un prospecto preliminar, con anterioridad al otorgamiento de la autorización de la oferta pública por parte de la Comisión, debiendo el mismo sujetarse a las disposiciones que marca el artículo 7 del Capítulo VIII; no obstante, el fiduciario deberá presentar el texto definitivo para que se le autorice la oferta pública de los valores fiduciarios en cuestión.

11.4.2 Requisitos

El Anexo II del Libro 3 Capítulo XV del cuerpo de normas de la C.N.V al año 2001 establece el contenido que deberá incorporar el prospecto de emisión a fin de dar cabal cumplimiento al mandato del artículo 21 del mentado cuerpo normativo de

la C.N.V. A grandes rasgos, el Anexo II indica que el prospecto de emisión deberá contener³¹⁵:

- I- Identificación del fideicomiso por el cual los valores negociables son emitidos.
- II- Descripción del o los fiduciarios
- III- Descripción de los valores representativos de deuda garantizados con los bienes fideicomitados y/o los certificados de participación.
- IV- Calificación(es) otorgada(s), cuando corresponda, a los valores representativos de deuda garantizados con los bienes fideicomitados y/o certificados de participación.
- V- Haber del fideicomiso. Deberán detallarse los activos que constituyen el haber del fideicomiso y/o el plan de inversión correspondiente.
- VI- Régimen de comisiones y gastos imputables.
- VII- Precio de suscripción y forma de integración.
- VIII- Período de suscripción.
- IX- Datos de los agentes colocadores.
- X- Transcripción del contrato de fideicomiso.
- XI- En su caso, estados contables conforme los artículos 27 y 28 de este Capítulo.
- XII- La leyenda aplicable de acuerdo a lo dispuesto en este Capítulo.
- XIII- El prospecto informativo relacionado con fideicomisos financieros deberá contener una descripción gráfica adecuada y suficiente que posibilite a cualquier interesado tener una visión clara y completa del funcionamiento del correspondiente negocio, con especial atención al aporte de fondos efectuado por los inversores, a la contraprestación que deban recibir los mismos y a la exhaustiva descripción del activo subyacente. Cuando los flujos dependan de la ocurrencia de

³¹⁵ A efectos de ahondar en el tema remitimos al mismo Anexo, en donde se configuran una serie de subítems de los puntos aquí expuestos.

ciertos eventos deberán incorporarse ejemplos de los flujos de fondos contemplando si ocurriesen esos eventos o no.

Por otro lado, el artículo 22 del Capítulo XV establece que cuando se trate de programas globales de emisión de valores se deberá dar cumplimiento a estos requerimientos:

I- El prospecto deberá contener una descripción de las características generales de los bienes que podrán ser afectados al repago de cada serie de valores negociables que se emitan bajo el marco de dicho programa

II- El suplemento del prospecto correspondiente a cada serie deberá contener la información especificada en el Anexo II del presente Capítulo y una descripción particular de los bienes fideicomitidos afectados al repago de dicha serie.

III- El fiduciario deberá estar identificado en el respectivo programa y en las diferentes series de certificados de participación o de valores representativos de deuda que se emitan.

11.5 PRINCIPIO DEL *FULL DISCLOSURE* Y EL RÉGIMEN DE TRANSPARENCIA

El artículo 14 del Capítulo VII del cuerpo de normas de la C.N.V dispone que la publicidad de la oferta de valores negociables deberá ser veraz y proporcionada a las circunstancias, siendo prohibido el empleo de referencias inexactas u ocultamiento así como expresiones susceptibles de engendrar error, engaño o confusión.³¹⁶

El artículo 35 de la ley de transparencia, Decreto 677/2001, establece que los emisores, los miembros de sus órganos de administración y fiscalización, los

³¹⁶ La jurisprudencia ha establecido que “*La realidad contractual actual confiere a la buena fe una función que en ocasiones impone a una de las partes un deber "de información" (que debe ser exacta, clara, comprensible, suficiente y completa) en beneficio del co-contratante-. Y no impone sólo conductas negativas excluyentes de actuaries deshonestos, sino que exige también proceder positivos como el deber de informar sobre los eventuales defectos de la cosa o su estado.*” Fallo CNCom SalaB, 25/04/2005, “Derli S.A. c. Lloyds TSB Bank”. Publicado en www.laleyonline.com.ar

signatarios de un prospecto -y los terceros que opinen sobre determinadas partes del prospecto, con relación a ellas- serán responsables por dicha información. Las entidades que participen como organizadores o colocadores deberán revisar diligentemente la información contenida en el prospecto para que no se les haga extensible esa responsabilidad

Por su parte, el artículo 21 del Capítulo XV expresa que a los efectos de lo dispuesto en el artículo 35 del Régimen de Transparencia de la Oferta Pública del Decreto N° 677/01, cabe asignar al fiduciario responsabilidad como organizador o experto, sin perjuicio de su responsabilidad directa por la información relativa al contrato de fideicomiso, a los demás actos o documentos que hubiera otorgado, y a la suya propia.

Tomando como parangón lo expresado en estos artículos, vemos que se erige como meta innegociable por parte del legislador, el que llegue a manos del inversor una información lo más veraz, eficaz y trasparente posible, ajena a oscuridades, ambigüedades o engaños que hagan que este sujeto realice una disposición perjudicial de sus ahorros.

Así lo expresa la jurisprudencia in re “Comisión Nacional de Valores v. Nougues Hermanos S.A” al decir que *“la intervención estatal en materia de oferta pública de títulos valores se orienta a la protección del público inversor, especialmente a los que forman el medio común de los habitantes y que por carecer de la información necesaria pueden padecer en mayor grado la actividad de empresas improvisadas o carentes de la solidez exigida para un seguro y productivo destino del ahorro público.”*³¹⁷

Tal conclusión es coincidente con los considerandos del decreto 677/2001 que expresa que los objetivos naturales de los mercados financieros son los de promover su propio desarrollo, favorecer su liquidez, estabilidad, solvencia y

³¹⁷ Fallo CNCom., sala B, 20/12/2001 – “Comisión Nacional de Valores v. Nougues Hermanos S.A.” Publicado en www.lexisnexis.com.ar

transparencia, y crear mecanismos que permitan garantizar la correcta asignación del ahorro hacia la inversión, agregándose, que dichos propósitos derivan del objetivo principal de crear la "confianza" y "seguridad" necesarias para abaratar el costo del capital y aumentar el financiamiento de las empresas, a través de un marco regulatorio que consagre jurídicamente principios tales como los de "información plena" "transparencia", "eficiencia", "protección del público inversor", "trato igualitario entre inversores" y "protección de la estabilidad de las entidades e intermediarios financieros".

Bajo estas premisas es que en el decreto de transparencia, se establecen una serie de obligaciones tendientes a cumplir con los objetivos planteados por los considerandos expuestos precedentemente.

Vemos así que rigen los deberes de informar (art. 5 y 6), el deber de guardar reserva (art. 7), el deber de lealtad y diligencia (art. 8), el deber de informar en procedimientos de investigación (art. 9), la adopción de sistemas de negociación que garanticen la transparencia (art. 11).

A grandes rasgos, el deber de informar se refiere a la obligación de anotar a la C.N.V acerca de todo hecho o situación que, por su importancia, sea apto para afectar en forma sustancial la colocación de valores negociables o el curso de su negociación

El deber de guardar reserva apunta a las personas que tengan información acerca de un hecho aún no divulgado públicamente y que, por su importancia, sea apto para afectar la colocación o el curso de la negociación que se realice con valores negociables con oferta pública autorizada. Estas deberán guardar estricta reserva y abstenerse de negociar hasta tanto dicha información tenga carácter público.

El deber de lealtad y diligencia presupone un estándar de conducta por parte del fiduciario, quien deberá otorgar prioridad al interés de su comitente y abstenerse de actuar en caso de advertir conflicto de intereses.

El deber de información del artículo 9 se traduce en la obligación de toda persona sujeta a un procedimiento de investigación de proveer a la C.N.V la información que ésta le requiera.

Por último, lo que se requiere a través del artículo 11 es que los sistemas de negociación de valores negociables que se realicen en los mercados autorizados deben garantizar la plena vigencia de los principios de protección del inversor, equidad, eficiencia, transparencia, no fragmentación y reducción del riesgo sistémico.

11.6 INSIDER TRADING Y OTRAS CONDUCTAS CONTRARIAS A LA TRANSPARENCIA

Como una arista de lo expresado en el punto anterior, el Decreto 677/2001 establece una serie de conductas que considera contrarias a la transparencia, las cuales afectan la normal operatoria de la oferta pública.³¹⁸

El citado Decreto, en sus considerandos, dispone que el régimen que se instituye pone de relieve las características básicas para el buen funcionamiento de los mercados de capitales, constituyendo un elemento eficaz para la disuasión y represión de conductas contrarias a las que deben primar en el ámbito de la oferta pública de todo tipo de instrumento.

A estos efectos, el decreto en su capítulo IX, considera como conductas contrarias a la transparencia el utilizar información privilegiada en beneficio propio o de terceros (*insider trading*, art. 33); la manipulación y engaño al mercado (art. 34); el intervenir en forma no autorizada en la oferta pública (art. 36); y la violación de los deberes impuestos por esta normativa (art.37).

A continuación describiremos someramente estas conductas.

Cuando el Decreto hace referencia al *insider trading*, lo que prohíbe es que los fiduciarios financieros se valgan de la información reservada a fin de obtener, para sí o para otros, ventajas de cualquier tipo.³¹⁹

³¹⁸ Por ejemplo casos como: CNCom., sala B, 11/07/1980 – “Servente y Cía”; CNCom., sala D, 08/04/2002 – “Comisión Nacional de Valores (impugnación resolución 8447)” (aunque por su tiempo de producción los casos citados no estaban regidos por este decreto sino por la ley 17.811 de oferta pública)

³¹⁹ En este particular es de suma importancia el fallo “C.N.V c. Establecimiento Modelo Terrabusi S.A. s/ transferencia paquete accionario a Nabisco”. Aquí la Cámara Nacional Comercial Sala D, luego que la Corte dejara sin efecto la sentencia condenatoria de la Cámara, dispuso la revocación de la resolución dictada por la C.N.V en función de no tenerse por probado que los sujetos sancionados hubieren tenido

La represión de la manipulación y engaño al mercado, tipificada en el artículo 34, consiste en el deber que grava al emisor de abstenerse de realizar prácticas o conductas que pretendan o permitan la manipulación de precios o volúmenes de los valores negociables alterando el normal desenvolvimiento de la oferta y la demanda; o en prácticas o conductas engañosas que puedan inducir a error a cualquier participante en dichos mercados.

Por otro lado, cuando el decreto, dispone la prohibición de intervenir en la oferta pública de manera no autorizada, se refiere a la intervención sin contar con la autorización pertinente de la C.N.V o en infracción a las disposiciones del presente Decreto, de la Ley N° 17.811 y las regulaciones que haga la C.N.V.

Por último, tenemos que el decreto veda la violación de los deberes impuestos por esta normativa. Atento esto, toda persona que opere en un mercado autorizado, en violación a los deberes impuestos en el presente Título, será responsable por el daño causado a todas aquellas personas que contemporáneamente con la compra o venta de los valores negociables vieran afectado un derecho, renta o interés, como consecuencia o en ocasión de la violación de deberes aludida.

Como se puede observar, la defensa de la transparencia del mercado en función de las operaciones que en su marco se desarrollen, es un valor que se defiende, a fin de poder presentar al mercado de capitales como un escenario seguro donde las personas y corporaciones podrán cotizar sus títulos y canalizar sus ahorros.

conocimiento de la “información privilegiada” y hubieran actuado en el mercado accionario valiéndose de tal información relevante y no pública.

En este tema la Cámara hace distinción de las conductas punibles por la R.G 227 –que regía el caso- y el Decreto 677/01 –vigente hoy en día-. En el decreto 677/01 –dice la Cámara- el deber impuesto es abstenerse a negociar acciones respecto de las cuales, por algún motivo, se posea información relevante o privilegiada que no tenga carácter público. Agrega a posteriori, que distinto es el caso de la R.G 277, donde el deber no es el de no negociar, sino el de no hacerlo valiéndose de la información relevante y reservada conocida por el *insider*.

La Cámara, al no existir pruebas directas o presuncionales suficientes, revocó la resolución de la C.N.V que imponía la sanción. Conf. Fallo CNCom. Sala D, 27/08/2002, “*Comisión Nacional de Valores c. Establecimiento Modelo Terrabusi S.A. s/ transferencia paquete accionario a Nabisco*”. Publicado en www.lexisnexus.com.ar

12. LOS FONDOS DE INVERSIÓN DIRECTA

12.1 CONCEPTUALIZACIÓN

Esta figura tiene sólo una referencia en la ley 24.241 inciso l), por lo que, *strictu sensu*, no constituye una categoría legal.³²⁰

En su conceptualización, Malumián sostiene que los mismos “*no son más que fideicomisos financieros cuyo activo subyacente no son créditos o flujos de fondos sino bienes vinculados a actividades económicas no financieras*”³²¹

Agrega el autor, que constituyen una forma de estructurar proyectos de inversión alternativa a otras, como pueden ser los fondos comunes de inversión o las sociedades anónimas, y en donde el gran beneficio se encuentra en la mayor transparencia y seguridad que otorgan, en virtud que los fondos sólo se aplicarán al proyecto seleccionado.³²²

Tomando como base lo hasta aquí dicho, vemos que los fondos de inversión directa, son fideicomisos financieros que tienen como objetivo instrumentar proyectos a través de la securitización de activos reales, teniendo como ejemplos mas comunes a los desarrollos inmobiliarios y a los fideicomisos forestales.

12.2 REGULACIÓN POR LA C.N.V

La C.N.V en el artículo 23 del Libro 3 Capítulo XV de su cuerpo de normas al año 2001 dispone que los fideicomisos que se constituyan como fondos de inversión directa, deberán presentar, además de la documentación prevista en los artículos 19 y concordantes, la siguiente:

I- Un plan de inversión, de producción y estratégico que formará parte del fideicomiso

³²⁰ Conf. KENNY, Mario O., Ob. Cit., p.37

³²¹ MALUMIÁN, Nicolás; DIPLOTTI, Adrián; GUTIÉRREZ, Pablo., Ob. Cit., p.177

³²² *Ibidem*. p.177 y 178

II- Si el fiduciante entregara bienes, los mismos deben valuarse en forma similar a los aportes en especie de las S.A

III- Los antecedentes personales, técnicos y empresariales de las entidades participantes en el proyecto

De no presentarse esta documentación, no se podrá utilizar el nombre “fondo de inversión directa” ni otro análogo (art. 24)

Por último, a tenor de lo dispuesto por el artículo 25 cuando se hubiere previsto la participación de otras personas además del fiduciario en la administración de los bienes fideicomitidos, se deberá especificar el alcance de su responsabilidad, no pudiendo eximirse el fiduciario de la suya ante los incumplimientos a terceros.

13. RÉGIMEN INFORMATIVO

Si bien no hace al objeto exclusivo de estudio del presente trabajo, no podemos dejar de citar el artículo 27 del Libro 3 Capítulo XV del cuerpo de normas de la C.N.V al año 2001.

Este establece que el fiduciario financiero deberá presentar a la Comisión por cada fideicomiso los siguientes estados contables:

- I- Estado de situación patrimonial.
- II- Estado de evolución del patrimonio neto.
- III- Estado de resultados.
- IV- Estado de origen y aplicación de fondos.

A continuación, agrega que los estados contables se prepararán siguiendo los mismos criterios de valuación y exposición exigidos a las emisoras sujetas al régimen de oferta pública que coticen sus valores negociables en la sección especial de una entidad autorregulada, procediendo a adecuarlos –en su caso- a las características propias del fideicomiso. Agrega luego, en los incisos e) al j), una serie de información complementaria que se deberá adjuntar.

Por su parte, el artículo siguiente, establece que los estados contables indicados en el artículo anterior deberán ser presentados por períodos anuales y subperíodos trimestrales, siendo de aplicación lo establecido para las emisoras de valores negociables comprendidas en el régimen de oferta pública y que coticen en la sección especial de una entidad autorregulada.

Finalmente, en cuanto al modo de efectuar dicha información, deberemos atender al artículo 66 de Capítulo XXXI, el cual con la reforma de la R.G 476/04 establece que los fiduciarios financieros deberán enviar la información por vía electrónica de INTERNET, utilizando los medios informáticos que provee la Autopista de la Información Financiera (AIF), conforme con el procedimiento establecido en los artículos 2º a 9º del mismo Capítulo, y de acuerdo con el cronograma que la norma explicita a continuación.

14. PUBLICIDAD

Además de las leyendas obligatorias tendientes a informar a los inversores sobre la limitación de la responsabilidad, en la publicidad de las emisiones de fideicomisos y sus activos fideicomitados deberá advertirse al público -en forma destacada- que las entidades en las que se propone invertir, los bienes fideicomitados no se encuentran sujetos a la Ley N° 24.083.

En los prospectos, folletos, avisos o cualquier otro tipo de publicidad vinculada con los fideicomisos, no podrán utilizarse las denominaciones fondo, fondo de inversión, fondo común de inversión u otras análogas.

Por otro lado, el artículo hace referencia a que cuando el haber del fideicomiso esté integrado por acciones y/u otro tipo de participaciones societarias, en la información al público deberá destacarse que el valor de dichos activos es susceptible de ser alterado por eventuales adquisiciones de pasivos por parte de la emisora, debiendo explicitarse los rubros referidos a la misma, a los cuales hacer alusión el presente artículo.

15. BREVE CONSIDERACIÓN TRIBUTARIA DEL FIDEICOMISO FINANCIERO

Una cuestión muy importante a analizar al momento de diseñar un fideicomiso financiero será tener en cuenta las regulaciones impositivas que nuestro ordenamiento jurídico vigente realice sobre el tema, ya que la oportunidad y conveniencia en la utilización de este mecanismo de financiación, se verá indudablemente afectado por los costos tributarios que graven al proceso.

En este apartado, sin tener por objeto desarrollar los aspectos fiscales de la figura –lo cual excedería el marco del trabajo–, nos proponemos exponer algunos de los beneficios fiscales más importantes a los cuales se pueden acceder mediante el fondeo a través del fideicomiso financiero.

15.1. GANANCIAS

La ley de impuesto a las ganancias reconoce al fideicomiso financiero – aunque carente de personalidad jurídica- sujeto obligado a la oblación del tributo.

La obligación y la tasa por la cual contribuyen al fisco es la misma que la asignada para los sujetos correspondientes a la tercera categoría incluidos en el artículo 69 de la Ley de Impuestos a las Ganancias (sujetos empresas de capital, que tributan en base a una tasa que asciende al 35 %).

Esta norma expresa en su artículo 69 inc 6) que se considerarán sujetos objeto del tributo a *“los fideicomisos constituidos en el país conforme las disposiciones de la ley 24.441, excepto en los que el fiduciante posea la calidad de beneficiario. La excepción dispuesta en el presente párrafo no será de aplicación en los casos de fideicomisos financieros o cuando el fiduciante beneficiario sea un sujeto comprendido en el título V”*

El artículo agregado primero a continuación del artículo 70 del Decreto Reglamentario de la Ley de Impuestos a las Ganancias establece en el último párrafo que: *“para la determinación de la ganancia neta imponible no serán deducibles los*

importes que, bajo cualquier denominación corresponda asignar en concepto de distribución de utilidades”.

El artículo agregado siguiente, determina que: “no regirá la limitación establecida en el primer artículo incorporado a continuación del 70 del Decreto Reglamentario, para los fideicomisos financieros, contemplados en los artículos 19 y 20 de la ley 24441... cuando se reúnan la totalidad de los requisitos siguientes:

a) *Se constituyan con el único fin de efectuar la titulización de activos homogéneos que consistan en títulos valores públicos o privados... o derechos creditorios provenientes de operaciones de financiación evidenciados en instrumentos públicos o privados..., verificados como tales en su tipificación y valor por los organismos de control conforme lo exija la pertinente normativa en vigor, siempre que la constitución de los fideicomisos... y la oferta pública de certificados de participación...o títulos representativos de deuda se hubieran efectuado de acuerdo con las normas de la Comisión Nacional de Valores...*

b) *Los activos homogéneos originales fideicomitados... no sean sustituidos por otros tras su realización o cancelación, salvo colocaciones financieras transitorias efectuadas por el fiduciario... con el producido de tal realización o cancelación con el fin de administrar los importes a distribuir o aplicar al pago de las obligaciones del fideicomiso..., o en los casos de reemplazo de un activo por otro por mora o incumplimiento.*

c) *Que el plazo de duración del fideicomiso, sólo en el supuesto de instrumentos representativos de crédito, guarde relación con el de cancelación definitiva de los activos fideicomitados o de los derechos creditorios que lo componen, respectivamente.*

d) *Que el beneficio bruto total del fideicomiso... se integre únicamente con las rentas generadas por los activos fideicomitados... y por las provenientes de su realización, y de las colocaciones financieras transitorias a que se refiere el punto b), admitiéndose que una proporción no superior al 10 % (diez por ciento) de ese ingreso total provenga de otras operaciones realizadas para mantener el valor de dichos activos.*

No se consideran desvirtuados los requisitos indicados en el punto a) por la inclusión en el patrimonio de fideicomiso... de fondos entregados por el fideicomitente u obtenidos de terceros para el cumplimiento de obligaciones del fideicomiso.

En el año fiscal en el cual no se cumpla con alguno de los requisitos mencionados anteriormente y en los años siguientes de duración del fideicomiso..., se aplicará lo dispuesto en el artículo anterior". (Haciendo alusión a la obligación de oblar el tributo).

De lo hasta aquí expuesto se puede inferir que los fideicomisos financieros tributarán en base a las ganancias que produzcan, conforme a la tasa establecida para los sujetos comprendidos en la tercera categoría, no pudiendo deducir como gastos a los importes asignados a la distribución de utilidades.

No obstante, si el fideicomiso financiero cumple con los requisitos establecidos por el decreto reglamentario, puede acceder al beneficio fiscal que le permite deducir los importes que corresponda asignar en concepto de distribución de utilidades. La implicancia de esto repercute de una manera trascendental en el negocio, ya que la base imponible en este caso será cero. Esto se explica porque tomada la ganancia del fideicomiso y deducidos todos los gastos de formación, administración y conservación, y los montos correspondientes a las utilidades derivadas de los títulos emitidos, el resultado será cero, por lo cual que los fideicomisos financieros resultaran sujetos exentos de facto a la tributación de este impuesto.

Los requisitos exigidos para poder usufructuar el beneficio fiscal son los siguientes:

I- Que se trate de bienes homogéneos e instrumentados.

La norma exige que los activos a titular sean de carácter homogéneo provenientes de operaciones de financiación y que estén representados mediante títulos valores (incorporados en instrumentos públicos o privados).

II- Existencia de oferta pública.

La segunda exigencia por parte del organismos recaudador es que exista oferta pública de los títulos valores.

El concepto de oferta pública surge del artículo 16 de la ley 17.811, y por el mismo debe entenderse la invitación hecha en forma general y a un público indeterminado a adquirir un título valor, independientemente si al final el adquirente de los valores emitidos resulta siendo sólo una persona.

III- Que no haya revolving

Lo que no se permite es que los activos originales fideicomitidos sean sustituidos por otros tras su realización o cancelación.

No obstante, se prevé una excepción para el caso en que los créditos cedidos se encuentren en mora o estén incumplidos.

La solución que se propugna para los casos en que se quiera securitizar una cartera de activos a corto plazo, en el que los créditos deban sustituirse en períodos cortos –debido a su amortización- y se quiera al mismo tiempo poder gozar de los beneficios fiscales, es la conformación de un programa global que sirva de marco para la realización de fideicomisos individuales.

IV- Plazo de duración

Se exige que el plazo de duración del fideicomiso guarde relación con el de cancelación definitiva de los activos fideicomitidos.

V- Fuente de los beneficios.

Se requiere que los beneficios que se obtengan mediante el fideicomiso provengan de su fuente primigenia de negocios que es la titulización de activos, y no de otro negocio alterno o distinto. Por esta razón se pone un tope máximo de 10 % sobre el ingreso bruto a la ganancias derivadas de otras operaciones.

15.2. EL IMPUESTO AL VALOR AGREGADO (I.V.A.)

El artículo 84 de la ley 24.441 establece que *“cuando los bienes fideicomitidos fuesen créditos, las transmisiones a favor del fideicomiso no constituirán prestaciones o colocaciones financieras gravadas.*

Cuando el crédito cedido incluya intereses de financiación, el sujeto pasivo del instrumento por la prestación correspondiente a estos últimos continuará siendo el fideicomitente, salvo que el pago deba efectuarse al cesionario o a quien este indique, en cuyo caso será quien lo reciba el que asumirá la calidad de sujeto pasivo.”

De lo aquí expuesto se puede colegir que las transmisiones de créditos al fideicomiso no estarán gravadas por este impuesto.

No obstante, en el segundo párrafo del artículo transcrito supra, se prevé que en el caso que el crédito cedido incluya intereses de financiación el sujeto pasivo seguirá siendo el fiduciante, salvo que el pago se le realice al fiduciario o a un tercero.

El fundamento de esta disposición reposa en que generalmente el fiduciante se erige en la praxis negocial como *servicer* administrador, encargado de gestionar la cobranza de la cartera de créditos, por lo cual al ser sujeto pasivo del gravamen, podrá computarlo luego como crédito fiscal. Va de suyo, que para el caso en que el encargado de gestionar la cartera de créditos sea el fiduciario o un tercero, el tributo recaerá sobre quien diligencie tal tarea.

15.3. IMPUESTO A LA GANANCIA MÍNIMA PRESUNTA.

Están exentos de este tributo, el que eventualmente recaerá sobre los titulares de los valores fiduciarios.

15.4. IMPUESTO A LOS BIENES PERSONALES.

Tampoco se ven alcanzados por este tributo.

15.5. IMPUESTO SOBRE LOS CRÉDITOS Y LOS DÉBITOS.

El artículo 10 inc. c) del decreto 380/2001 exime de este tributo a las cuentas utilizadas por los fideicomisos financieros en forma exclusiva en el desarrollo específico de su actividad, en tanto y en cuanto cumplan con los requisitos necesarios para acceder al beneficio fiscal en materia de impuesto a las ganancias que hemos estudiado en uno de los puntos anteriores.

15.6. IMPUESTO SOBRE INGRESOS BRUTOS.

El fideicomiso financiero está sujeto a la tributación de este impuesto en la provincia de Córdoba, debiendo efectuar el aporte sobre el spread que genera.

15.7. IMPUESTO DE SELLOS

Este gravamen no alcanza a los fideicomisos financieros realizados en Córdoba.

15.8. LA TENENCIA DE LOS TÍTULOS FIDUCIARIOS.

En cuanto a la tributación correspondiente a los beneficios obtenidos en base a la titularidad de los valores emitidos por el fideicomiso financiero, se presentan las siguientes consecuencias:

I- Con relación al impuesto a las ganancias están exenta de tributación las ganancias obtenidas por personas físicas, sucesiones indivisas y beneficiarios del exterior, cuando se realice oferta pública de los títulos valores.

Se establece como requisito que los títulos valores deben emanar del fiduciario.

II- Con respecto al IVA, también se encuentran exentos, siempre que se cumplan los requisitos establecidos en el punto anterior.

III- El impuesto sobre la ganancia mínima presunta, establece la obligación de tributar de los titulares de los certificados, quienes deberán ingresar el impuesto en función del último valor de mercado.

IV- Las mismas consideraciones son aplicables al impuesto a los bienes personales.

V- En el impuesto a los sellos, están exentos de tributar.

VI- Con relación al impuesto sobre ingresos brutos, quienes deberán tributar, serán los inversores “habitualistas”, es decir, aquellos que operen con títulos dentro del mercado de capitales con habitualidad

16. INSUFICIENCIA DEL PATRIMONIO FIDEICOMITIDO

Conforme se estudió en el capítulo anterior, el patrimonio fideicomitado no es susceptible de ser declarado en quiebra, sino que la ley tiene prevista la liquidación del mismo, encomendándole tal encargo al fiduciario.

No obstante, para el caso particular del fideicomiso financiero se estructura un régimen diferenciado, donde interviene la asamblea de tenedores de títulos de deuda, la cual tendrá como función resolver sobre las normas de administración y liquidación del patrimonio.

A estos efectos se pronuncia el artículo 23 de la ley 24.441 al decir: *“En el fideicomiso financiero del Capítulo 4, en caso de insuficiencia del patrimonio fideicomitado, si no hubiere previsión contractual, el fiduciario citará a asamblea de tenedores de deuda, lo que se notificará mediante la publicación de avisos en el Boletín Oficial y un diario de gran circulación del domicilio del fiduciario, la que se celebrará*

dentro del plazo de sesenta días contados a partir de la última publicación, a fin de que la asamblea resuelva sobre las normas de administración y liquidación del patrimonio”.

Lo que se puede inferir de la norma transcrita en el acápite anterior es, en primer lugar, que el remedio legal dispuesto por la presente ley es de carácter supletorio, por cuanto operará cuando no existiere previsión contractual al respecto.

En segundo lugar, la entidad a la cual la ley encomienda la resolución del tema es una asamblea constituida por los tenedores de los títulos de deuda. Al respecto, se puede apreciar que no han sido incluidos los titulares de certificados de participación³²³, ni se propugna una solución para los acreedores del patrimonio fideicomitado que no sean tenedores de títulos de deuda.

Por otra parte traemos a colación las críticas realizadas por Fernández y Gómez Leo, quienes sostienen que *“la idea de otorgarles (haciendo referencia a los tenedores de títulos de deuda) un derecho típicamente societario no concuerda básicamente con la función movilizadora de créditos que se intenta darle. El propietario de uno de estos títulos desconoce la mecánica financiera del proceso, y se aviene a la rentabilidad prometida en el título, compromiso éste insoslayable y cuyo incumplimiento condiciona al fracaso a la totalidad de la operatoria. A nivel bursátil, ya la celebración o la convocatoria misma de la asamblea referida en el art. 23 provocaría verdaderos estragos en la cotización, corridas de ventas masivas y un contundente deterioro del mercado de futuro en el país.”*³²⁴

Por su parte, el artículo 24 dispone que : *“las normas a que se refiere el artículo precedente podrán prever:*

a) La transferencia del patrimonio fideicomitado como unidad a otra sociedad de igual giro;

³²³ El proyecto de 1998 les reconoce tal derecho. *“En el fideicomiso financiero, en caso de insuficiencia del patrimonio fideicomitado, a falta de previsión contractual, el fiduciario debe citar a asamblea de portadores de certificados de participación o de títulos de deuda, según el caso”.* (art. 1480)

³²⁴ FERNÁNDEZ, Raymundo – GÓMEZ LEO, Osvaldo R., Ob. Cit., p.258

b) *Las modificaciones del contrato de emisión, las que podrán comprender la remisión de parte de las deudas o la modificación de los plazos, modos o condiciones iniciales;*

c) *La continuación de la administración de los bienes fideicomitidos hasta la extinción del fideicomiso;*

d) *La forma de enajenación de los activos del patrimonio fideicomitado;*

e) *La designación de aquél que tendrá a su cargo la enajenación del patrimonio como unidad o de los activos que la conforman;*

f) *Cualquier otra materia que determine la asamblea relativa a la administración o liquidación del patrimonio separado.*

La asamblea se considerará válidamente constituida cuando estuviesen presentes tenedores de títulos que representen como mínimo dos terceras partes del capital emitido y en circulación; podrá actuarse por representación con carta poder certificada por escribano público, autoridad judicial o banco; no es necesaria la legalización.

Los acuerdo deberán adoptarse por el voto favorable de tenedores de títulos que representen, a lo menos, la mayoría absoluta del capital emitido y en circulación, salvo en el caso de las materias indicadas en el inciso b) en que la mayoría será de dos terceras partes de los títulos emitidos y en circulación.

Si no hubiese quórum en la primera citación se deberá citar a una nueva asamblea la cual deberá celebrarse dentro de los treinta días siguientes a la fecha fijada para la asamblea no efectuada; ésta se considerará válida con los tenedores que se encuentren presentes. Los acuerdos deberán adoptarse con el voto favorable de títulos que representen a los³²⁵ menos la mayoría absoluta del capital emitido y en circulación.”

Lo que se puede rescatar de esta norma es que la enumeración que hace el artículo en cuestión, refiriéndose a las resultas que puede adoptar la asamblea, es de carácter eminentemente enunciativo, ya que a tenor de lo dispuesto por el inciso f) rige el principio de libertad de la voluntad asamblearia para la determinación de las medidas

³²⁵ Error del Boletín Oficial. Debió decirse “al menos”

referentes a la administración o liquidación del patrimonio fideicomitado. Dejamos en claro, que esto rige siempre que no se afecten derechos de terceros³²⁶

Se puede apreciar, asimismo, que la norma en su segunda parte establece detalladamente el régimen de quórum y mayorías necesarias para la adopción de las decisiones asamblearias.³²⁷

Por último, en referencia a la posibilidad de los tenedores de títulos de deuda de ser representados mediante carta poder certificada, autores como Lascala, ceñidos bajo un tinte más formalista, sostienen que tal disposición es equivocada ya que va en contra de todas las formalidades exigidas por el Código Civil³²⁸, mientras que autores como Lisoprawski, más funcionalistas – en posición que compartimos –, apuntan que esta disposición se trata de todo un avance dentro de nuestra legislación comercial, en la que subsisten formalismos y solemnidades antieconómicas que no se compadecen con el progreso de los tiempos.³²⁹

³²⁶ Conf. LISOPRAWSKI, Silvio V., Ob. Cit., p.1119

³²⁷ Para el hipotético caso que tales mayorías no sean reunidas, el proyecto de 1998 dispone: “No lograda esta mayoría, el órgano de contralor, a pedido de cualquier interesado o de oficio, debe citar a una tercera asamblea, que debe realizarse dentro de la jurisdicción en que se encuentre el domicilio indicado en el artículo 1480, y debe ser presidida por el funcionario que designe. Esta asamblea se reúne con la cantidad de portadores que concurren y las decisiones se toman por mayoría absoluta de capital de los presentes.

Si no se llega a ninguna decisión, el fiduciario debe liquidar el fideicomiso, conforme a lo dispuesto en el artículo 1473, con supervisión de la autoridad de control, la que, en su caso, puede solicitar al tribunal las medidas conservatorias del patrimonio y la remoción del fiduciario si se configura una de las causales del artículo 1464, con la designación del sustituto o de un fiduciario judicial provisorio”. (art. 1482)

³²⁸ LASCALA, Jorge H., Ob. Cit., p.306 a 309

³²⁹ LISOPRAWSKI, Silvio V., Ob. Cit., p.1120

CAPITULO V CONCLUSIONES.

CONCLUSIONES

1.- CONCLUSIONES PERSONALES

1.1.- MARCO ACTUAL DE LA ARGENTINA.

Las conclusiones personales del presente trabajo se realizan en función de la situación actual Argentina.

Nuestro país está saliendo de una crisis que lo azotó en gran manera, tanto desde el punto de vista social, como económico y financiero.

Y en este plano las cuestiones relativas a las finanzas se han visto más que afectadas por los resabios de la mentada crisis.

De hecho, con un índice de riesgo país tan elevado como el que había alcanzado nuestro Estado, el desarrollo de proyectos se hace muy complicado, ya que no hay créditos disponibles en el mercado local.

Esto se explica porque dicho índice, realizado en base al EMBI (*emerging markets bond index*)³³⁰ marca la sobretasa –con respecto a la tasa de referencia- que debe ser pagada por los inversores para que la inversión en determinado lugar esté acorde con el riesgo que se corre.

Explicado en números, esto nos muestra que con un riesgo país de 6.000 puntos básicos³³¹, y una tasa de referencia de la FED de 3.5 %, el interés que se hubiera correspondido pagar en nuestro país conforme el riesgo, hubiera ascendido al 63.5 %.

Vemos entonces que ante la verdad que arrojaban tales números, los asesores financieros de las corporaciones debían poner en marcha su ingenio para el desarrollo de instrumentos financieros que permitieran a las empresas un fondeo por fuera de la línea tradicional bancaria, ya que no había créditos disponibles en el mercado.

³³⁰ Es un índice generado por el JP Morgan

³³¹ Cabe aclarar que desde la crisis el índice ha bajado, colocándose al cierre del 14/07/05 en 415 pts. En base a este puntaje la tasa a pagar sería de 7,90 %.

Hoy en día los bancos están cobrando una tasa activa del 14 % nominal³³², lo que sumados los costos financieros, llega a una tasa real del 16 % anual. Por otra parte, la banca está pagando sus intereses pasivos (aquellos que paga en función de los depósitos a plazo fijo que toma) un interés aproximado del 4,5 % anual.³³³

Podemos apreciar, al analizar estos números, que existe un gran desfase entre las tasas activas y pasivas. Dicho de otro modo, a las personas y empresas les representa un alto costo el tomar préstamos de la banca, y por el otro lado, sus ahorros no generan grandes dividendos a la hora de canalizarlos a través de CD a lo largo del tiempo.

Es aquí donde el fideicomiso financiero, como vehículo de securitización de activos va a desplegar todas sus virtudes, actuando como un acercador de tasas, colocándola en el orden del 9 % aproximadamente.³³⁴

La empresa que opte por financiarse a través de este medio, entre costos operativos de formación, manutención y administración del fideicomiso, y tasa pagada para la amortización de los títulos emitidos, tendrá que enfrentar un costo final de financiación que puede oscilar entre el 10 y el 11 % (en esto es muy importante que se diseñe el fideicomiso de una manera tal que lo haga susceptible de acogerse a los beneficios fiscales dispuestos por la ley del impuestos a las ganancias).

Por otro lado, el inversor, que quiera hacer rendir su dinero, podrá colocar sus ahorros, en títulos con excelentes calificaciones, a una tasa mucho mayor que la bancaria, la cual se sitúa generalmente en un 8 – 9 %. (obviamente esto depende según el fideicomiso, y la clase de título).

Como bien puede ser observado, a través de los números expuestos *supra*, este mecanismo de financiación evidencia una ventaja para ambas partes

³³² Según datos obtenidos al 14/07/05 del Banco Galicia y del Banco Río, en función de créditos corporativos. Los mismos difieren de las tasas pagadas en créditos personales (20 % aprox.) o hipotecarios. (11 % aprox).

³³³ Según datos obtenidos al 14/07/05 del Banco Galicia y del Banco Río, en función de depósitos a plazo fijo a 30 días.

³³⁴ Según un informe de Gainvest Asset Managment, los certificados de mayor categoría, con *duration* (tiempo de recupero) de 3 a 8 meses, han estado pagando tasas de corte en el orden del 7% al 12% anual. La Nación,. Sección economía, p.5, 10/7/2005

(tomador y prestador del dinero), ya que la securitización de activos acerca las tasas y permite que los beneficios sean bidireccionales, es decir, que arrojen ventajas y beneficios tanto para los sujetos demandantes de dinero, como para los inversores.

1.2.- COSTOS ASOCIADOS

Hay acuerdo entre los operarios financieros en que, para que un proyecto de securitización sea viable, debe tratarse de una cartera de activos significativa para que puedan absorberse los costos operativos del negocio.

Si bien en esta área las opiniones personales pueden divergir, delimitaremos en \$ 2.000.000 el monto mínimo³³⁵ para que realmente la securitización de activos a través de un fideicomiso financiero pueda asignar los costos operativos correctamente y se nos presente como una alternativa atractiva al momento de financiarnos.³³⁶

Cómo expresáramos anteriormente, el costo final de financiamiento puede ascender al 10 – 11 %, aunque en este campo es bastante arbitrario hablar en abstracto, ya que los costos efectivos deberán ser analizados en el caso puntual, atendiendo a la regulación fiscal, el monto fideicomitado, la calidad de los activos, la situación macroeconómica, etc.

En números, podemos ver que los costos de colocación de los valores fiduciarios a la oferta pública son los siguientes³³⁷:

³³⁵ Si bien se puede hacer -como lo ha expresado el encuestado Fadda- por montos menores, creemos que, para que este mecanismo de financiamiento otorgue todas sus virtudes, debe manejarse un número superior, que permita una dilución mayor de costos, con su correspondiente mejor asignación dentro del proceso.

No obstante, no descartamos la idea de securitizar carteras de activos de \$ 500.000 recurriendo a entidades financieras mas pequeñas, como lo señala Fadda. De hecho, estos números permitirían el acceso a este tipo de financiamiento a ciertas PYMES, que de otro modo no podrían hacerlo.

Sin perjuicio de lo hasta aquí dicho, estos números deben ser analizados en el caso concreto.

³³⁶ Tal atraktividad se ve reflejada en la cantidad de fideicomisos que se han estado realizando, ya que, según el informe de Gainvest Asset Management, entre enero y junio de este año, se han registrado fideicomisos financieros con colocaciones por \$ 1.675 millones, en contraste con los \$ 1.628 millones emitidos en el 2004. La Nación, Sección economía, p.5, 10/7/2005

³³⁷ Se toman como base los datos aportados por el encuestado Julián Bravo.

- **Honorarios del Fiduciario** dependiendo del arreglo, puede tener costos mensuales únicamente (aprox \$3.500) o bien mensuales + un costo inicial de hasta \$15000
- **Honorarios asesoramiento jurídico** : entre \$10 mil y \$50 mil dependiendo de la complejidad. Normalmente hay menores valores para las series posteriores.
- **Prospectos** : entre \$1mil y \$10 mil dependiendo de la calidad de impresión y cantidad
- **Avisos en diarios:** entre \$5 mil y \$10 mil dependiendo de la importancia que se le quiera dar
- **Gastos del road show:** entre \$1mil y \$20 mil
- **Honorarios de colocación y organización:** si bien son dos honorarios diferentes, suelen ser un “paquete” que puede ir entre el 0,5% y el 1% de lo colocado, dependiendo la duración de la colocación y el monto.
- **Arancel CNV** 0,02% de la colocación
- **Gastos de la calificadora de riesgo:** alrededor de \$10 mil
- **Honorarios Auditores del Fideicomiso:** aprox \$10 mil anuales
- A estos costos hay que sumarles posibles **duplicaciones de costos impositivos**, tales como el Impuesto a las transacciones financieras, o Ingresos Brutos provinciales y los **costos administrativos** de llevar la administración del fideicomiso.

A pesar de la cuantía de los números expuestos precedentemente, es de particular importancia apuntar que, -como bien lo señala Bravo- si se trata de un fideicomiso financiero con beneficios impositivos, se puede generar un ahorro en términos del impuesto a las ganancias superior al importe de todos los gastos.

Por esta razón es de vital importancia tener en cuenta la cuestión tributaria a la hora de constituir un fideicomiso financiero, ya que el ahorro en términos monetarios a los cuales se puede acceder si se cumplimentan los requisitos establecidos por la ley de impuesto a las ganancias, es extremadamente considerable.

1.3.- DIFERENTES FIDEICOMISOS FINANCIEROS EN LA ACTUALIDAD.

Existe una gama vastísima de bienes que pueden ser afectados a un fideicomiso financiero, ya que cualquier activo que presente cierta cuota de homogeneidad es susceptible de ser securitizado.

La experiencia argentina en el tema demuestra que se han realizado securitizaciones en un espectro muy amplio de campos. Así tenemos fideicomisos de recursos forestales y agrícolas, de flujos futuros de fondos, de créditos, de peajes, sobre cupones de tarjetas de crédito, de certificados de exportación, sobre hipotecas, prendas, contratos de leasing, programas multiactivos, etc.

Citamos como ejemplos de fideicomisos realizados y registrados ante la CNV a los siguientes:³³⁸

- **FIDEICOMISO FINANCIERO APEX I**
 - **Fiduciante:** Centro Interacción Multimedia S. A. (actúa bajo la denominación comercial Apex América. Es un *Contact Center Offshore* especializado en *Outsourcing* de servicios, que le permite prestar servicios en los principales países de América y Europa).
 - **Fiduciario:** Rosario Administradora Sociedad Fiduciaria S.A
 - **Bienes fideicomitidos:** Créditos originados a partir de la Fecha de Corte por el Fiduciante por prestación de servicios de atención al cliente a favor de LiveBridge Inc. consistentes en la atención de llamados para la resolución de reclamos, consultas y venta de nuevos productos y servicios, entre otros.
 - **Monto:** V/N U\$S 650.000

³³⁸ Los datos que se consignan a continuación han sido tomados de los prospectos de emisión respectivos, encontrándose los mismos a disposición del público en general

- **TARJETA NARANJA I FIDEICOMISO FINANCIERO**
 - **Fiduciante:** Tarjeta Naranja S. A.
 - **Fiduciario:** Banco Patagonia Sudameris S.A.
 - **Bienes fideicomitidos:** Créditos originados por el Fiduciante, derivados de la utilización de las Tarjetas de Crédito emitidas por el mismo.
 - **Monto:** VN \$ 40.000.027

- **PROGRAMA GLOBAL DE FIDEICOMISOS FINANCIEROS RIBEIRO II**
 - **Fiduciante:** Ribeiro S.A.C.I.F.A. (una sociedad anónima comercial, industrial, financiera, agropecuaria e inmobiliaria)
 - **Fiduciario:** ABN AMRO Trust Company (Argentina) S.A
 - **Bienes fideicomitidos:** conjunto de derechos creditorios vinculados a la comercialización de electrodomésticos y otros productos comercializados por el Fiduciante.
 - **Monto:** Hasta un valor nominal máximo de \$ 50.000.000

- **UNIVERSIDAD DE PALERMO II. FIDEICOMISO FINANCIERO.** (Serie 2 del Programa denominado “Universidad de Palermo”)
 - **Fiduciante:** Fundación Universidad de Palermo
 - **Fiduciario:** ArsCap S.A
 - **Bienes fideicomitidos:** la totalidad de los Flujos de Fondos Netos emergentes de la prestación de servicios educativos, por un plazo de setenta y dos (72) meses consecutivos, hasta alcanzar en cada mes un importe determinado.(que se consigna en el contrato).
 - **Monto:** U\$S 7.000.000

- **FIDEICOMISO FINANCIERO “CMR FALABELLA I”**
 - **Fiduciante:** CMR Falabella S. A.
 - **Fiduciario:** Banco Patagonia Sudameris S.A

- **Bienes Fideicomitados:** Créditos originados por el Fiduciante, derivados de la utilización de las Tarjetas de Crédito emitidas por el mismo, correspondiente a Cuentas Elegibles seleccionadas
- **Monto:** VN \$ 13.408.806

- **FIDEICOMISO FINANCIERO SECUPYME V** (dentro del marco de programa global SECUVAL)
 - **Fiduciante:** Una serie de Pymes seleccionadas
 - **Fiduciario:** Banco de Valores S.A
 - **Bienes fideicomitados:**
 - Letras de cambio a la vista libradas por cada Pyme.
 - Cobranzas emergentes de los boletos de compraventa de cereales, oleaginosos y demás productos de la agricultura, cedidas por las Pymes. (crédito cedido)
 - Cobranzas de exportación cedidos por el exportador.
 - Pagarés a emitir, en su caso, por el exportador.
 - **Monto:** VN U\$S 2.671.000

- **PROGRAMA GLOBAL DE VALORES FIDUCIARIOS “BMN MULTIACTIVOS”**
 - **Fiduciante:** (a) La entidad que transfiera los Activos Titulizables en fideicomiso o (b) los suscriptores de los Valores Fiduciarios, en los Fideicomisos de Dinero
 - **Fiduciario:** Bapro Mandatos y Negocios S.A
 - **Bienes fideicomitados:** Los Activos Titulizables que constituirán el Patrimonio Fideicomitado de cada Serie, serán cualquiera de los siguientes: (a) moneda nacional o extranjera, para adquirir u originar otros activos, realizar emprendimientos u otorgar financiaciones; y/o (b) derechos creditorios o derechos de cobro de sumas de dinero, de cualquier naturaleza y cuyos obligados al pago sean personas físicas o jurídicas, públicas o privadas o fiduciarios públicos o privados o cualquier otro patrimonio de afectación, con o sin garantía; y/o (c) valores negociables; y/o (d) activos

financieros, instrumentados o no en valores negociables o títulos de crédito, y/o (e) productos derivados, y/o (f) productos agropecuarios, incluidas sementeras; (g) derechos personales y reales sobre bienes inmuebles y muebles; y/o (h) forestaciones, y/o (i) activos intangibles; y/o (j) derechos que surjan de cualesquiera relaciones contractuales de contenido económico; todos ellos adquiridos de uno o más Fiduciantes o terceros, o adquiridos u originados para el Fideicomiso con los recursos aportados en fideicomiso por los inversores en un Fideicomiso de Dinero. También constituirán el Patrimonio Fideicomitado todo producido, renta, amortización, indemnización, fruto, accesión y derecho que se obtenga de dichos activos o de la Inversión de Fondos Líquidos Disponibles de cada Fideicomiso Financiero, en los términos que se autoriza en el presente. Se consideran productos derivados cualquier operación de (1) pase, activo o pasivo (“*repurchase agreement*” y “*reverse repurchase agreement*”), (2) swaps (incluyendo “*total return swaps*”) de tasas, monedas, de riesgo crediticio o de mercado o de otros índices, (3) opciones de venta y/o compra (“*put* y *calls*”) y combinaciones de éstas y/o (4) futuros (“*futures*” y “*forwards*”).

- **Monto:** Hasta un valor nominal máximo de \$ 100.000.000

En la exposición de estos casos se ha tratado de demostrar la gran maleabilidad de la figura, mediante la exposición de procesos en los cuales varía la naturaleza de los bienes fideicomitados y el monto de realización.

A través de estos ejemplos queremos dejar en claro que no hay que ceñirse a las clasificaciones preestablecidas por la doctrina, sino poner a jugar el ingenio a fin de poder adaptar esta figura a la consecución de los distintos negocios que se nos presenten. Un fideicomiso siempre será único y distinto a otro, por lo que intentar aferrarse a un modelo preestablecido será perder la potencialidad de adaptación al caso concreto que esta figura nos ofrece.

1.4.- VENTAJAS

Las ventajas asequibles a través de la utilización de este vehículo de financiación son muchas. No obstante, habrá que analizarlas en el caso concreto, atendiendo a aspectos que hacen al fideicomiso en particular (calidad de los activos, montos, beneficios fiscales, etc), y a las demás variables que puedan influir en el ámbito macroeconómico (tasas de referencias, riesgos de mercado, etc).

Apuntamos como ventajas las siguientes³³⁹:

- **Con respecto al fiduciante:**

- I- Otorga mejores tasas de financiamiento que una línea de crédito bancaria.
- II- Permite la disminución de costos derivada de la desintermediación financiera.
- III- Existe una “venta real” de los bienes por parte del originante al vehículo, por lo que no lleva implícito el riesgo de toda la empresa, ya que los títulos van a estar respaldados por un patrimonio separado de la misma.
- IV- Permite el acceso rápido al crédito
- V- Permite el acceso al crédito a personas que no podrían conseguirlo a través de la banca tradicional.
- VI- Habilita la posibilidad de captar fondos por encima de lo que se podría lograr como empresa directamente. (Para el caso de aquellas empresas que no están en condiciones de acceder al mercado financiero, debido a su precariedad patrimonial, la titulización de créditos le permite obtener calificaciones aceptables para captar dinero. Aquellas otras empresas con buena performance económica y patrimonial, pueden mediante los fideicomisos obtener mayor

³³⁹ Las mismas surgen del desarrollo del trabajo, y de las proporcionadas por los encuestados.

capacidad de endeudamiento, cuando lo conseguido directamente a través de ON o créditos bancarios directos no le es suficiente para sus fines.)

- VII- Al realizarse “*off balance sheet*”, permite una mejor calificación de crédito. (por ejemplo un título “x” emitido por un fideicomiso financiero puede obtener una calificación ra AAA, mientras, que si fuera emitido como obligación negociable obtendría ra BBB, ya que dentro del análisis de riesgo se incluiría la situación de toda la empresa.)
- VIII- Otorga la posibilidad de acceder a beneficios fiscales –en orden al impuesto a las ganancias- cuando se cumplimentan una serie de requisitos dispuestos por el decreto reglamentario.
- IX- Permite la financiación mediante la afectación de los flujos futuros de fondos.
- X- Genera títulos con gran liquidez en el mercado secundario.
- XI- Habilita a las entidades financieras a colocar préstamos en el mercado sin violar las restricciones de calce establecida por el B.C.R.A.
- XII- Es una herramienta ideal para eliminar el descalce financiero..
- XIII- Cooperera para producir una mejora en los estados contables, especialmente en los ratios de liquidez, endeudamiento y rentabilidad sobre activos que proveen los fideicomisos como método de endeudamiento. Al no computarse dentro de los respectivos Activos y Pasivos los créditos cedidos y la deuda obtenida, mejoran sustancialmente estos índices³⁴⁰

³⁴⁰ Esto se explica porque se realiza “*off balance sheet*”. Esto significa que no figura como deuda en los estados contables del originante, ya se realiza por fuera de la hoja de balance.

- **Con respecto al inversor:**

- I- Los rendimientos ofrecidos son mayores que los derivados de las colocaciones tradicionales.
- II- Da mayor seguridad al inversor, ya que los bienes fideicomitidos no son alcanzados por la quiebra del fiduciario ni fiduciante.
- III- Son títulos fácilmente liquidables en el mercado secundario; máxime cuando hay oferta pública y cotización bursátil de los mismos, ya que hay desarrollado un gran mercado demandante de estos títulos.
- IV- Permite un análisis de riesgo simplificado a través del prospecto de emisión y de los eventuales dictámenes de las agencias calificadoras de riesgo.
- V- Al haber transmisión de los activos al vehículo, el inversor analiza la solidez del proyecto y su flujo, y no la situación de toda la empresa.
- VI- Son títulos que generalmente obtienen las mejores calificaciones.

1.5.- CRÍTICAS AL RÉGIMEN

El impulso del proceso para securitizar activos, tuvo su núcleo de manifestación en la Comisión Nacional de Valores, a cargo, en aquel entonces, del Dr. Martín Redrado.

El objetivo propuesto fue un “ *aumento del crédito de la actividad productiva, con disminución de la tasa de interés y el alargamiento de los plazos de amortización, que ponga fin al cortoplacismo propio de las economías puramente especulativas.*”³⁴¹

³⁴¹ LISOPRAWSKI, Silvio V., “Securitización. Los negocios fiduciarios y el fideicomiso. Ley de financiamiento de la vivienda y la construcción”. En el tratado de los contratos de empresa. Tomo II. Contratos bancarios, de MARTORELL, Ernesto E., Ed Depalma, 2ª ed actualizada, Bs As, 2000. p.860

En este marco se sancionó la ley 24.441 que regula –entre otros temas- al fideicomiso financiero como vehículo de securitización de activos.

Esta ley está reglamentada por un conjunto de Resoluciones Generales dictadas por la CNV. Además el proceso se ve atingido por la ley de 17.811 de oferta pública, y el decreto 677/2001, entre otras normas que de una manera u otra lo reglamentan.

En el marco de las opiniones de los operadores jurídicos, económicos y financieros que actúan en el mercado y utilizan este medio de financiación, impera -en general- la idea que la ley 24.441 y demás regulaciones, son positivas.³⁴²

Al presente no se han vertido muchas críticas a la ley, ni han surgido demasiados problemas derivados de su utilización, salvo en lo relativo a la constitución del fideicomiso unilateral, cuestión en la cual nos hemos inclinado por sostener la imposibilidad de su constitución.

Sin embargo, podemos señalar como críticas particulares al sistema las siguientes:

I- Se ha afirmado que, si bien la ley en sí misma no presenta aristas que puedan generar complicaciones, las regulaciones efectuadas por la CNV pueden producir confusiones debido a la burocracia legislativa.

No obstante, se apunta que existe una gran disponibilidad por parte de la C.N.V. para resolver cualquier eventual problema que se pudiera plantear en su aplicación práctica.

II- La crítica central que se le puede realizar a la ley es que no le ha otorgado personalidad jurídica al fideicomiso.

Esto puede, en ciertos casos, causar grandes costos y contratiempos, ya que todos los bienes son inscriptos a nombre del fiduciario. El papeleo, cheques, cuentas bancarias, inscripciones registrales, etc., están formalizadas a nombre del fiduciario. Si alguna eventualidad aconteciera, que obligara a sustituir a este sujeto, se

³⁴² Existe acuerdo en tal sentido entre la mayoría de los sujetos encuestados.

debería realizar el cambio de titularidad de todos estos bienes, ya que el titular de los mismos no es el fideicomiso –carente de personalidad jurídica-, sino el fiduciario (dueño fiduciario de los bienes fideicomitados).

En este sentido pensamos que, si al fideicomiso se le reconoce personalidad fiscal, también podría atribuírsele personalidad jurídica, ya que no vemos ningún problema que pudiera derivarse de esta cuestión. De hecho, se facilitaría la actuación a los sujetos que tuvieran reclamos que efectuarle al fideicomiso, debido a que deberían dirigirse directamente al fideicomiso “X”, y no al fiduciario “Y” en su carácter de titular del fideicomiso “X”.

III- Si bien se han dispuesto diferentes vehículos para securitizar activos, la experiencia nos demuestra que en la práctica sólo se securitiza a través de fideicomisos financieros.

Sea por la razones señaladas en el trabajo³⁴³ o por otras, el fideicomiso financiero ha sido el vehículo elegido por los operadores del sistema para llevar adelante securitizaciones de carteras de activos.

IV- Consideramos que ha sido un acierto el haber dispuesto una regulación especial para la cesión de créditos al vehículo emisor, ya que se elimina el requisito de notificación al deudor cedido, siempre que exista previsión contractual en tal sentido.

La importancia de esta cuestión es vital para el posible desarrollo de la figura, ya que la praxis de este negocio se vería frustrada ante la imposibilidad fáctica de anotar a todos los deudores cedidos.

V- Asimismo, debe ser resaltado el tratamiento fiscal dispensado, ya que mediante los beneficios que se otorgan –en especial con relación al impuesto a las

³⁴³ Inseguridad ante la quiebra y posible confusión patrimonial entre los bienes o el patrimonio de la sociedad y los afectados al cumplimiento de la finalidad del vehículo, además del costo de constitución, en el caso de las sociedades de objeto especial; o de la rigidez, costos operativos y restricción en la diversificación de las inversiones en el caso de los F.C.C.I

ganancias- se coloca a este mecanismo de financiación como una alternativa atractiva, sea para los tomadores de fondos, como para los inversores en los títulos emitidos.

Sin perjuicio de esto, creemos que algunos de los requisitos exigidos para acogerse al beneficio fiscal en el marco del impuesto a las ganancias no son demasiados razonables. En particular porque el crédito debe estar instrumentado, y no se pueden afectar flujos de fondos sin dicha instrumentación.

Asimismo porque no se permite realizar *revolving*, salvo para el caso en que exista mora.

VI- Si bien gran parte de la utilización de esta figura está enderezada a financiar proyectos particulares de empresas privadas, puede asimismo contribuir al progreso del país ya que puede estar destinada al financiamiento de la construcción y adquisición de viviendas, o al desarrollo de obras públicas de gran envergadura, en cualquiera de estos casos, con indudable repercusión en la generación de fuentes de trabajo.

VII- Hay que tener en cuenta que a través de su utilización – especialmente por los montos que se manejan- pueden esconderse simulaciones, fraudes, vaciamientos de empresas, lavados de activos, etc.

En definitiva, como todos los institutos jurídicos, depende de qué personas intervengan y cómo sea utilizado, para lo cual la autoridad de aplicación deberá ejercer un contralor adecuado.

VIII- Destacamos la importancia del decreto 677/01 que viene a sentar ciertas pautas de conducta para que la oferta pública de valores que se realice en el mercado sea lo más transparente posible.

Consideramos que es de extrema importancia el que se defienda el derecho del inversor a una información veraz y confiable, y que se castiguen ciertas acciones que conspiran contra la transparencia del mercado (v.gr. *insider trading*).

Esto sin dudas repercutirá en una mayor confianza por parte de los inversores nacionales (particulares e institucionales) y en un incremento en el número de inversiones extranjeras, que no invertirían en el país si no se otorgaran las garantías suficientes.

En definitiva, con reglas claras se potenciarán las inversiones, lo cual resultará en beneficio del mercado de capitales local, y en definitiva de toda la economía argentina.

Se nos hace imperioso destacar que -sin perjuicio de lo loable del decreto de transparencia- creemos que tal regulación debiera realizarse por medio de una norma dictada por el Congreso de la Nación, y no por un resolución del Poder Ejecutivo, a fin de evitar así cualquier cuestionamiento posible, en torno a la inconstitucionalidad de sus disposiciones.

En síntesis, la ley ah sido bien recibida por los operadores, quienes, más allá de algunos reparos en cuestiones menores, consideran que no presenta mayores inconvenientes.

Creemos que hubiera sido correcto otorgarle personalidad jurídica al fideicomiso, que debieran exigirse menos requisitos para acceder al beneficio fiscal, y que la regulación en torno a la oferta pública debiera realizarse por medio de una ley nacional.

No obstante, nos congratulamos por tener incorporado a nuestro acervo jurídico al fideicomiso financiero y esperamos que la jurisprudencia termine de delimitar todas aquellas cuestiones que requieran un pronunciamiento en el caso concreto.

2.- CONCLUSIONES CONCEPTUALES

2.1 SECURITIZACIÓN.³⁴⁴

- Es un medio alternativo de financiación consistente en la emisión de títulos valores sobre un conjunto aislado de activos afectados al repago de dichos valores.
- Se erige como una alternativa más económica de financiamiento cimentada en la diversificación de instrumentos financieros, ofreciendo beneficios bidireccionales, para el originante y para el inversor.
- Se plantea como una buena alternativa de financiamiento en países como el nuestro donde, en épocas de crisis, los créditos disponibles en el mercado de dinero son muy onerosos.
- El proceso abarca una gama vastísima de bienes, ya que cualquier activo que presente cierta cuota de homogeneidad es susceptible de ser securitizado.
- Es un excelente método de fondeo para corporaciones con buenos estados de resultados pero con problemas de liquidez.
- Se puede realizar mediante distintos vehículos, pero la realidad señala que en la práctica, -debido a flexibilidad, costos e implicancias con relación a la quiebra- se han elegido a los fideicomisos financieros
- La titulación de activos puede perseguirse mediante distintas modalidades (*pass-through, asset-backed bonds o pay-through*). No obstante, lo que viene a

³⁴⁴ Ver gráfico 1

calificar a la securitización como tal es que existe una efectiva transferencia de los activos, por parte del originante al vehículo.

- Al existir una “venta real”, por la transferencia de los activos que le realiza el originante al vehículo, los riesgos de la quiebra del originante no afectan en nada a la calidad de dichos activos.
- Al realizarse la securitización “*off balance sheet*”³⁴⁵ se logran obtener los títulos con el mejor ranking.
- Se pueden adicionar al proceso, mecanismos de mejoras crediticias (*credit enhancement*) tanto internas como externas, los cuales servirán para reducir el riesgo de *default* o incumplimiento de los títulos, permitiendo así obtener un mejor ranking por parte de las agencias calificadoras de riesgos.

2.2.- FIDEICOMISO.³⁴⁶

- Si bien las primeras expresiones de fideicomiso se encontraron en el derecho romano, el fideicomiso actual se acerca más al *trust* anglosajón.
- Hay fideicomiso cuando el fiduciante transmite al fiduciario la propiedad fiduciaria de determinados bienes, y éste se obliga a ejercer tal propiedad en interés del beneficiario, y al cumplimiento un plazo o condición a transmitirla a quien aparezca como fideicomisario.

³⁴⁵ Que se encuentre “*off balance sheet*”, quiere significar que no figura como deuda en los estados contables del originante, ya se realiza por fuera de la hoja de balance, lo cual implica que no lleva implícito el riesgo de toda la empresa por estar los activos aislados y transferidos al vehículo.

³⁴⁶ Ver gráfico 2

- Los bienes fideicomitidos constituyen un patrimonio separado del fiduciario y del fiduciante.
- Se compone de dos relaciones jurídicas. Una de carácter real, que implica la transmisión de la propiedad fiduciaria del fiduciante al fiduciario, y otra de carácter personal, representada por las obligaciones que asume el fiduciario de cumplir el encargo que constituye la finalidad del fideicomiso.
- Mediante su utilización se pueden perseguir una gama vastísima de fines, erigiéndose así como un vehículo apto para otorgar seguridades y garantías a negocios subyacentes.
- El fideicomiso unilateral está vedado, ya que en tal caso no existiría el acuerdo de voluntades necesario para crearlo, por cuanto nadie puede contratar consigo mismo.
- Si bien los fideicomisos pueden ser clasificados según sus modalidades, estas clasificaciones son sólo didácticas ya que la ley no las dispone. Lo único que hace la ley es regular de manera diferente a los fideicomisos ordinarios y financieros, pero en ningún lugar los distingue según sus fines.
- Es un contrato típico, consensual, bilateral, se presume oneroso, conmutativo, de tracto sucesivo e *intuitu personae*.
- El derecho que el fiduciario tiene sobre las cosas fideicomitidas es de dominio imperfecto, por estar afectado en la perpetuidad del mismo.
En este sentido, decimos que tiene un derecho absoluto, exclusivo y temporario. No obstante, el derecho del fiduciario puede recaer no sólo sobre cosas, sino también sobre bienes y derechos, por lo que sería más apropiado hablar entonces de “propiedad”

- Adherimos a la teoría del patrimonio de afectación en lo concerniente a la naturaleza jurídica del patrimonio fideicomitado.
El titular del patrimonio fideicomitado es el fiduciario, respecto de quien se crean diferentes patrimonios autónomos de afectación en cada caso particular, no ingresando en consecuencia los bienes a su propio patrimonio.
- La transmisión del dominio fiduciario será oponible a terceros sólo a partir que sean satisfechas las formalidades exigibles de acuerdo con la naturaleza particular de los bienes en cuestión.
- Los acreedores del fiduciante no tendrán acción alguna contra los bienes fideicomitados, ya que estos son transferidos al patrimonio fiduciario.
No obstante, subsiste en su cabeza la acción pauliana por fraude cuando dicha transmisión se hubiera realizado en fraude a sus intereses; y cualquier otra acción conferida por el derecho general, por tratarse dicha transmisión de un acto jurídico como cualquier otro (vgr. simulación, etc.)
- los acreedores del fiduciario no tienen acción contra los bienes fideicomitados de los cuales el fiduciario es su titular fiduciario.
- Ni los acreedores del beneficiario ni del fideicomisario tienen acción contra los bienes fideicomitados. Sólo pueden subrogarse en los derechos de sus deudores cuando se haya cumplido el plazo o condición.
- Los acreedores del fideicomiso, sólo tienen acción contra el patrimonio fideicomitado, no así contra el fiduciante ni el fiduciario a título personal.
- La limitación de la responsabilidad del fiduciario al valor de la cosa fideicomitada, no será aplicable en caso que actúe con dolo o culpa, que hubiese

contratado con terceros en exceso de sus facultades, en forma contraria a los fines del fideicomiso, o no se hubiera asegurado, cuando razonablemente debió hacerlo.

- La cesación del fiduciario no es causal de extinción, sino que se deberán arbitrar los medios para reemplazarlo.
- En caso de insuficiencia, el fideicomiso no es susceptible de ser declarado en quiebra ni en concurso, sino que, salvo nuevos aportes o previsión contractual, el fiduciario liquidará los bienes y los distribuirá conforme al régimen de privilegios de la quiebra. (En el fideicomiso financiero se establece otro sistema)

2.3.- FIDEICOMISO FINANCIERO.³⁴⁷

- Es un subtipo dentro del concepto general de fideicomiso, sujeto a las normas generales, pero con reglas propias que lo reglamentan, atento a que está destinado a servir al mercado de capitales.
- Es un vehículo apto para securitizar activos, ya que sirve para aislar los bienes fideicomitados, y sobre los mismos, o sobre los flujos de fondos que ellos produzcan emitirá títulos valores, los cuales constituirán la única fuente de repago de dichos títulos, salvo que se hubieren adicionado otras garantías.
- Las notas que lo tipifican son dos. Por un lado el carácter especial requerido para ser fiduciario (una entidad financiera o una sociedad especialmente autorizada por la CNV) y por el otro la cualidad particular de los beneficiarios (inversionistas titulares de títulos de deuda o de certificados de participación)

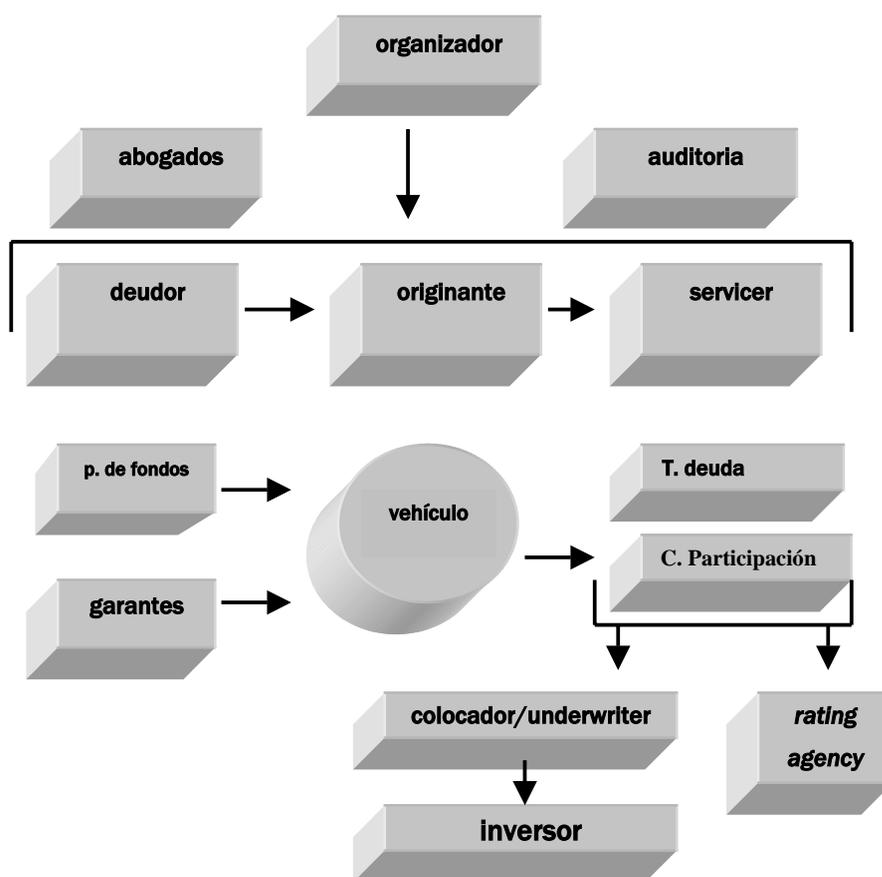
³⁴⁷ Le es plenamente aplicable el gráfico 1. En el supuesto de un fideicomiso financiero, el papel de originante es cumplido por el fiduciante, y el de vehículo por el fiduciario como titular del fideicomiso financiero.

- La CNV será la autoridad de aplicación
- Está sujeto a un régimen especial para la cesión de créditos, ya que tal cesión será factible sin tener que cumplimentar el requisito de notificar al deudor cedido, siempre que exista previsión contractual al respecto.
Al efecto, la cesión podrá efectuarse por acto único, debiendo individualizarse cada crédito con expresión de su monto, plazos, intereses y garantías.
- No puede haber fideicomiso unilateral, porque para que se genere el contrato que da nacimiento al fideicomiso financiero se requiere la concurrencia de dos voluntades diferentes. Por lo tanto si no hay dos partes, no hay contrato, ergo, no hay fideicomiso.
- El fiduciario financiero emitirá valores fiduciarios (títulos de deuda y certificados de participación) que tendrán como fuente de repago la cartera de activos fideicomitida.
- Estos valores, serán considerados valores negociables, pudiendo ser tanto cartulares como escriturales. Lo que los caracteriza como valores negociables es que son homogéneos y fungibles, emitidos en serie, negociables y susceptibles de tráfico en los mercados financieros.
- Los certificados de participación son “*equity instruments*”, que otorgan a su tenedor un derecho de participación en los resultados derivados de la operatoria del fideicomiso.
- Los títulos de deuda son “*debt instruments*”, donde la rentabilidad de los mismos se manifiesta a través de una suma determinada o fija de dinero. En

otras palabras, lo que confieren estos títulos es un derecho al cobro de la cuota de amortización de los valores más un interés establecido.

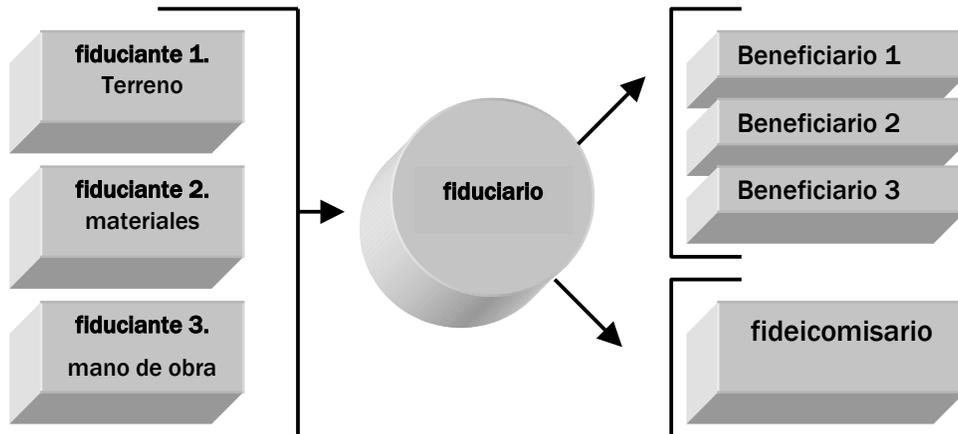
- Los valores fiduciarios pueden ser emitidos en diferentes clases y series, que acuerden diferentes derechos, debiendo otorgar los mismos derechos dentro de cada clase.
- Los valores fiduciarios pueden ser emitidos mediante certificados globales, para su inscripción en los regímenes de depósito colectivo.
- Los valores fiduciarios pueden ser colocados mediante oferta pública, en los términos de la ley 17.88, bajo autorización y supervisión de la CNV.
- Se pueden crear programas globales de emisión a fin de determinar las reglas generales mediante las cuales se regirán las posteriores emisiones.
- La emisión de los títulos debe ir acompañada de un prospecto, donde se deberán consignar las condiciones de emisión, y demás cuestiones que sirvan para acercar una información transparente y fidedigna a los inversores.
- La publicidad de la oferta de los títulos debe ser veraz y proporcionada a las circunstancias, estando prohibido el empleo de referencias inexactas u ocultamiento así como expresiones que sean susceptibles de engendrar error, engaño o confusión.
- Los fideicomisos financieros son pasibles de ciertos beneficios fiscales, en especial en lo relativo al impuesto a las ganancias, ya que si cumplen con los requisitos establecidos por el decreto reglamentario, pueden acceder al beneficio fiscal que les permite deducir los importes que corresponda asignar en concepto de distribución de utilidades.

- En caso de insuficiencia patrimonial no habrá quiebra. Salvo previsión contractual al respecto, se llamará a una asamblea de tenedores de títulos de deuda, quienes resolverán sobre el futuro del fideicomiso.

ESQUEMA DE UNA SECURITIZACIÓN DE CRÉDITOS**Explicación del esquema:**

- 1- El originante tiene una serie de créditos en contra de un grupo de deudores, que quiere securitizar
- 2- El organizador se encarga coordinar el proceso, contratando a los asesores legales quienes lo diseñaran, y a los auditores, que realizaran las actividades de asesoramiento y contralor correspondientes.
- 3- El originante transmite esos créditos al vehículo con el fin de securitizarlos.
- 4- En vehículo emite los valores fiduciarios , los cuales tendrán como fuente de repago a los créditos cedidos.
- 5- El mismo originante se constituirá en servicer (mediante contrato de locación), para gestionar la administración y cobro de la cartera de créditos cedida
- 6- Los garantes prestarán garantías adicionales para lograr disminuir el nivel de riesgo
- 7- Los proveedores de fondos asistirán al pago de los títulos valores cuando se produzcan baches entre las fechas de entrada y salida de flujo.
- 8- Las agencias calificadoras de riesgo dictaminarán sobre la siniestralidad de los valores fiduciarios emitidos.
- 9- El colocador o el underwriter se encargará de colocar (y en su caso financiar) los títulos entre el público inversor
- 10- Los inversores adquirirán los títulos como contraprestación de un precio en dinero.

ESQUEMA DE UN FIDEICOMISO ORDINARIO INMOBILIARIO³⁴⁸



Explicación del esquema:

- 1- El fiduciante 1 trasfiere al fiduciario el terreno del cual es dueño.
- 2- El fiduciante 2 trasfiere al fiduciario los materiales necesarios para hacer la construcción de un edificio, más el dinero suficiente para distintas erogaciones
- 3- El fiduciante 3 pone el know-how, el proyecto y la mano de obra.
- 4- El fiduciario administra las prestaciones dadas por los fiduciantes, construye un edificio de "x" características, y se encarga de la venta del 90% de las unidades al público
- 5- El fiduciante 1 recibe como beneficiario el 33 % de lo producido con la venta.
- 6- El fiduciante 2 recibe como beneficiario el 34 % de lo producido con la venta.
- 7- El fiduciante 3 recibe como beneficiario el 33 % de lo producido con la venta
- 8- El fiduciante 2 recibe como fideicomisario el 10% de las unidades que quedaron sin vender.

³⁴⁸ Es un caso de fideicomiso ordinario, con fines inmobiliarios diseñados al sólo efecto didáctico de este trabajo. Los porcentajes de repartición no se condicionan necesariamente con la realidad.

ANEXO.

FINANCIAMIENTO DE LA VIVIENDA Y LA CONSTRUCCION

Ley N° 24.441

Fideicomiso. Fiduciario. Efectos del fideicomiso. Fideicomiso financiero. Certificados de participación y títulos de deuda. Insuficiencia del patrimonio fideicomitado en el fideicomiso financiero. Extinción del fideicomiso. Contrato de "leasing". Letras hipotecarias. Créditos hipotecarios para la vivienda. Régimen especial de ejecución de hipotecas. Reformas al Código Civil. Modificaciones al régimen de corretaje. Modificaciones a la Ley de Fondos Comunes de Inversión. Modificaciones al Código Procesal Civil y Comercial de la Nación. Modificaciones al Régimen Registral. Modificaciones al Código Penal. Modificaciones a las leyes impositivas. Desregulación de aspectos vinculados a la construcción en el ámbito de la Capital Federal.

Sancionada: Diciembre 22 de 1994.

Promulgada: Enero 9 de 1995.

El senado y Cámara de Diputados de la Nación Argentina, reunidos en Congreso, etc. sancionan con fuerza de Ley:

TITULO I

Del fideicomiso

CAPITULO I

ARTICULO 1° — Habrá fideicomiso cuando una persona (fiduciante) transmita la propiedad fiduciaria de bienes determinados a otra (fiduciario), quien se obliga a ejercerla en beneficio de quien se designe en el contrato (beneficiario), y a transmitirlo al cumplimiento de un plazo o condición al fiduciante, al beneficiario o al fideicomisario.

ARTICULO 2° — El contrato deberá individualizar al beneficiario, quien podrá ser una persona física o jurídica, que puede o no existir al tiempo del otorgamiento del contrato; en este último caso deberán constar los datos que permitan su individualización futura.

Podrá designarse más de un beneficiario, los que salvo disposición en contrario se beneficiarán por igual; también podrán designarse beneficiarios sustitutos para el caso de no aceptación, renuncia o muerte.

Si ningún beneficiario aceptare, todos renunciaren o no llegaren a existir, se entenderá que el beneficiario es el fideicomisario. Si tampoco el fideicomisario llegara a existir, renunciare o no aceptare, el beneficiario será el fiduciante.

El derecho del beneficiario puede transmitirse por actos entre vivos o por causa de muerte, salvo disposición en contrario del fiduciante.

ARTICULO 3° — El fideicomiso también podrá constituirse por testamento, extendido en alguna de las formas previstas por el Código Civil, el que contendrá al menos las enunciaciones requeridas por el artículo 4. En caso de que el fiduciario designado por testamento no aceptare se aplicará lo dispuesto en el artículo 10 de la presente ley.

CAPITULO II

El fiduciario

ARTICULO 4º — El contrato también deberá contener:

- a) La individualización de los bienes objeto del contrato. En caso de no resultar posible tal individualización a la fecha de la celebración del fideicomiso, constará la descripción de los requisitos y características que deberán reunir los bienes;
- b) La determinación del modo en que otros bienes podrán ser incorporados al fideicomiso;
- c) El plazo o condición a que se sujeta el dominio fiduciario, el que nunca podrá durar más de treinta (30) años desde su constitución, salvo que el beneficiario fuere un incapaz, caso en el que podrá durar hasta su muerte o el cese de su incapacidad;
- d) El destino de los bienes a la finalización del fideicomiso;
- e) Los derechos y obligaciones del fiduciario y el modo de sustituirlo si cesare.

ARTICULO 5º — El fiduciario podrá ser cualquier persona física o jurídica. Sólo podrán ofrecerse al público para actuar como fiduciarios las entidades financieras autorizadas a funcionar como tales sujetas a las disposiciones de la ley respectiva y las personas jurídicas que autorice la Comisión Nacional de Valores quien establecerá los requisitos que deban cumplir.

ARTICULO 6º — El fiduciario deberá cumplir las obligaciones impuestas por la ley o la convención con la prudencia y diligencia del buen hombre de negocios que actúa sobre la base de la confianza depositada en él.

ARTICULO 7º — El contrato no podrá dispensar al fiduciario de la obligación de rendir cuentas, la que podrá ser solicitada por el beneficiario conforme las previsiones contractuales ni de la culpa o dolo en que pudieren incurrir él o sus dependientes, ni de la prohibición de adquirir para sí los bienes fideicomitados.

En todos los casos los fiduciarios deberán rendir cuentas a los beneficiarios con una periodicidad no mayor a un (1) año.

ARTICULO 8º — Salvo estipulación en contrario, el fiduciario tendrá derecho al reembolso de los gastos y a una retribución. Si ésta no hubiese sido fijada en el contrato, la fijará el juez teniendo en consideración la índole de la encomienda y la importancia de los deberes a cumplir.

ARTICULO 9º — El fiduciario cesará como tal por:

- a) Remoción judicial por incumplimiento de sus obligaciones, a instancia del fiduciante; o a pedido del beneficiario con citación del fiduciante;
- b) Por muerte o incapacidad judicialmente declarada si fuera una persona física;
- c) Por disolución si fuere una persona jurídica;
- d) Por quiebra o liquidación;

e) Por renuncia si en el contrato se hubiese autorizado expresamente esta causa. La renuncia tendrá efecto después de la transferencia del patrimonio objeto del fideicomiso al fiduciario sustituto.

ARTICULO 10. — Producida una causa de cesación del fiduciario, será reemplazado por el sustituto designado en el contrato o de acuerdo al procedimiento previsto por él. Si no lo hubiere o no aceptare, el juez designará como fiduciario a una de las entidades autorizadas de acuerdo a lo previsto en el artículo 19. Los bienes fideicomitidos serán transmitidos al nuevo fiduciario.

CAPITULO III

Efectos del fideicomiso

ARTICULO 11. — Sobre los bienes fideicomitidos se constituye una propiedad fiduciaria que se rige por lo dispuesto en el título VII del libro III del Código Civil y las disposiciones de la presente ley cuando se trate de cosas, o las que correspondieren a la naturaleza de los bienes cuando éstos no sean cosas.

ARTICULO 12. — El carácter fiduciario del dominio tendrá efecto frente a terceros desde el momento en que se cumplan las formalidades exigibles de acuerdo a la naturaleza de los bienes respectivos.

ARTICULO 13. — Cuando se trate de bienes registrables, los registros correspondientes deberán tomar razón de la transferencia fiduciaria de la propiedad a nombre del fiduciario. Cuando así resulte del contrato, el fiduciario adquirirá la propiedad fiduciaria de otros bienes que adquiera con los frutos de los bienes fideicomitidos o con el producto de actos de disposición sobre los mismos, dejándose constancia de ello en el acto de adquisición y en los registros pertinentes.

ARTICULO 14. — Los bienes fideicomitidos constituyen un patrimonio separado del patrimonio del fiduciario y del fiduciante. La responsabilidad objetiva del fiduciario emergente del artículo 1113 del Código Civil se limita al valor de la cosa fideicomitada cuyo riesgo o vicio fuese causa del daño si el fiduciario no pudo razonablemente haberse asegurado.

ARTICULO 15. — Los bienes fideicomitidos quedarán exentos de la acción singular o colectiva de los acreedores del fiduciario. Tampoco podrán agredir los bienes fideicomitidos los acreedores del fiduciante, quedando a salvo la acción de fraude. Los acreedores del beneficiario podrán ejercer sus derechos sobre los frutos de los bienes fideicomitidos y subrogarse en sus derechos.

ARTICULO 16. — Los bienes del fiduciario no responderán por las obligaciones contraídas en la ejecución del fideicomiso, las que sólo serán satisfechas con los bienes fideicomitidos. La insuficiencia de los bienes fideicomitidos para atender a estas obligaciones, no dará lugar a la declaración de su quiebra. En tal supuesto y a falta de otros recursos provistos por el fiduciante o el beneficiario según visiones contractuales, procederá a su liquidación, la que estará a cargo del fiduciario, quien deberá enajenar los bienes que lo integren y entregará el producido a los acreedores conforme al orden de privilegios previstos para la quiebra; si se tratase de fideicomiso financiero regirán en lo pertinente las normas del artículo 24.

ARTICULO 17. — El fiduciario podrá disponer o gravar los bienes fideicomitidos cuando lo requieran los fines del fideicomiso, sin que para ello sea necesario el consentimiento del fiduciante o del beneficiario, a menos que se hubiere pactado lo contrario.

ARTICULO 18. — El fiduciario se halla legitimado para ejercer todas las acciones que correspondan para la defensa de los bienes fideicomitidos, tanto contra terceros como contra el beneficiario.

El juez podrá autorizar al fiduciante o al beneficiario a ejercer acciones en sustitución del fiduciario, cuando éste no lo hiciere sin motivo suficiente.

CAPITULO IV

Del fideicomiso financiero

ARTICULO 19. — Fideicomiso financiero es aquel contrato de fideicomiso sujeto a las reglas precedentes, en el cual el fiduciario es una entidad financiera o una sociedad especialmente autorizada por la Comisión Nacional de Valores para actuar como fiduciario financiero, y beneficiario son los titulares de certificados de participación en el dominio fiduciario o de títulos representativos de deuda garantizados con los bienes así transmitidos.

Dichos certificados de participación y títulos de deudo serán considerados títulos valores y podrán ser objeto de oferta pública.

La Comisión Nacional de Valores será autoridad de aplicación respecto de los fideicomisos financieros, pudiendo dictar normas reglamentarias.

ARTICULO 20. — El contrato de fideicomiso deberá contener las previsiones del artículo 4 y las condiciones de emisión de los certificados de participación o títulos representativos de deuda.

CAPITULO V

De los certificados de participación y títulos de deuda

ARTICULO 21. — Los certificados de participación serán emitidos por el fiduciario. Los títulos representativos de deuda garantizados por los bienes fideicomitados podrán ser emitidos por el fiduciario o por terceros, según fuere el caso. Los certificados de participación y los títulos representativos de deuda podrán ser al portador o nominativos, endosables o no, o escriturales conforme al artículo 8 y concordantes de la ley 23.576 (con las modificaciones de la ley 23.962). Los certificados serán emitidos en base a un prospecto en el que constarán las condiciones de la emisión, y contendrá las enunciaciones necesarias para identificar el fideicomiso al que pertenecen, con somera descripción de los derechos que confieren.

Podrán emitirse certificados globales de los certificados de participación, para su inscripción en regímenes de depósito colectivo. A tal fin se considerarán definitivos, negociables y divisibles.

ARTICULO 22. — Pueden emitirse diversas clases de certificados de participación con derechos diferentes. Dentro de cada clase se otorgarán los mismos derechos. La emisión puede dividirse en series.

CAPITULO VI

De la insuficiencia del patrimonio fideicomitado en el fideicomiso financiero

ARTICULO 23. — En el fideicomiso financiero del capítulo IV, en caso de insuficiencia del patrimonio fideicomitado, si no hubiere previsión contractual, el fiduciario citará a asamblea de tenedores de títulos de deuda, lo que se notificará mediante la publicación de avisos en el Boletín Oficial y un diario de gran circulación del domicilio del fiduciario, la que se celebrará dentro del plazo de sesenta días contados a partir de la última publicación, a fin de que la asamblea resuelva sobre las normas de administración y liquidación del patrimonio.

ARTICULO 24. — Las normas a que se refiere el artículo precedente podrán prever:

- a) La transferencia del patrimonio fideicomitado como unidad a otra sociedad de igual giro;
- b) Las modificaciones del contrato de emisión, las que podrán comprender la remisión de parte de las deudas o la modificación de los plazos, modos o condiciones iniciales;
- c) La continuación de la administración de los bienes fideicomitados hasta la extinción del fideicomiso;
- d) La forma de enajenación de los activos del patrimonio fideicomitado;
- e) La designación de aquel que tendrá a su cargo la enajenación del patrimonio como unidad o de los activos que lo conforman;
- f) Cualquier otra materia que determine la asamblea relativa a la administración o liquidación del patrimonio separado.

La asamblea se considerará válidamente constituida cuando estuviesen presentes tenedores de títulos que representen como mínimo dos terceras partes del capital emitido y en circulación; podrá actuarse por representación con carta poder certificada por escribano público, autoridad judicial o banco; no es necesaria legalización.

Los acuerdos deberán adoptarse por el voto favorable de tenedores de títulos que representen, a lo menos, la mayoría absoluta del capital emitido y en circulación, salvo en el caso de las materias indicadas en el inciso b) en que la mayoría será de dos terceras partes (2/3) de los títulos emitidos y en circulación.

Si no hubiese quórum en la primera citación se deberá citar a una nueva asamblea la cual deberá celebrarse dentro de los treinta (30) días siguientes a la fecha fijada para la asamblea no efectuada; ésta se considerará válida con los tenedores que se encuentren presentes. Los acuerdos deberán adoptarse con el voto favorable de títulos que representen a los menos la mayoría absoluta del capital emitido y en circulación.

CAPITULO VII

De la extinción del fideicomiso

ARTICULO 25. — El fideicomiso se extinguirá por:

- a) El cumplimiento del plazo o la condición a que se hubiere sometido o el vencimiento del plazo máximo legal;
- b) La revocación del fiduciante si se hubiere reservado expresamente esa facultad; la revocación no tendrá efecto retroactivo;
- c) Cualquier otra causal prevista en el contrato.

ARTICULO 26. — Producida la extinción del fideicomiso, el fiduciario estará obligado a entregar los bienes fideicomitados al fideicomisario o a sus sucesores, otorgando los instrumentos y contribuyendo a las inscripciones registrales que correspondan.

TITULO II

Contrato de "leasing"

(Título derogado por el Art. 27 de la Ley N° 25.248 B.O. 14/6/2000)

TITULO III

De las letras hipotecarias

ARTICULO 35. — Las letras hipotecarias son títulos valores con garantía hipotecaria.

ARTICULO 36. — La emisión de letras hipotecarias sólo puede corresponder a hipotecas de primer grado y estar consentida expresamente en el acto de constitución de la hipoteca.

ARTICULO 37. — La emisión de letras hipotecarias extingue por novación la obligación que era garantizada por la hipoteca.

ARTICULO 38. — La emisión de letras hipotecarias no impide al deudor transmitir el dominio del inmueble; el nuevo propietario tendrá los derechos y obligaciones del tercer poseedor de cosa hipotecada. La locación convenida con posterioridad a la constitución de la hipoteca será inoponible a quienes adquieran derechos sobre la letra o sus cupones. El deudor o el tercero poseedor tienen la obligación de mantener la cosa asegurada contra incendio en las condiciones usuales de plaza; el incumplimiento causa la caducidad de los plazos previstos en la letra.

ARTICULO 39. — Las letras hipotecarias son emitidas por el deudor, e intervenidas por el Registro de la Propiedad Inmueble que corresponda a la jurisdicción donde se encuentre el inmueble hipotecado, en papel que asegure su inalterabilidad, bajo la firma del deudor, el escribano y un funcionario autorizado del registro, dejándose constancia de su emisión en el mismo asiento de la hipoteca. Las letras hipotecarias deberán contener las siguientes enunciaciones:

- a) Nombre del deudor y, en su caso, del propietario del inmueble hipotecado;
- b) Nombre del acreedor;
- c) Monto de la obligación incorporada a la letra, expresado en una cantidad determinada en moneda nacional o extranjera;
- d) Plazos y demás estipulaciones respecto del pago, con los respectivos cupones, salvo lo previsto en el artículo 41 para las letras susceptibles de amortizaciones variables;
- e) El lugar en el cual debe hacerse el pago;
- f) Tasa de interés compensatorio y punitivo;
- g) Ubicación del inmueble hipotecado y sus datos registrales y catastrales;
- h) Deberá prever la anotación de pagos de servicios de capital o renta o pagos parciales;

i) La indicación expresa de que la tenencia de los cupones de capital e intereses acredita su pago, y que el acreedor se halla obligado a entregarlos y el deudor a requerirlos;

j) Los demás que fijen las reglamentaciones que se dicten.

También se dejará constancia en las letras de las modificaciones que se convengan respecto del crédito, como las relativas a plazos de pago, tasas de interés, etcétera, las letras hipotecarias también podrán ser escriturales.

ARTICULO 40. — Las letras hipotecarias se transmiten por endoso nominativo que se hará en el lugar habilitado para ello en el título, o en su prolongación; deberá constar el nombre del endosatario, quien podrá volver a transmitir el título bajo las mismas formas, y la fecha del endoso. No es necesaria notificación al deudor, y éste no podrá oponer al portador o endosatario las defensas que tuviere contra anteriores endosarios o portadores del título salvo lo dispuesto en el artículo 42, in fine. El endoso de la letra hipotecaria es sin responsabilidad del endosante.

ARTICULO 41. — Las letras hipotecarias tendrán cupones para instrumentar las cuotas de capital o servicios de intereses. Quien haga el pago tendrá derecho a que se le entregue el cupón correspondiente como único instrumento válido acreditativo. Si la letra fuera susceptible de amortización en cuotas variables podrá omitirse la emisión de cupones; en ese caso el deudor tendrá derecho a que los pagos parciales se anoten en el cuerpo de la letra, sin perjuicio de lo cual serán oponibles aun al tenedor de buena fe los pagos documentados que no se hubieren inscrito de esta manera.

ARTICULO 42. — El pago se hará en el lugar indicado en la letra. El lugar de pago podrá ser cambiado dentro de la misma ciudad, y sólo tendrá efecto a partir de su notificación al deudor.

ARTICULO 43. — Verificados los recaudos previstos en el artículo precedente, la mora se producirá en forma automática al solo vencimiento, sin necesidad de interpelación alguna.

ARTICULO 44. — El derecho real de hipoteca incorporado al título se rige por las disposiciones del Código Civil en materia de hipoteca.

ARTICULO 45. — El portador de la letra hipotecaria o de alguno de los cupones puede ejecutar el título por el procedimiento de ejecución especial previsto en el título IV de esta ley cuando así se hubiere convenido en el acto de constitución de la hipoteca. De ello deberá dejarse constancia en la letra y en los cupones.

ARTICULO 46. — Al título valor son subsidiariamente aplicables, en cuanto resulten compatibles, las reglas previstas por el decreto ley 5965/63 para la letra de cambio.

ARTICULO 47. — Las acciones emanadas de las letras hipotecarias prescriben a los tres (3) años contados desde la fecha del vencimiento de cada cuota de capital o interés.

ARTICULO 48. — La cancelación de la inscripción de la emisión de las letras, y por ende de la hipoteca, se podrá hacer a pedido del deudor mediante la presentación de las letras y cupones en su caso con constancia de haberse efectuado todos los pagos de capital e intereses. El certificado extendido por el juez tendrá el mismo valor que las letras y/o cupones a los efectos de su presentación para la cancelación de la hipoteca.

ARTICULO 49. — Las personas autorizadas a hacer oferta pública como fiduciarios o a administrar fondos comunes de inversión, podrán emitir títulos de participación que tengan como garantía letras

hipotecarias o constituir fondos comunes con ellos, conforme las disposiciones reglamentarias que se dicten.

TITULO IV

De los créditos hipotecarios para la vivienda

ARTICULO 50. — En los créditos hipotecarios para la vivienda otorgados de conformidad con las disposiciones de esta ley, los gastos de escrituración por la traslación de dominio e hipoteca a cargo del cliente por todo concepto, excluidos los impuestos, e incluido el honorario profesional, no podrán superar el dos por ciento (2%) del precio de venta o la valuación del inmueble; cuando deba otorgarse hipoteca, el honorario podrá convenirse libremente. Los aportes a los regímenes de previsión para profesionales -si correspondiere- y otras contribuciones, exceptuadas las tasas retributivas de servicio de naturaleza local, serán proporcionales a los honorarios efectivamente percibidos por los profesionales intervinientes.

ARTICULO 51. — En los créditos hipotecarios para la vivienda el plazo se presume establecido en beneficio del deudor, salvo estipulación en contrario. Es inderogable por pacto en contrario la facultad del deudor de cancelar el crédito antes de su vencimiento cuando el pago fuere de la totalidad del capital adeudado, el contrato podrá prever una compensación razonable para el acreedor cuando la cancelación anticipada se hiciera antes de que hubiere cumplido la cuarta parte del plazo total estipulado.

TITULO V

Régimen especial de ejecución de hipotecas

(Nota Infoleg: Por art. 16 de la Ley N° 25.563 B.O. 15/2/2002 se establece lo siguiente: " Suspéndese por el plazo de ciento ochenta (180) días contados a partir de la vigencia de la presente, la totalidad de las ejecuciones judiciales o extrajudiciales, incluidas las hipotecarias y prendarias de cualquier origen que éstas sean, incluso las previstas en la presente Ley. Exceptúense de esta disposición los créditos de naturaleza alimentaria y los derivados de la responsabilidad de la comisión de delitos penales, los créditos laborales, los que no recaigan sobre la vivienda del deudor o sobre otros bienes afectados por el mismo a producción, comercio o prestación de servicios, los derivados de la responsabilidad civil y contra las empresas aseguradoras, las obligaciones surgidas con posterioridad a la entrada en vigencia de la ley de referencia y los casos en que hubiera comenzado a cumplirse la sentencia de quiebra, con la correspondiente liquidación de bienes.

Suspéndese por el plazo de ciento ochenta (180) días las medidas cautelares trabadas y prohíbese por el mismo plazo las nuevas medidas cautelares sobre aquellos bienes que resulten indispensables para la continuidad de las actividades relacionadas con el giro habitual del deudor".)

ARTICULO 52. — Las hipotecas en las cuales se hayan emitido letras hipotecarias con la constancia prevista en el artículo 45, y todas aquellas en que se hubiere convenido expresamente someterse a las disposiciones de este título, podrán ejecutarse conforme las reglas siguientes.

ARTICULO 53. — En caso de mora en el pago del servicio de amortización o intereses de deuda garantizada por un plazo de sesenta (60) días, el acreedor intimará por medio fehaciente para que se pague en un plazo no menor de quince (15) días, advirtiéndolo al deudor que, de no mediar pago íntegro de la suma intimada, el inmueble será rematado por la vía extrajudicial. En el mismo acto, se le intimará a denunciar el nombre y domicilio de los acreedores privilegiados, embargantes y ocupantes del inmueble hipotecado.

ARTICULO 54. — Vencido el plazo de la intimación sin que se hubiera hecho efectivo el pago, el acreedor podrá presentarse ante el juez competente con la letra hipotecaria o los cupones exigibles si éstos hubiesen circulado, y un certificado de dominio del bien gravado, a efectos de verificar el estado de ocupación del inmueble y obtener el acreedor, si así lo solicita, la tenencia del mismo. El juez dará traslado de la presentación por cinco (5) días al deudor a los efectos de las excepciones previstas en el artículo 64. El juez ordenará verificar el estado físico y de ocupación, designando a tal fin al escribano que proponga el acreedor. Si de esa diligencia resulta que el inmueble se encuentra ocupado, en el mismo acto se intimará a su desocupación en el plazo de diez (10) días, bajo apercibimiento de lanzamiento por la fuerza pública. El lanzamiento no podrá suspenderse, salvo lo dispuesto en el artículo 64.

No verificada en ese plazo la desocupación, sin más trámite se procederá al lanzamiento y se entregará la tenencia al acreedor, hasta la oportunidad prevista en el artículo 63. A estos fines, el escribano actuante podrá requerir el auxilio de la fuerza pública, allanar domicilio y violentar cerraduras y poner en depósito oneroso los bienes que se encuentren en el inmueble, a costa del deudor. Todo este procedimiento tramitará in audita parte, y será de aplicación supletoria lo establecido en los códigos de forma.

ARTICULO 55. — El acreedor estará facultado para solicitar directamente al Registro de la Propiedad un informe sobre el estado del dominio y gravámenes que afectaren el inmueble hipotecado, con indicación del importe de los créditos, sus titulares y domicilios.

ARTICULO 56. — Asimismo el acreedor podrá:

a) Solicitar directamente en el registro correspondiente la expedición de un segundo testimonio del título de propiedad del inmueble, con la sola acreditación de ese carácter y a costa del ejecutado;

b) Requerir la liquidación de las deudas que existan en concepto de expensas de la propiedad horizontal, impuestos, tasas y contribuciones que pesen sobre el inmueble, bajo apercibimiento que de no contarse con dichas liquidaciones en el plazo de diez (10) días hábiles desde la recepción de su solicitud, se podrá subastar el bien como si estuviera libre de deudas. Los reclamos que se dedujeran por aplicación de lo dispuesto anteriormente no afectarán el trámite de remate del bien gravado.

ARTICULO 57. — Verificado el estado del inmueble, el acreedor ordenará por sí, sin intervención judicial, la venta en remate público del inmueble afectado a la garantía, por intermedio del martillero que designe y con las condiciones usuales de plaza. Se deberán publicar avisos durante tres (3) días en el diario oficial y en dos (2) diarios de gran circulación, uno al menos en el lugar de ubicación del inmueble. El último aviso deberá realizarse con una anticipación no mayor de dos (2) días a la fecha fijada para el remate. En el remate estará presente el escribano quien levantará acta.

ARTICULO 58. — La base de la subasta será el monto de la deuda a la fecha de procederse a la venta y los avisos deberán —como mínimo— informar sobre la superficie cubierta, ubicación del inmueble, horario de visitas, estado de la deuda por tasas, impuestos, contribuciones y expensas, día, hora y lugar preciso de realización de la subasta.

ARTICULO 59. — El deudor, el propietario y los demás titulares de derechos reales sobre la cosa hipotecada deberán ser notificados de la fecha de la subasta por medio fehaciente con siete (7) días hábiles de anticipación, excluido el día de la subasta.

ARTICULO 60. — Realizada la subasta, el acreedor practicará liquidación de lo adeudado según el respectivo contrato y las pautas anteriormente dispuestas, más los gastos correspondientes a la ejecución, los que por todo concepto no podrán superar el tres por ciento (3%) del crédito. Procederá a depositar el remanente del precio a la orden del juez competente junto con la correspondiente rendición de cuentas documentada dentro de los cinco (5) días siguientes. El juez dará traslado al deudor de la citada

presentación de la acreedora por el término de cinco (5) días a los efectos de la impugnación o aceptación de la liquidación. De no mediar embargos, inhibiciones u otros créditos, y existiendo conformidad entre deudor y acreedor con respecto al remanente, éste podrá entregar directamente a aquél dicho remanente.

ARTICULO 61. — Si fracasare el remate por falta de postores, se dispondrá otro reduciendo la base en un veinticinco por ciento (25%). Si tampoco existieren postores se ordenará la venta sin limitación de precio y al mejor postor. No se procederá al cobro de suma alguna en concepto de honorarios por los remates fracasados. Si resultare adquirente el acreedor hipotecario procederá a compensar su crédito.

ARTICULO 62. — Cuando el comprador no abonare la totalidad del precio en tiempo, se efectuará nuevo remate. Aquél será responsable de la disminución real del precio que se obtuviere en la nueva subasta, de los intereses acrecidos y de los gastos ocasionados.

ARTICULO 63. — La venta quedará perfeccionada, sin perjuicio de lo dispuesto por el artículo 66, una vez pagado el precio en el plazo que se haya estipulado y hecha la tradición a favor del comprador, y será oponible a terceros realizada que fuere la inscripción registral correspondiente. El pago se hará directamente al acreedor cuando éste sea titular de la totalidad del crédito.

El remanente será depositado dentro del quinto día de realizado el cobro.

Si hubiere más de un acreedor el pago se hará al martillero interviniente, quien descontará su comisión y depositará el saldo a la orden del Juez para que éste cite a todos los acreedores para distribuir la suma obtenida.

Si el acreedor ostenta la tenencia del inmueble subastado, podrá transmitirla directamente al comprador; caso contrario y no habiendo mediado desposesión anticipada deberá ser realizada con intervención del juez, aplicándose en lo pertinente el artículo 54. La protocolización de las actuaciones será extendida por intermedio del escribano designado por el acreedor, sin que sea necesaria la comparecencia del ejecutado, y deberá contener constancia de:

- a) La intimación al deudor en los términos del artículo 53;
- b) La notificación del artículo 59;
- c) La publicidad efectuada;
- d) El acta de la subasta.

Los documentos correspondientes serán agregados al protocolo.

Los embargos e inhibiciones se levantarán por el juez interviniente con citación de los jueces que han trabado las medidas cautelares, conforme a las normas de procedimiento de la jurisdicción.

ARTICULO 64. — El ejecutado no podrá interponer defensas, incidente o recurso alguno tendiente a interrumpir el lanzamiento previsto por el artículo 54 ni la subasta, salvo que acreditare verosíblemente alguno de los siguientes supuestos:

- a) Que no está en mora;
- b) Que no ha sido intimado de pago;

- c) Que no se hubiera pactado la vía elegida; o
- d) Que existieran vicios graves en la publicidad.

En tales casos el juez competente ordenará la suspensión cautelar del lanzamiento o de la subasta.

Si el acreedor controvierte las afirmaciones del ejecutado, la cuestión se sustanciará por el procedimiento más abreviado que consienta la ley local. Si por el contrario reconociese la existencia de los supuestos invocados por el ejecutado, el juez, dejará sin efecto lo actuado por el acreedor y dispondrá el archivo de las actuaciones salvo en el caso del inciso d), hipótesis en la cual determinará la publicidad que habrá que llevarse a cabo antes de la subasta.

ARTICULO 65. — Una vez realizada la subasta y cancelado el crédito ejecutado, el deudor podrá impugnar por la vía judicial, por el procedimiento más abreviado que solicite el deudor:

- a) La no concurrencia de los hechos que habilitan la venta;
- b) La liquidación practicada por el acreedor;
- c) El incumplimiento de los recaudos establecidos en el presente título por parte del ejecutante.

En todos los casos el acreedor deberá indemnizar los daños causados, sin perjuicio de las sanciones penales y administrativas a que se hiciere pasible.

ARTICULO 66. — Dentro de los treinta (30) días corridos de efectuada la ejecución extrajudicial, el deudor podrá recuperar la propiedad del inmueble si pagara al adquirente el precio obtenido en la subasta, más el tres por ciento (3%) previsto en el artículo 60.

ARTICULO 67. — Si el precio obtenido en la subasta no cubriera la totalidad del crédito garantizado con la hipoteca, el acreedor practicará liquidación ante el juez competente por el proceso de conocimiento más breve que prevé la legislación local. La liquidación se sustanciará con el deudor, quien podrá pedir la reducción equitativa del saldo que permaneciere insatisfecho después de la subasta, cuando el precio obtenido en ella fuera sustancialmente inferior al de plaza, teniendo en cuenta las condiciones de ocupación y mantenimiento del inmueble.

TITULO VI

Reformas al Código Civil

ARTICULO 68. — Incorpórase como párrafo final del artículo 980 del Código Civil el siguiente:

Los instrumentos públicos extendidos de acuerdo a lo que establece este código gozan de entera fe y producen idénticos efectos en todo el territorio de la República Argentina, cualquiera sea la jurisdicción donde se hubieren otorgado.

ARTICULO 69. — Incorpórase como párrafo final del artículo 997 del Código Civil el siguiente:

Cuando un acto fuere otorgado en un territorio para producir efectos en otro, las leyes locales no podrán imponer cargas tributarias ni tasas retributivas que establezcan diferencias de tratamiento, fundadas en el domicilio de las partes, en lugar del cumplimiento de las obligaciones o en el funcionario interviniente.

ARTICULO 70. — Se aplicarán las normas de este artículo y las de los artículos 71 y 72, cuando se cedan derechos como componentes de una cartera de créditos, para:

- a) Garantizar la emisión de títulos valores mediante oferta pública;
- b) Constituir el activo de una sociedad, con el objeto de que ésta emita títulos valores ofertables públicamente y cuyos servicios de amortización e intereses estén garantizados con dicho activo;
- c) Constituir el patrimonio de un fondo común de créditos.

ARTICULO 71. — La cesión prevista en el artículo anterior podrá efectuarse por un único acto, individualizándose cada crédito con expresión de su monto, plazos, intereses y garantías. En su caso, se inscribirá en los registros pertinentes.

Los documentos probatorios del derecho cedido se entregarán al cesionario o fiduciario o, en su caso, a un depositario o al depositario del fondo común de créditos.

ARTICULO 72. — En los casos previstos por el artículo 70:

- a) No es necesaria la notificación al deudor cedido siempre que exista previsión contractual en el sentido. La cesión será válida desde su fecha;
- b) Sólo subsistirán contra el cesionario la excepción fundada en la invalidez de la relación crediticia o el pago documentado anterior a la fecha de cesión;
- c) Cuando se trate de una entidad financiera que emita títulos garantizados por una cartera de valores mobiliarios que permanezcan depositados en ella, la entidad será el propietario fiduciario de los activos. Sin embargo los créditos en ningún caso integrarán su patrimonio.

ARTICULO 73. — Sustitúyese el artículo 2662 del Código Civil por el siguiente:

Artículo 2662: Dominio fiduciario es el que se adquiere con razón de un fideicomiso constituido por contrato o por testamento, y está sometido a durar solamente hasta la extinción del fideicomiso, para el efecto de entregar la cosa a quien corresponda según el contrato, el testamento o la ley.

ARTICULO 74. — Agrégase, como segundo párrafo del artículo 2670 del Código Civil, el siguiente:

Quedan a salvo los actos de disposición realizados por el fiduciario de conformidad con lo previsto en la legislación especial.

ARTICULO 75. — Agregase como segundo párrafo del artículo 3936 del Código Civil el siguiente:

Las legislaciones locales dispondrán el régimen procesal de la ejecución judicial de la garantía hipotecaria, conforme a las siguientes pautas:

- a) El procedimiento será el del juicio ejecutivo;
- b) el trámite informativo sobre las condiciones de dominio y sobre impuestos, tasas, contribuciones y expensas podrá tramitarse de manera extrajudicial, y el estado de ocupación podrá constatarse por acta notarial;

c) No procederá la compra en comisión;

d) En ningún caso podrá declararse la indisponibilidad de los fondos producidos en el remate, si bien el juez podrá exigir caución suficiente al acreedor;

e) Si fuera solicitado por el acreedor, el juez decretará el desalojo del inmueble antes del remate.

ARTICULO 76. — Agrégase como último párrafo del artículo 3876 del Código Civil el siguiente:

Puede convenirse la postergación de los derechos del acreedor hasta el pago total o parcial de otras deudas presentes o futuras del deudor.

TITULO VII

Modificaciones al régimen de corretaje

ARTICULO 77. — Para la matriculación y el desempeño del corredor no será exigible el hallarse domiciliado en el lugar donde se pretende ejercer.

En los casos de corretaje inmobiliario de viviendas nuevas sólo se recibirá comisión del comitente. En las restantes operaciones la comisión al comprador no podrá exceder el 1 1/2 del valor de compra.

TITULO VIII

Modificaciones a la Ley de Fondos Comunes de Inversión

ARTICULO 78. — Modifícase la Ley 24.083, de la siguiente forma:

a) Incorpóranse dos párrafos finales al artículo 1º, el que queda redactado de la siguiente forma:

Artículo 1º: Se considera fondo común de inversión al patrimonio integrado por valores mobiliarios con oferta pública, metales preciosos, divisas, derechos y obligaciones derivados de operaciones de futuros y opciones, instrumentos emitidos por entidades financieras autorizadas por el Banco Central de la República Argentina, y dinero, perteneciente a diversas personas a las cuales se las reconocen derechos de copropiedad representados por cuotas partes cartulares o escriturales. Estos fondos no constituyen sociedades y carecen de personería jurídica.

Los fondos comunes se constituyen con una cantidad máxima de cuotas partes de acuerdo con el artículo 21 de esta ley, podrán tener objetos especiales de inversión e integrar su patrimonio con conjuntos homogéneos o análogos de bienes reales o personales, o derechos creditorios con garantías reales o sin ellas de acuerdo con lo que disponga la reglamentación del órgano de fiscalización previsto en el artículo 32 de esta ley.

Los fondos comunes de inversión podrán emitir distintas clases de cuotas partes con diferentes derechos. Las cuotas partes podrán dar derechos de copropiedad de acuerdo con lo previsto en el primer párrafo de este artículo y también podrán emitirse cuotas partes de renta con valor nominal determinado y una renta calculada sobre dicho valor cuyo pago será sujeto al rendimiento de los bienes que integren el haber del fondo.

b) Sustitúyese el artículo 2º por el siguiente:

Artículo 2: La denominación fondo común de inversión así como las análogas que determinen la reglamentación podrán utilizarse únicamente para los que se organicen conforme a las prescripciones de la presente ley, debiendo agregar la designación que les permita diferenciarse entre sí. La denominación fondo común de inversión inmobiliario así como las análogas que determine la reglamentación solo podrán ser utilizadas por aquellos fondos comunes de inversión con una cantidad máxima de cuotapartes cuyo patrimonio se hallare integrado, además de por los bienes previstos en el párrafo primero del artículo 1º de esta ley, por derechos sobre inmuebles, créditos hipotecarios en primero o ulterior grado y derechos de anticresis constituidos sobre inmuebles en las proporciones que establece en la reglamentación.

c) Modifícase el inciso a) del artículo 13, el que quedará redactado de la siguiente forma:

Artículo 13: El Reglamento de Gestión debe especificar:

a) Planes que se adoptan para la inversión del patrimonio del fondo, especificando los objetivos a alcanzar, las limitaciones a las inversiones por tipo de activo y, de incluir créditos, la naturaleza de los mismos y la existencia o no de coberturas contra el riesgo de incumplimiento.

d) Modifícase el inciso c) del artículo 14, el que queda redactado de la siguiente forma:

c) La guardia y el depósito de valores y demás instrumentos representativos de las inversiones, pago y cobro de los beneficios devengados, así como el producto de la compraventa de valores y cualquiera otra operación inherente a estas actividades. Los valores podrán ser depositados en una caja constituida según lo dispone la ley 20.643.

e) Incorporase como inciso e) del artículo 14 el siguiente:

e) En los casos de fondos comunes de inversión inmobiliaria:

I. Actuar como fiduciario, en los términos del artículo 2662 del Código Civil respecto de los inmuebles, derechos de anticresis y créditos hipotecarios, en beneficio de los cuotapartistas y conforme a las instrucciones de la sociedad gerente. Esta última deberá prestar su asentimiento expreso en todo acto de adquisición o disposición de los bienes antes indicados.

II. Realizar respecto de los bienes inmuebles todos los actos de administración que sean necesarios para su conservación, venta, hipoteca o constitución de otros derechos reales, arrendamiento o leasing conforme a las instrucciones que imparta la sociedad gerente. El reglamento de gestión podrá asignar esas tareas directamente a la sociedad gerente, sin necesidad de ningún otro instrumento.

III. Custodiar los demás bienes que integran el fondo común.

IV. Llevar por sí a través de una caja constituida según la ley 20.643, el registro de cuotaparte escriturales o nominativas y expedir las constancias que soliciten los cuotapartistas.

f) Sustituyese el artículo 17 el que quedara redactado de la siguiente forma:

Artículo 17: el dinero en efectivo no invertido perteneciente al fondo, debe depositarse en entidades financieras autorizadas por el Banco Central de la República Argentina, o para el caso de los depósitos y otras transacciones en moneda extranjera que fueran necesarias para las operaciones de los fondos comunes en mercados del exterior en las entidades financieras internacionales que reúnan las condiciones que determine la reglamentación.

g) Incorporase un párrafo final al artículo 18, el que quedara redactado de la siguiente forma:

Artículo 18: Las cuotas partes emitidas por el fondo común de inversiones estarán representadas por certificados de copropiedad nominativos o al portador, en los cuales se dejara constancia de los derechos del titular de las copropiedad y deberán ser firmados por los representantes de ambos órganos del fondo. Las firmas podrán ser estampadas por medios mecánicos copiadores. Prodrán emitirse cuotas partes escriturales, estando a cargo de la depositaria el registro de cuotas partistas. Un mismo certificado podrá representar uno o más cuotas partes. La emisión de cuotas partes debe expedirse contra el pago total del precio de suscripción, no admitiéndose pagos parciales.

Los fondos cerrados podrán emitir certificados globales para su depósito en regímenes de depósito colectivo.

h) Agregase como último párrafo del artículo 21 los siguientes:

El reglamento de gestión puede prever que al menos un (1) año antes de la expiración del plazo por el que se constituyó el fondo, una asamblea de cuotas partistas resuelva su prórroga. Los cuotas partistas disconformes con lo dispuesto por la asamblea, podrán solicitar el rescate de su cuotas partes, a las que se les integrara el valor de su participación en el término máximo de un (1) año.

A la asamblea de cuotas partistas se aplicaran las disposiciones de la ley 19.550 de sociedades comerciales relativas a la asamblea extraordinaria.

i) Agréganse como segundo, tercero y cuarto párrafo del artículo 25 de la ley 24.083, los siguientes:

Las cuotas partes y cuotas partes de renta de los fondos comunes de inversión, serán objeto del siguiente tratamiento impositivo:

a) Quedan exentas del impuesto al valor agregado las prestaciones financieras que puedan resultar involucradas en su emisión, suscripción colocación, transferencia y renta;

b) Los resultados provenientes de su compraventa, cambio, permuta, conversión y disposición, así como también sus rentas, quedan exentos del impuesto a las ganancias, excepto para los sujetos comprendidos en título VI de la Ley de Impuestos a las Ganancias (texto ordenado en 1986 y sus modificaciones). Cuando se trate de beneficiarios del exterior comprendidos en el título y de ocupación, designados a tal fin al expuesto en su artículo 21 y en el artículo 104 de la ley 11.683 (texto ordenado 1978 y sus modificaciones).

El tratamiento impositivo establecido en el párrafo anterior será de aplicación cuando los referidos títulos sean colocados por oferta pública.

Asimismo, a los efectos del impuesto al valor agregado, las incorporaciones de créditos a un fondo común de inversión, no constituirán prestaciones o colocaciones financieras agravadas. Cuando el crédito incorporado incluya intereses de financiación, el sujeto pasivo del impuesto por la prestación correspondiente a estos últimos continuará siendo el cedente, saldo que el pago deba efectuarse al cesionario o a quienes indique, en cuyo caso será quien lo reciba el que sumirá la calidad de sujeto pasivo.

TITULO IX

Modificaciones al Código Procesal Civil y Comercial de la Nación

ARTICULO 79. — Modificase el Código Procesal Civil y Comercial de la Nación de la siguiente forma:

Artículo 598: Dictada la sentencia de trance y remate se procederá de la siguiente forma:

1. El juez ordenará verificar el estado físico y de ocupación, designado a tal fin al escribano que proponga el acreedor. Si de esa diligencia resulta que el inmueble se encuentra ocupado, en el mismo acto se intimará a su desocupación en el plazo de diez (10) días, bajo apercibimiento de lanzamiento por la fuerza pública.

No verificada en ese plazo la desocupación, sin más trámite se procederá al lanzamiento y se entregará la tenencia al acreedor, hasta la aprobación del remate, con intervención del notario al que se refiere el párrafo anterior. A esos fines, el escribano actuante puede requerir el auxilio de la fuerza pública, allanar domicilio los bienes que se encuentren en el inmueble, a costa del deudor.

2. El acreedor estará facultado para solicitar directamente al Registro de la Propiedad un informe sobre el estado y gravámenes que afectaren el inmueble hipotecado, con indicación del importe de los créditos, sus titulares y domicilios.

3. Asimismo, el acreedor puede requerir la liquidación de las deudas que existan en concepto de expensas de la propiedad horizontal, impuestos, tasas y contribuciones que pesen sobre el inmueble, bajo apercibimiento que de no contarse con dichas liquidaciones en el plazo de diez (10) días hábiles desde la recepción de su solicitud, se podrá subastar el bien como si estuviera libre de deudas. Los reclamos que se dedujeron por aplicación de lo dispuesto en este inciso no afectarán el trámite de remate del bien gravado.

4. La venta quedará perfeccionada una vez pagado el precio en el plazo que se haya estipulado y realizada la tradición a favor del comprador. El pago se podrá realizar directamente al acreedor, quien deberá depositar el remanente dentro del quinto día verificado el cobro. Si el acreedor ostenta la tenencia del inmueble subastado, podrá transmitirla directamente al comprador: caso contrario y no habiendo mediado desposesión como lo prevé el inciso 1 deberá ser entregado con intervención del juez. La protocolización de las actuaciones será extendida por intermedio del escribano designado por el comprador, sin que sea necesaria la comparecencia del ejecutado.

5. El deudor ni el tercero, poseedor del inmueble hipotecado, pueden interponer incidente ni recurso alguno, salvo las defensas del artículo 64 en la oportunidad del artículo 54, sin perjuicio de que el deudor pueda ejercitar, en juicio sumarísimo posterior, los derechos que tenga que reclamar el acreedor. Si existiera peligro de desprotección de alguno de los interesados, se notificará al defensor oficial para que asuma el control del proceso de ejecución de la garantía.

6. Una vez realizada la subasta y cancelado el crédito ejecutado, el deudor podrá impugnar por la vía judicial:

a) La liquidación practicada por el acreedor, y

b) El incumplimiento de los recaudos establecidos en el presente artículo por parte del ejecutante.

En todos los casos el acreedor deberá indemnizar los perjuicios ocasionados, sin perjuicio de las sanciones penales y administrativas de que se hiciera pasible.

7. en los casos previstos en el presente artículo, no procederá la compra en comisión ni la indisponibilidad de los fondos de la subasta.

No obstante el juez podrá pedir caución suficiente al acreedor.

TITULO X

Modificaciones al Régimen Registral

ARTICULO 80. — Cuando la ley lo autorice pueden ser inscritos los instrumentos privados, siempre que la firma de sus otorgantes esté certificada por escribano público.

ARTICULO 81. — La situación registral sólo variará a petición de:

- a) El autorizante del documento que se pretende inscribir, o su reemplazante legal;
- b) Quien tuviere interés para asegurar el derecho que se ha de registrar.

TITULO XI

Modificaciones al Código Penal

ARTICULO 82. — Agrégase al artículo 173 del Código Penal, los siguientes incisos:

12. El titular fiduciario, el administrador de fondos comunes de inversión o el dador de un contrato de leasing, que en beneficio propio o de un tercero dispusiere, gravare o perjudicare los bienes y de esta manera defraudare los derechos de los cocontratantes.

13. El que encontrándose autorizado para ejecutar extrajudicialmente un inmueble lo ejecutara extrajudicialmente un inmueble lo ejecutara en perjuicio del deudor, a sabiendas de que el mismo no se encuentra en mora, o maliciosamente omitiera cumplimentar los recaudos establecidos para la subasta mediante dicho procedimiento especial.

14. El tenedor de letras hipotecarias que en perjuicio del deudor o de terceros omitiera consignar en el título los pagos recibidos.

TITULO XII

Modificaciones a las leyes impositivas

CAPITULO I

ARTICULO 83. — Los títulos valores representativos de deuda y los certificados de participación emitidos por fiduciarios respecto de fideicomisos que se constituyan para la titulación de activos, serán objeto del siguiente tratamiento impositivo:

a) Quedan exentas del impuesto al valor agregado las operaciones financieras y prestaciones relativas a su emisión, suscripción, colocación, transferencia, amortización, intereses y cancelación, como así también las correspondientes a sus garantías;

b) Los resultados provenientes de su compraventa, cambio, permuta, conversión y disposición, como así también sus intereses, actualizaciones y ajustes de capital, quedan exentos del impuesto a las ganancias, excepto para los sujetos comprendidos en el Título VI de la Ley de Impuesto a las Ganancias (texto

ordenado 1986) y sus modificaciones. Cuando se trate de beneficiarios del exterior comprendidos en el título V de la citada norma legal, no regirá lo dispuesto en su artículo 21 y en el artículo 104 de la Ley 11.683 (texto ordenado 1978) y sus modificaciones.

El tratamiento impositivo establecido en este artículo será de aplicación cuando los referidos títulos sean colocados por oferta pública.

ARTICULO 84. — A los efectos del impuesto al valor agregado, cuando los bienes fideicomitidos fuesen créditos, las transmisiones a favor del fideicomiso no constituirán prestaciones o colocaciones financieras gravadas.

Cuando el crédito cedido incluya intereses de financiación, el sujeto pasivo del impuesto por la prestación correspondiente a estos últimos continuará siendo el fideicomitente, salvo que el pago deba efectuarse al cesionario o a quien éste indique, en cuyo caso será quien lo reciba el que asumirá la calidad de sujeto pasivo.

ARTICULO 85. — Las disposiciones del presente capítulo entrarán en vigencia el primer día del mes subsiguiente al de la publicación de la presente ley.

TITULO XIII

Desregulación de aspectos vinculados a la construcción en el ámbito de la Capital Federal (artículos 86 al 98)

ARTICULO 86. — Agrégase al artículo 2.1.3.7 del Código de la Edificación (ordenanza 33.387 oficializada por ordenanza 33.515 de la Municipalidad de la Ciudad de Buenos Aires) el siguiente párrafo:

Ante la presentación de la documentación exigida para la ejecución de obras que requieran permiso, se expedirán inmediatamente y en un mismo acto, el número de expediente y la registración, postergando cualquier análisis sobre aquella documentación para la etapa siguiente de fiscalización, basada en la responsabilidad profesional.

ARTICULO 87. — Agrégase al inciso a) del artículo 2.1.2.2. del Código de la Edificación (ordenanza 33.387 oficializada por la 33 515 de la Municipalidad de Buenos Aires), como último párrafo el siguiente:

Cuando la entrega de los certificados exigidos para el permiso de obra demorase más de cuarenta y ocho (48) horas, el interesado quedará autorizado para suplirlos con la presentación de la solicitud correspondiente en la que constará el incumplimiento del plazo antes mencionado.

ARTICULO 88. — Derógase la exigencia del registro de gestores, prevista por el artículo 2.5.9.6. del Código de Edificación (ordenanza 33.387 oficializada por ordenanza 33.515).

ARTICULO 89. — Redúcese el costo del derecho de ocupación y uso de la vía pública con obradores de empresas privadas por cuenta de terceros, previsto por el artículo 26 de la Ordenanza Tarifaria para el año 1994 (47.548), a la suma de cinco centavos (\$ 0,05).

ARTICULO 90. — Redúcese la contribución por publicidad prevista por el artículo 65 de la Ordenanza Tarifaria para el año 1994 (47 548), al cinco por ciento (5%) del valor anual de la mayor tarifa para un aviso frontal simple conforme el artículo 13.4.14 del Código de la Publicidad (ordenanza 41.115), con un importe único para toda la Capital.

ARTICULO 91. — Derógase el artículo 2 y la obligación de percibir honorarios por etapas prevista en los capítulos II, III y IV del arancel aprobado por decreto ley 7887/55.

ARTICULO 92. — Derógase el artículo 2.1.1.4. del libro segundo del Código de Ética para la Agrimensura, Arquitectura e Ingeniería, aprobado por decreto 1099/84.

ARTICULO 93. — Derógase la intervención del Consejo Profesional respectivo en la extensión del certificado de encomienda de tareas profesionales, previsto en el apartado 4, inciso a), del artículo 2 1.2.2. del Código de la Edificación (ordenanza 33.387, oficializada por ordenanza 33.515).

ARTICULO 94. — Prohíbese a los colegios profesionales de agrimensura, arquitectura e ingeniería exigir a sus matriculados, en forma previa a la realización de actividades en que éstos asuman responsabilidad profesional, cualquier clase de certificado de habilitación y registro de encomienda.

ARTICULO 95. — Suprímese el Registro Municipal de Profesionales al que se refiere el artículo 2.5.9.1. y concordantes del Código de la Edificación (ordenanza 33.387, oficializada por ordenanza 33.515) y créase, en su reemplazo un Registro de Profesionales Sancionados, donde figurarán exclusivamente aquellos profesionales que hayan sido suspendidos o inhabilitados para ejercer en el ámbito municipal.

Podrán ejercer libremente su profesión en el ámbito de la Capital Federal, de conformidad con lo establecido por el decreto 2293 del 2 de diciembre de 1992, quienes no se encuentren incluidos en el Registro de Profesionales Sancionados mencionado en el párrafo anterior.

ARTICULO 96. — Derógase el visado del consejo profesional respectivo del letrado reglamentario de obra, previsto en el apartado 5, inciso a), del artículo 2.1.2.2. del Código de la Edificación (ordenanza 33.387, oficializada por ordenanza 33.515).

ARTICULO 97. — Déjase sin efecto toda norma legal que se oponga al contenido de la presente ley.

ARTICULO 98. — Comuníquese al Poder Ejecutivo. — ALBERTO R. PIERRI. — FAUSTINO MAZZUCCO. — Esther H. Pereyra Arandía de Pérez Pardo. — Eduardo PiuZZi.

DADA EN LA SALA DE SESIONES DEL CONGRESO ARGENTINO, EN BUENOS AIRES, A LOS VEINTIDOS DIAS DEL MES DE DICIEMBRE DEL AÑO MIL NOVECIENTOS NOVENTA Y CUATRO.

CUERPO DE NORMAS DE LA COMISIÓN NACIONAL DE VALORES NUEVO TEXTO 2001 (TEXTO APROBADO POR RES. GRAL. 368 ACTUALIZADO HASTA LA RES. GRAL 480)

CAPÍTULO XV: FIDEICOMISOS

DEFINICIONES. DISPOSICIONES COMUNES.

FIDEICOMISO ORDINARIO PÚBLICO

ARTÍCULO 1º.- Habrá fideicomiso ordinario público cuando una persona (fiduciante) transmita la propiedad fiduciaria de bienes determinados a otra (fiduciario), quien se obliga a ejercerla en beneficio de quien se designe en el contrato (beneficiario), y a transmitirla al fiduciante, al beneficiario o a terceros (fideicomisarios), al cumplimiento de los plazos o condiciones previstos en el contrato.

FIDEICOMISO FINANCIERO

ARTÍCULO 2º.- Habrá contrato de fideicomiso financiero cuando una o más personas (fiduciante) transmitan la propiedad fiduciaria de bienes determinados a otra (fiduciario), quien deberá ejercerla en beneficio de titulares de los certificados de participación en la propiedad de los bienes transmitidos o de titulares de valores representativos de deuda garantizados con los bienes así transmitidos (beneficiarios) y transmitirla al fiduciante, a los beneficiarios o a terceros (fideicomisarios) al cumplimiento de los plazos o condiciones previstos en el contrato.

PROHIBICIÓN DE CONSTITUCIÓN DE FIDEICOMISO UNILATERAL Y DE REUNIÓN DE LA CONDICIÓN DE FIDUCIARIO Y BENEFICIARIO

ARTÍCULO 3º.- No podrán constituirse fideicomisos por acto unilateral, entendiéndose por tales aquellos en los que coincidan las personas del fiduciante y del fiduciario, ni podrán reunirse en un único sujeto las condiciones de fiduciario y beneficiario.

Los fideicomisos actualmente existentes y con certificados de participación y/o valores representativos de deuda ya emitidos, podrán continuar hasta el vencimiento de los plazos de duración para los cuales fueron autorizados en cada caso.

Cuando se hubieren autorizado programas de fideicomisos que previeren la constitución de fideicomisos por acto unilateral, las series no emitidas al 1º de agosto de 1997 deberán adecuarse a la prohibición establecida en este artículo, a cuyo efecto la designación del nuevo fiduciario se hará constar en el pertinente suplemento del prospecto, correspondiente a la primera serie que se emita a la fecha a partir de la fecha mencionada.

ARTÍCULO 4º.- En el caso de fideicomisos cuyo activo fideicomitado esté constituido total o parcialmente por dinero u otros activos líquidos, los respectivos fiduciarios no podrán adquirir para el fideicomiso:

- a) Activos de propiedad del fiduciario o respecto de los cuales el fiduciario tenga, por cualquier título, derecho de disposición o
- b) Activos de propiedad o respecto de los cuales tengan, por cualquier título, derecho de disposición, personas que:
 - b.1) Fueren accionistas titulares de más del DIEZ POR CIENTO (10%) del capital social del fiduciario o
 - b.2) Que tuvieren accionistas comunes con el fiduciario cuando tales accionistas posean en conjunto más del DIEZ POR CIENTO (10%) del capital social de una o de otra entidad o de las entidades controlantes de uno o de otro.

La restricción mencionada no se aplicará cuando:

- c) El activo haya sido individualizado con carácter previo a la constitución del fideicomiso
- d) El precio del activo a ser adquirido haya sido establecido con carácter previo a la constitución del fideicomiso y
- e) Las circunstancias referidas en los incisos c) y d) así como la titularidad del activo y, en su caso, la vinculación entre el fiduciario y el transmitente hayan sido claramente informadas en el prospecto correspondiente.

Cuando el fiduciario pueda o se proponga adquirir para el fideicomiso activos de propiedad o respecto de los cuales tengan derecho de disposición personas jurídicas con una participación accionaria menor a la indicada en los apartados b.1) y b.2) de este artículo, esta circunstancia deberá ser informada en forma destacada en el prospecto.

FIDUCIARIOS

ARTÍCULO 5°.- Podrán actuar como Fiduciarios Ordinarios Públicos (conf. artículo 5° de la Ley N° 24.441) o Fiduciarios Financieros (conf. artículo 19 Ley N° 24.441) los siguientes sujetos:

- a) Entidades financieras autorizadas a actuar como tales en los términos de la Ley N° 21.526 y reglamentación.
- b) Cajas de valores autorizadas en los términos de la Ley N° 20.643 y reglamentación.
- c) Sociedades anónimas constituidas en el país.
- d) Sociedades extranjeras que acrediten el establecimiento de una sucursal, asiento u otra especie de representación suficiente -a criterio de la Comisión- en el país, siempre y cuando acrediten que se encuentran constituidas en países con mercados de valores autorizados por un organismo extranjero reconocido por esta Comisión o en países con cuyos organismos correspondientes esta Comisión haya suscripto un memorando de entendimiento o similar.
- e) Personas físicas o sociedades de personas domiciliadas en el país, las que sólo podrán solicitar su inscripción en el Registro de Fiduciarios Ordinarios Públicos.
- f) El representante de los obligacionistas en los términos del artículo 13 de la Ley N° 23.576.

REGISTRO DE FIDUCIARIOS ORDINARIOS PÚBLICOS. REGISTRO DE FIDUCIARIOS FINANCIEROS.

ARTÍCULO 6°.- Para obtener la inscripción en el respectivo registro se deberá acreditar el cumplimiento de los siguientes requisitos:

- a) Si se solicita la inscripción en el Registro de Fiduciarios Ordinarios Públicos, un patrimonio neto no inferior a PESOS QUINIENTOS MIL (\$ 500.000.-), que deberá incrementarse en PESOS VEINTICINCO MIL (\$ 25.000), a partir del primer contrato de fideicomiso en vigencia y -en lo sucesivo- por cada nuevo contrato de fideicomiso que entre en vigencia y en el que el autorizado actúe como Fiduciario. Este incremento deberá estar exclusivamente constituido con activos líquidos, a cuyos efectos sólo podrán considerarse los rubros del activo corriente disponibilidades e inversiones cuyo plazo de realización no supere los TREINTA (30) días, netos de provisiones.
- b) Si se solicita la inscripción en el Registro de Fiduciarios Financieros, un patrimonio neto no inferior a PESOS DOS MILLONES (\$ 2.000.000.-). Para su integración se deberán seguir las siguientes pautas:

b.1) Como mínimo el CINCUENTA POR CIENTO (50%) del patrimonio neto mínimo deberá estar exclusivamente constituido con activos líquidos, a cuyos efectos sólo podrán considerarse los rubros del activo corriente disponibilidades e inversiones cuyo plazo de realización no supere los TREINTA (30) días, netos de provisiones.

b.2) La contrapartida en activos líquidos podrá constituirse o reemplazarse presentando una fianza bancaria, con cláusula de principal pagador por tiempo determinado de tipo permanente, de manera que ampare a terceros por todas las obligaciones que se deriven para el fiduciario por el ejercicio de la actividad específica, que deberá efectivizarse a quien la Comisión indique. El monto garantizado por esta fianza debe representar la cantidad necesaria para completar el valor total de la contrapartida reemplazada. El texto de la fianza debe ser aprobado por la Comisión, antes de su constitución definitiva. La entidad financiera que la otorgue deberá ser alguna de las incluidas por el BANCO CENTRAL DE LA REPÚBLICA ARGENTINA como banco comercial.

b.3) Hasta el CINCUENTA POR CIENTO (50%) del patrimonio neto mínimo podrá estar constituido por inmuebles. En este caso, se tomará en cuenta el precio de adquisición que surja de la respectiva escritura pública o valuación fiscal actual. Los inmuebles no deberán registrar embargos, hipotecas u otros derechos reales. Para el caso que luego de la inscripción en el Registro, el o los inmuebles ofrecidos en garantía, fueran afectados por alguna medida de carácter judicial, ésta deberá ser levantada en el plazo de TREINTA (30) días corridos, o bien, se deberá ofrecer otra garantía en reemplazo. También deberá sustituirse la garantía, en forma simultánea, en caso que el inmueble ofrecido sea enajenado, hipotecado o gravado con algún derecho real.

c) Prever en su objeto social la actuación como Fiduciario en la República Argentina.

d) Organización administrativa propia y adecuada para prestar el servicio ofrecido. A fin de dar cumplimiento a esta disposición sólo podrá contratarse con terceros la prestación de los servicios de administración de los bienes fideicomitidos. En todos los casos el Fiduciario es responsable por la gestión del subcontratante.

Las entidades que hubieren sido registradas como Fiduciarios deberán cumplir –en todo momento- con los requerimientos patrimoniales establecidos en los incisos a) y b) del presente artículo, bajo apercibimiento de –en forma inmediata- declarar la caducidad de la inscripción y ordenar el cese de su actividad como Fiduciario.

Sin perjuicio de lo anterior, la Comisión no autorizará nuevos fideicomisos y/o la prórroga o reconducción de los fideicomisos existentes cuando el Fiduciario no cumpla con los requisitos establecidos en los incisos a) al d) inclusive del presente artículo.

CADUCIDAD DE LA AUTORIZACIÓN PARA ACTUAR COMO FIDUCIARIO

ARTÍCULO 7°.- Las entidades autorizadas a actuar como fiduciarios deberán, durante el término de vigencia de su inscripción, cumplir los requisitos mencionados en el artículo 6°. En caso de incumplimiento de cualquiera de las condiciones establecidas, la Comisión podrá disponer la caducidad de la autorización y ordenar el cese de la actividad.

ARTÍCULO 8°.- El fiduciario y el fiduciante no podrán tener accionistas comunes que posean en conjunto el DIEZ POR CIENTO (10%) o más del capital:

a) Del fiduciario o del fiduciante o

b) De las entidades controlantes del fiduciario o del fiduciante.

El fiduciario tampoco podrá ser sociedad vinculada al fiduciante o a accionistas que posean más del DIEZ POR CIENTO (10%) del capital del fiduciante.

SOLICITUD DE INSCRIPCIÓN EN EL REGISTRO RESPECTIVO

ARTÍCULO 9º.- La solicitud de inscripción en el registro respectivo deberá contener

- a) Nombre o denominación de la sociedad.
- b) Domicilio y sede social, que deberá coincidir con las oficinas de administración de la persona y entidad, salvo el supuesto de contratación con terceros de este servicio (conf. artículo 6º inciso d) del presente Capítulo), en cuyo caso también se deberá informar el domicilio y sede social de la entidad administradora. En caso de contar con sucursales o agencias deberá indicar además los lugares donde ellas se encuentran ubicadas.
- c) Copia del texto ordenado vigente del estatuto o del contrato social con constancia de su inscripción en el Registro Público de Comercio u otra autoridad competente. En el caso de que el solicitante fuera una sociedad anónima constituida en el país, su estatuto social deberá prever la conformación de una sindicatura colegiada en número impar, y la designación de igual número de síndicos suplentes; estableciéndose respecto del órgano de administración que el mismo deberá estar conformado como mínimo por tres directores. Cuando el solicitante sea una persona física, deberá aportar sus datos y antecedentes personales.
- d) Nómina de los miembros del órgano de administración, de fiscalización y de los gerentes de primera línea, los que deberán acreditar versación en temas empresarios, financieros o contables. Deberá acompañarse copia autenticada de los instrumentos que acrediten tales designaciones y la aceptación de los cargos correspondientes.
- e) Deberán informarse con carácter de declaración jurada los datos y antecedentes personales de los miembros de los órganos de administración, de fiscalización y gerentes de primera línea, de acuerdo con las especificaciones del ANEXO III del presente Capítulo. Dicha declaración jurada deberá incluir una manifestación expresa referida a las inhabilidades e incompatibilidades del artículo 10 de la Ley de Entidades Financieras. Asimismo deberá acompañarse certificación expedida por el Registro Nacional de Estadística Criminal y Carcelaria vinculada con la existencia o inexistencia de antecedentes judiciales. Dicha información deberá ser actualizada en oportunidad de eventuales modificaciones, dentro de los DIEZ (10) días de producidas las mismas.
- f) Indicación del registro al que se solicita incorporación y acreditación de la decisión societaria de solicitar tal inscripción.
- g) Acreditación del patrimonio neto aplicable conforme el artículo 6º incisos a) y b) de este Capítulo:
 - g.1) En el caso de sociedades anónimas constituidas en el país en los términos del artículo 5º inciso c) de este Capítulo, con estados contables con una antigüedad que no exceda los CUATRO (4) meses desde el inicio del trámite de inscripción en la Comisión, que se encuentren examinados por contador público independiente conforme las normas de auditoría exigidas para ejercicios anuales, acompañados en su caso de documentación inherente a la fianza bancaria constituida.
 - g.2) En el caso de sociedades extranjeras en los términos del artículo 5º inciso d) de este Capítulo, con fianza bancaria que cubra el requisito patrimonial mínimo exigido para fiduciarios financieros y/o ordinarios públicos, según corresponda. Esta fianza bancaria deberá contener cláusula de principal pagador por tiempo determinado de tipo permanente (de manera que ampare a terceros por todas las obligaciones que se deriven para el fiduciario por el ejercicio de la actividad específica), efectivizarse a quien la Comisión indique, ser aprobada por la Comisión, y ser otorgada por alguna de las entidades financieras incluidas por el BANCO CENTRAL DE LA REPÚBLICA ARGENTINA como banco comercial. Sin perjuicio de ello, deberán presentar copia certificada de la documentación contable requerida en su país de origen de acuerdo a las normas vigentes aplicables según su tipo constitutivo.
- h) Acreditación de la inscripción en los organismos fiscales y de previsión que correspondan.

i) Cuando se subcontraten los servicios de administración (conf. artículo 6° inciso d) del presente Capítulo), el contrato de prestación de tales servicios junto con información suficiente respecto de la solvencia patrimonial y técnica de la persona o entidad subcontratista.

Las entidades enumeradas en los incisos a) y b) del artículo 5° de este Capítulo, podrán solicitar un número de inscripción en el registro pertinente.

La información requerida en el presente artículo deberá mantenerse actualizada durante todo el tiempo que dure la inscripción

ARTÍCULO 10.- La actualización de la información prevista en el inciso g) del artículo 9° anterior se tendrá por acreditada únicamente con la presentación de

a) En el caso de sociedades anónimas constituidas en el país, en los términos del artículo 5° inciso c) de este Capítulo:

- a.1) Estados contables anuales dentro de los SETENTA (70) días corridos a contar desde el cierre del ejercicio con informe de auditoría suscripto por contador público independiente, cuya firma esté legalizada por el respectivo consejo profesional.
- a.2) Estados contables trimestrales dentro de los CUARENTA Y DOS (42) días corridos de cerrado cada trimestre con informe de revisión limitada suscripto por contador público independiente, cuya firma esté legalizada por el respectivo consejo profesional.
- a.3) Acta del órgano que los apruebe.
- a.4) Acta de asamblea que aprobó los estados contables anuales dentro de los DIEZ (10) días de su celebración.
- a.5) Las entidades inscriptas que no hubieran comenzado a actuar, podrán sustituir la obligación del apartado a.2) presentando una certificación de tal circunstancia emitida por contador público independiente, cuya firma esté legalizada por el respectivo consejo profesional, dentro de los CUARENTA Y DOS (42) días corridos de cerrado cada trimestre y presentar antes del inicio de su actividad los estados contables indicados en los apartados a.1) y a.2).
- a.6) Las sociedades que constituyeron la contrapartida líquida con la presentación de una fianza bancaria (conforme lo dispuesto en el artículo 6° apartado b.2) de este Capítulo), deberán presentar su renovación con QUINCE (15) días corridos de anticipación al vencimiento de su vigencia. En caso de tratarse de una nueva fianza bancaria, deberán presentar el texto con QUINCE (15) días corridos de anticipación, a los efectos de su aprobación por parte de la Comisión antes de su constitución definitiva.

b) En el caso de sociedades extranjeras inscriptas en los términos del artículo 5° inciso d) de este Capítulo, deberán presentar renovación de la fianza bancaria prevista en el apartado g.2) del artículo 9° que antecede, con QUINCE (15) días corridos de anticipación al vencimiento de su vigencia. En caso de tratarse de una nueva fianza bancaria, deberán presentar el texto con QUINCE (15) días de anticipación, a los efectos de su aprobación por parte de la Comisión antes de su constitución definitiva. Sin perjuicio de ello, deberán presentar copia certificada de la documentación contable requerida de acuerdo a las normas vigentes aplicables según su tipo constitutivo.

FIDEICOMISO FINANCIERO

REQUISITOS DEL CONTRATO DE FIDEICOMISO

ARTÍCULO 11.- El contrato de fideicomiso deberá contener:

- a) Los requisitos establecidos en el artículo 4° de la Ley N° 24.441.
- b) La identificación:

- b.1) Del o los fiduciantes, del o los fiduciarios y del o los fideicomisarios, en su caso.
- b.2) Del fideicomiso
- b.3) Utilización de la denominación fideicomiso financiero por los fideicomisos que se constituyan conforme a las Normas, debiendo agregar además la designación que permita individualizarlos.
- c) Procedimiento para la liquidación del fideicomiso.
- d) La obligación del fiduciario de rendir cuentas a los beneficiarios y el procedimiento a seguir a tal efecto, de acuerdo al régimen informativo establecido en los artículos 27 y 28 del presente Capítulo.
- e) La remuneración del fiduciario.
- f) Los términos y condiciones de emisión de los valores representativos de deuda o certificados de participación.

VALORES REPRESENTATIVOS DE DEUDA

ARTÍCULO 12.- Los valores representativos de deuda garantizados por los bienes fideicomitados podrán ser emitidos por:

- a.1) El fiduciante
- a.2) El fiduciario o
- a.3) Un tercero.

Podrán ser emitidos en cualquier forma, incluida la escritural, conforme lo dispuesto en los artículos 8° y concordantes de la Ley N° 23.576 y las Normas. Asimismo deberán contener:

- b.1) Denominación social, domicilio y firma del representante legal o apoderado del emisor o del fiduciario, en su caso.
- b.2) Identificación del fideicomiso al que corresponden.
- b.3) Monto de la emisión y de los valores representativos de deuda emitidos.
- b.4) Clase, número de serie y de orden de cada valor negociable.
- b.5) Garantías y/u otros beneficios otorgados por terceros en su caso.
- b.6) Fecha y número de la resolución de la Comisión mediante la cual se autorizó su oferta pública.
- b.7) Plazo de vigencia del fideicomiso.
- b.8) La leyenda establecida en cada caso, en los artículos 13, 14 y 15 del presente Capítulo.

ARTÍCULO 13.- Cuando los valores representativos de deuda fueren emitidos por el fiduciario, los bienes de este no responderán por las obligaciones contraídas en la ejecución del fideicomiso, las que sólo serán satisfechas con los bienes fideicomitados.

En este caso, los valores representativos de deuda deberán contener la siguiente leyenda: *“Los bienes del fiduciario no responderán por las obligaciones contraídas en la ejecución del fideicomiso. Estas obligaciones serán satisfechas exclusivamente con los bienes fideicomitados, conforme lo dispone el artículo 16 de la Ley N° 24.441”*.

ARTÍCULO 14.- Cuando los valores representativos de deuda fueren emitidos por el fiduciante o por un

tercero las obligaciones contraídas en la ejecución del fideicomiso, podrán ser satisfechas, según lo establecido en las condiciones y términos de emisión e informado en el prospecto respectivo:

- a) Con la garantía especial constituida con los bienes fideicomitidos sin perjuicio que el emisor se obligue a responder con su patrimonio o
- b) Con los bienes fideicomitidos exclusivamente. En este supuesto, la leyenda prevista deberá ser la siguiente: “Los bienes del fiduciario y del emisor no responderán por las obligaciones contraídas en la ejecución del fideicomiso. Estas obligaciones serán exclusivamente satisfechas con los bienes fideicomitidos”.

CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

ARTÍCULO 15.- Los certificados de participación deben ser emitidos por el fiduciario y podrán adoptar cualquier forma, incluida la escritural, conforme lo dispuesto en los artículos 8º y concordantes de la Ley N° 23.576 y en las Normas.

Deberán contener los requisitos enunciados en los incisos b.1) al b.8) inclusive, del artículo 12 y siguientes:

- a) Enunciación de los derechos que confieren y medida de la participación en la propiedad de los bienes fideicomitidos que representan.
- b) La leyenda:

"Los bienes del fiduciario no responderán por las obligaciones contraídas en la ejecución del fideicomiso. Estas obligaciones serán exclusivamente satisfechas con los bienes fideicomitidos, conforme lo dispone el artículo 16 de la Ley N° 24.441".

TRANSCRIPCIÓN DE LA SÍNTESIS SOBRE TÉRMINOS Y CONDICIONES DEL FIDEICOMISO

ARTÍCULO 16.- Cuando los valores representativos de deuda garantizados con los bienes fideicomitidos y/o los certificados de participación fueren emitidos en forma cartular, deberá transcribirse en el reverso del instrumento una síntesis de los términos y condiciones del fideicomiso, confeccionada de acuerdo a lo dispuesto en el Anexo I de este Capítulo.

ARTÍCULO 17.- Cuando los valores representativos de deuda garantizados con los bienes fideicomitidos y/o certificados de participación fueren emitidos en forma escritural, esta exigencia se dará por cumplida con la transcripción de dicha síntesis en los respectivos contratos de suscripción.

ARTÍCULO 18.- En ningún caso, el cumplimiento de lo dispuesto en el presente Capítulo eximirá de la obligación de entregar a cada inversor un ejemplar del prospecto de emisión si este así lo requiere.

PROCEDIMIENTO DE AUTORIZACIÓN

ARTÍCULO 19.- La solicitud de oferta pública deberá ser presentada por el emisor.

Se podrá optar por solicitar la autorización de oferta pública de:

- a) Una emisión de valores representativos de deuda o de certificados de participación
- b) Un programa global para la emisión de valores representativos de deuda o de certificados de participación,

hasta un monto máximo.

La autorización de los programas globales se regirá por el procedimiento previsto en el Capítulo VI “Oferta Pública Primaria” con excepción de la documentación a ser presentada.

ARTÍCULO 20.- La solicitud deberá estar acompañada de la siguiente documentación:

- a) Copia de las resoluciones sociales del fiduciante en virtud de las cuales se autoriza la transferencia de los bienes fideicomitidos al fiduciario.
- b) Copia de la documentación que acredite las facultades del fiduciario financiero para actuar en tal carácter con relación a los valores negociables cuya oferta pública se solicita.
- c) UN (1) ejemplar del prospecto de emisión.
- d) Copia del contrato de fideicomiso en el cual se instrumenta la transmisión fiduciaria de los bienes fideicomitidos.
- e) Modelo de los títulos a ser emitidos y contratos relacionados con su emisión, en su caso.
- f) De existir, copia del contrato para la administración de los bienes fideicomitidos.

PROSPECTO DE EMISIÓN

ARTÍCULO 21.- Las entidades que soliciten la autorización de oferta pública de los valores representativos de deuda garantizados con los bienes fideicomitidos o de los certificados de participación deberán dar a conocer un prospecto confeccionado de acuerdo a lo establecido en el Anexo II del presente y en lo pertinente, el Capítulo VIII "Prospecto".

A los efectos de lo dispuesto en el artículo 35 del Régimen de Transparencia de la Oferta Pública del Decreto N° 677/01, cabe asignar al fiduciario responsabilidad como organizador o experto, sin perjuicio de su responsabilidad directa por la información relativa al contrato de fideicomiso, a los demás actos o documentos que hubiera otorgado, y a la suya propia.

ARTÍCULO 22.- En el caso de programas globales para la emisión de valores negociables contemplados bajo el presente Capítulo:

- a) El prospecto deberá contener una descripción de las características generales de los bienes que podrán ser afectados al repago de cada serie de valores negociables que se emitan bajo el marco de dicho programa.
- b) El suplemento del prospecto correspondiente a cada serie deberá contener la información especificada en el Anexo II del presente Capítulo y una descripción particular de los bienes fideicomitidos afectados al repago de dicha serie.
- c) El fiduciario deberá estar identificado en el respectivo programa y en las diferentes series de certificados de participación o de valores representativos de deuda que se emitan.

FONDOS DE INVERSIÓN DIRECTA

ARTÍCULO 23.- Los fideicomisos financieros que se constituyan como "fondos de inversión directa", a los fines del artículo 74, inciso 1) de la Ley N° 24.241, deberán presentar, además de la documentación prevista en los artículos 19 y concordantes, la siguiente:

- a) Un plan de inversión, de producción y estratégico que formará parte del contrato de fideicomiso y publicarse en el prospecto, directamente dirigido a la consecución de objetivos económicos, a través de la realización de actividades productivas de bienes o la prestación de servicios en beneficio de los tenedores de los valores negociables emitidos.
- b) En caso que el fiduciante hubiera constituido el fideicomiso financiero mediante la entrega de bienes, estos deberán valuarse en forma similar a la aplicable a los aportes efectuados en especie a las sociedades anónimas.
- c) Los antecedentes personales, técnicos y empresariales de las demás entidades que hubiesen participado en la organización del proyecto o participaren en la administración de los bienes fideicomitidos, en iguales términos que los aplicables al fiduciario.

ARTÍCULO 24.- Los fideicomisos que no hayan presentado la documentación mencionada en el artículo anterior no podrán utilizar el nombre "fondo de inversión directa" ni ninguna denominación análoga.

ARTÍCULO 25.- Cuando en el contrato de fideicomiso el fiduciante o el fiduciario hubieren previsto la participación de otras personas, además del fiduciario, en la administración de los bienes fideicomitados el contrato deberá especificar el alcance de su responsabilidad. El contrato no podrá eximir la responsabilidad del fiduciario ante terceros por el incumplimiento de sus obligaciones legales sin perjuicio de los derechos que pudiere tener.

CALIFICACIÓN DE RIESGO

ARTÍCULO 26.- En su caso, la(s) calificación(es) de riesgo a que hace referencia el Decreto N° 656 del 23 de abril de 1992, deberán mantenerse actualizadas de acuerdo al régimen previsto en el Capítulo XVI "Calificadoras de Riesgo".

RÉGIMEN INFORMATIVO

ARTÍCULO 27.- El fiduciario financiero deberá presentar a la Comisión por cada fideicomiso los siguientes estados contables:

- a) Estado de situación patrimonial.
- b) Estado de evolución del patrimonio neto.
- c) Estado de resultados.
- d) Estado de origen y aplicación de fondos.

Los estados contables se prepararán siguiendo los mismos criterios de valuación y exposición exigidos a las emisoras sujetas al régimen de oferta pública que coticen sus valores negociables en la sección especial de una entidad autorregulada, procediendo a adecuarlos –en su caso- a las características propias del fideicomiso.

Como información complementaria se deberá:

- e) Identificar el o los fiduciantes, sus actividades principales, el objeto del fideicomiso y el plazo de duración del contrato y/o condición resolutoria, el precio de transferencia de los activos fideicomitados al fideicomiso y una descripción de los riesgos que -en su caso- tienen los activos que constituyen el fideicomiso, así como los riesgos en caso de liquidación anticipada o pago anticipado de los créditos que los conforman.
- f) Indicar los motivos por el cual no se emite alguno de los estados contables enumerados en a) a d).
- g) Explicar los aspectos relevantes y característicos del contrato de fideicomiso y dejar expresa constancia de la efectiva transferencia de dominio de los activos que conforman el fideicomiso de cada clase y/o serie.
- h) Indicar que los registros contables correspondientes al patrimonio fideicomitado se llevan en libros rubricados en forma separada de los correspondientes al registro del patrimonio del fiduciario.
- i) En caso que una serie emitida en el marco de un fideicomiso financiero, esté subdividida en distintas clases, deberá indicarse en nota a los estados contables la discriminación para cada clase de la situación patrimonial y los resultados para el período.
- j) Indicar la fecha de cierre de ejercicio del fideicomiso la que deberá ser informada a la Comisión al momento de presentarse la solicitud de autorización.

ARTÍCULO 28.- Los estados contables indicados en el artículo anterior deberán ser presentados por períodos anuales y subperíodos trimestrales siendo de aplicación los plazos de presentación, formalidades

y requisitos de publicidad establecidos para las emisoras de valores negociables comprendidas en el régimen de oferta pública y que coticen en la sección especial de una entidad autorregulada.

Los estados contables anuales y por períodos intermedios deberán estar firmados por el representante del fiduciario y aprobados por los órganos de administración del fiduciario y contarán con informe de auditoría y de revisión limitada, respectivamente, suscripto por contador público independiente, cuya firma será legalizada por el respectivo consejo profesional.

DENOMINACIÓN FIDUCIARIO FINANCIERO. PUBLICIDAD.

ARTÍCULO 29.- Ninguna sociedad que no esté expresamente autorizada para actuar como fiduciario financiero podrá incluir en su denominación o utilizar de cualquier modo la expresión "fiduciario financiero" u otra semejante susceptible de generar confusión.

En la publicidad de las emisiones de fideicomisos y de sus activos fideicomitados deberá advertirse al público -en forma destacada- que las entidades en las que se propone invertir los bienes fideicomitados no se encuentran sujetas a la Ley N° 24.083.

En los prospectos, folletos, avisos o cualquier otro tipo de publicidad vinculada con los fideicomisos, no podrán utilizarse las denominaciones fondo, fondo de inversión, fondo común de inversión u otras análogas (conf. Ley N° 24.083).

Cuando el haber del fideicomiso esté integrado por acciones y/u otros tipos de participaciones societarias, en la información al público deberá destacarse que el valor de dichos activos es susceptible de ser alterado por las eventuales adquisiciones de pasivos que efectúen las emisoras de las acciones y/o participaciones mencionadas. En este caso, deberán explicitarse claramente en relación a la respectiva sociedad:

- a) El objeto social
- b) Su situación patrimonial y financiera y
- c) Su política de inversiones y de distribución de utilidades.

APLICABILIDAD DE LOS ARTÍCULOS 1° A 7° DEL CAPÍTULO VII “EMISORAS EXTRANJERAS Y CEDEARS”

ARTÍCULO 30.- Los artículos 1° a 7° inclusive del Capítulo VII “Emisoras Extranjeras y Cedears” de las Normas no serán de aplicación a los fideicomisos financieros cualesquiera sean los bienes fideicomitados.

ANEXO I:
SÍNTESIS DE LOS TÉRMINOS Y CONDICIONES DEL FIDEICOMISO

- a) La individualización del o los fiduciantes, fiduciarios y fideicomisarios.
- b) La identificación del fideicomiso por el cual los valores negociables son emitidos o garantizados.
- c) La individualización de los bienes objeto del contrato. En caso de no resultar posible tal individualización a la fecha de la celebración del fideicomiso, constará la descripción de los requisitos y características que deberán reunir los bienes.
- d) La determinación del modo en que otros bienes podrán ser incorporados al fideicomiso.
- e) Los plazos o condiciones a que se sujeta el dominio fiduciario.
- f) El destino de los bienes a la finalización del fideicomiso.
- g) Los derechos y obligaciones del fiduciario.
- h) Los términos y condiciones de emisión de los valores representativos de deuda o certificados de participación.
- i) Descripción de los valores representativos de deuda garantizados con los bienes fideicomitados y/o de los certificados de participación.
- j) En su caso mecanismos mediante los cuales se garantizará el pago de los servicios de renta y amortización.
- k) Calificación(es) otorgada(s), cuando corresponda, a los valores representativos de deuda garantizados con los bienes fideicomitados y/o los certificados de participación.
- l) Régimen de comisiones y gastos imputables.
- m) La leyenda aplicable de acuerdo a lo dispuesto en este Capítulo.

ANEXO II:
CONTENIDO DEL PROSPECTO

- a) Identificación del fideicomiso por el cual los valores negociables son emitidos.
- b) Descripción del o los fiduciarios.
 - b.1) Denominación social, domicilio y teléfono, telefacsimil y dirección de correo electrónico.
 - b.2) Datos de las respectivas inscripciones en el Registro Público de Comercio u otra autoridad de contralor que corresponda.
 - b.3) En caso de tratarse de entidades financieras, detalle de las respectivas autorizaciones.
 - b.4) Nómina de los miembros de sus órganos de administración y fiscalización y gerentes de primera línea.
 - b.5) Relaciones económicas y jurídicas entre fiduciario financiero y fiduciante.
- c) Descripción de los valores representativos de deuda garantizados con los bienes fideicomitados y/o los certificados de participación.
 - c.1) Cantidad y categorías.
 - c.2) Derechos que otorgan.
 - c.3) Cronograma de pagos de servicios de interés y capital.
 - c.4) En caso de emitirse valores representativos de deuda:
 - c.4.1) Valor nominal.
 - c.4.2) Renta y forma de cálculo.
 - c.4.3) Procedimientos mediante los cuales se garantiza el pago de los servicios de renta y amortización.
 - c.4.4) Explicitación de que, sin perjuicio de los procedimientos descritos en el ítem anterior, el repago de los valores representativos de deuda no tiene otro respaldo que el haber del fideicomiso.
 - c.5) En caso de emitirse certificados de participación en la propiedad de los bienes fideicomitados proporción o medida de participación que representan.
- d) Calificación(es) otorgada(s), cuando corresponda, a los valores representativos de deuda garantizados con los bienes fideicomitados y/o certificados de participación.
- e) Haber del fideicomiso. Deberán detallarse los activos que constituyen el haber del fideicomiso y/o el plan de inversión correspondiente.
 - En caso que el haber del fideicomiso esté constituido por derechos creditorios deberá contemplarse:
 - e.1) La composición de la cartera de créditos indicando su origen, forma de valuación, precio de adquisición, rentabilidad histórica promedio, garantías existentes y previsión acerca de los remanentes en su caso, la política de selección de los créditos efectuada por el fiduciario, y los eventuales mecanismos de sustitución e incorporación de créditos por cancelación de los anteriores.

- e.2) Titular o titulares originales de los derechos creditorios: denominación, domicilio social, teléfono, telefacsimil y dirección de correo electrónico e inscripción, en su caso, ante el BANCO CENTRAL DE LA REPÚBLICA ARGENTINA.
- e.3) Análisis de los flujos de fondos esperados.
- e.4) Previsiones para la inversión transitoria de fondos excedentes.
- e.5) Régimen que se aplicará para la cobranza de los créditos morosos.
- e.6) Explicitación de las adquisiciones de valores negociables correspondientes a la emisión, que prevean realizar los fiduciarios de los créditos que integren el haber del fideicomiso.
- e.7) Forma de liquidación del fideicomiso, incluyendo las normas relativas a la disposición de los créditos en gestión y mora remanentes a la fecha prevista para el último pago correspondiente a los créditos de acuerdo con sus términos originales.
- e.8) En caso que el fideicomiso previera la emisión de valores representativos de deuda, deberán explicitarse los mecanismos mediante los cuales se garantizará el pago de los servicios de renta o amortización a sus titulares.
- e.9) Entidades autorreguladas donde se negociarán los valores negociables correspondientes a la emisión.
- f) Régimen de comisiones y gastos imputables.
- g) Precio de suscripción y forma de integración. En el caso que los valores negociables no se ofrezcan a un precio fijo para todos los inversores, sino a un precio variable a ser determinado de común acuerdo entre los colocadores y los inversores, se deberá incluir una descripción a tal efecto.
- h) Período de suscripción.
- i) Datos de los agentes colocadores.
- j) Transcripción del contrato de fideicomiso.
- k) En su caso, estados contables conforme los artículos 27 y 28 de este Capítulo.
- l) La leyenda aplicable de acuerdo a lo dispuesto en este Capítulo.
- m) El prospecto informativo relacionado con fideicomisos financieros deberá contener una descripción gráfica adecuada y suficiente que posibilite a cualquier interesado tener una visión clara y completa del funcionamiento del correspondiente negocio, con especial atención al aporte de fondos efectuado por los inversores, a la contraprestación que deban recibir los mismos y a la exhaustiva descripción del activo subyacente. Cuando los flujos dependan de la ocurrencia de ciertos eventos deberán incorporarse ejemplos de los flujos de fondos contemplando si ocurriesen esos eventos o no.

ANEXO III:

DECLARACIÓN JURADA DE ANTECEDENTES PERSONALES Y PROFESIONALES DE LOS MIEMBROS DE LOS ÓRGANOS DE ADMINISTRACIÓN Y FISCALIZACIÓN (TITULARES Y SUPLENTE) Y GERENTES DE PRIMERA LINEA DEL FIDUCIARIO FINANCIERO

1	DENOMINACION SOCIAL DEL FIDUCIARIO
2	DATOS PERSONALES Apellido/s: Nombres: Fecha de Nacimiento: Estado Civil: Nombre y Apellido del cónyuge: Tipo y N° de documento: C.U.I.T./C.U.I.L.: Nacionalidad: Si es extranjero sin radicación: Pasaporte Si es extranjero con radicación: D.N.I.: Naturalizado: SI NO
3	DOMICILIO Domicilio Real: Calle: N°: Piso: Dpto.: Localidad: Cod.Postal: Pcia.: País: Teléfono: Domicilio especial en el país: Calle: N° Piso: Dpto.: Localidad: Cod. Postal: Pcia.: Teléfono: Telefacsimil: Dirección de correo electrónico:
4	CARGO O FUNCION QUE OCUPA EN LA ENTIDAD: Mandato/Designación desde hasta
5	ANTECEDENTES PERSONALES Profesión: Estudios cursados:

6	<p>ANTECEDENTES PROFESIONALES</p> <p>Antecedentes en tareas vinculadas con la actividad fiduciaria:</p> <p>Otros antecedentes profesionales y docentes:</p>
7	<p>MANIFESTACION DE BIENES</p> <p>ACTIVO VALOR/MONTO</p> <p>Dinero en efectivo:</p> <p>Depósitos en dinero</p> <p>-En el país</p> <p>-En el exterior</p> <p>Créditos</p> <p>-En el país</p> <p>-En el exterior</p> <p>Valores Negociables</p> <p>-En el país</p> <p>--Títulos públicos</p> <p>--Títulos privados</p> <p>-En el exterior</p> <p>Patrimonio de empresas o explotaciones unipersonales</p> <p>Bienes Inmuebles</p> <p>-En el país</p> <p>-En el exterior</p> <p>Muebles</p> <p>Otros bienes</p> <p>TOTAL DEL ACTIVO</p> <p>PASIVO</p> <p>Deudas</p> <p>-En el país</p> <p>--Con personas físicas</p> <p>--Con personas jurídicas</p> <p>--Con entidades financieras</p> <p>Otras deudas</p> <p>-En el exterior</p> <p>TOTAL DEL PASIVO</p> <p>PATRIMONIO NETO</p>
8	<p>INGRESOS ANUALES IMPORTES</p>

	Rentas del suelo Rentas de capitales Rentas de explotaciones comerciales Rentas del trabajo Rentas de participaciones en empresas Otras rentas TOTAL
9	CARGOS EN OTRAS ENTIDADES (Denominación de la entidad, domicilio, cargo que desempeña y vencimiento del mandato)

Lugar y fecha:

Firma del declarante:

ENTREVISTAS.

Análisis jurídico del fideicomiso financiero como vehículo para la securitización de activos en el derecho argentino.

Cuestionario

- 1- ¿Que ventajas encuentra en la securitización con respecto a otros métodos de financiación corporativa? ¿Qué beneficios se derivan de la misma?
- 2- ¿Qué críticas le haría a la ley?, ¿Cómo se debería mejorar?, ¿Qué dificultades prácticas y jurídicas ha advertido en la aplicación de este nuevo sistema?
- 3- Costo operativo. ¿Cuál es el monto mínimo a partir del cual se puede pensar en securitizar una cartera de activos?, ¿qué costo operativo aproximadamente tiene?
- 4- ¿Qué vehículo elegiría usted para securitizar activos? ¿por qué?
- 5- ¿Qué características especiales deben reunir los activos a securitizar, en un proceso de securitización en el que estén involucrados activos de diferentes empresas? (Programa de activo único: destinado a titular un mismo tipo de activos, independientemente de que provengan de uno o varios originantes)

Entrevistado: Cr. Luis Fadda (padre). Titular de Ernst & Young
Córdoba

Cuestionario

1- ¿Que ventajas encuentra en la securitización con respecto a otros métodos de financiación corporativa? ¿Qué beneficios se derivan de la misma?

En primer lugar habrá que observar cada fideicomiso en particular, por cuanto cada fideicomiso es distinto a otro, y por lo tanto puede presentar distintas aristas, ventajas y oportunidades. No obstante se pueden señalar como ventajas a las siguientes:

- 1- permite una financiación mas económica.**
- 2- Permite un acceso rápido al crédito**
- 3- Permite el acceso al crédito a personas que no podrían conseguirlo a través de la banca tradicional.**
- 4- Permite lograr financiación mediante la afectación al proceso de los flujos futuros de fondos.**
- 5- Otorga beneficios fiscales cuando se realiza oferta pública de los títulos valores.**

2- ¿Qué críticas le haría a la ley?, ¿Cómo se debería mejorar?, ¿Qué dificultades prácticas y jurídicas ha advertido en la aplicación de este nuevo sistema?

La ley, aunque perfectible, es bastante buena, sobre todo en cuanto admite una gran flexibilidad y maleabilidad de la figura, que permite ajustar y calzar el fideicomiso a un negocio determinado.

Por su parte, la actuación de la CNV como autoridad de aplicación y regulación, es bastante buena, y se destaca la predisposición de la entidad para resolver y atender a los eventuales problemas que se puedan presentar

3- Costo operativo. ¿Cuál es el monto mínimo a partir del cual se puede pensar en securitizar una cartera de activos?, ¿qué costo operativo aproximadamente tiene?

1- El costo operativo aproximado es del 10 al 12%. No obstante mientras sube el monto de la cartera securitizable los costos de la operación disminuyen proporcionalmente, ya que son asignados con mayor facilidad, representando por lo tanto un porcentaje menor.

Sin perjuicio de esto, hay que tener en cuenta que las entidades financieras cobrarán por su actuación un monto fijo mas elevado, porque a mayor monto securitizable, mayor responsabilidad de la entidad, por lo cual esa relación se verá representada por un aumento en la retribución.

2- La cartera mínima a securitizar es de \$500.000 aproximadamente.

Estos montos permiten a ciertas PYMES acudir a este sistema de financiación.

En estos casos se recurren a entidades financieras más pequeñas, como pueden serlo -en la ciudad de Córdoba- el banco Velox, o el banco Roela.

(La respuesta se complementa con un relato que se hace del caso de un fideicomiso organizado por la empresa Capital Market, donde el monto titulizado era de U\$S 400.000)

4- ¿Qué vehículo elegiría usted para securitizar activos? ¿por qué?

El fideicomiso financiero. Ninguna de las otras alternativas se ha presentado como viable en el contexto actual.

5- ¿Qué características especiales deben reunir los activos a securitizar, en un proceso de securitización en el que estén involucrados activos de diferentes

empresas? (Programa de activo único: destinado a titular un mismo tipo de activos, independientemente de que provengan de uno o varios originantes)

Lo que se requiere primordialmente es la mayor cuota de homogeneidad posible en la naturaleza de los créditos securitizables.

Entrevistado: Cr. Julián Bravo. Gerente y miembro titular del directorio de Tarjeta Naranja S.A

Cuestionario

1- ¿Que ventajas encuentra en la securitización con respecto a otros métodos de financiación corporativa? ¿Qué beneficios se derivan de la misma?

Como método de financiación corporativa, el fideicomiso presenta dos puntos a favor.

El primero de ellos es habilitar la posibilidad de captar fondos por encima de lo que se podría lograr como empresa directamente. Para el caso de aquellas empresas que no están en condiciones de acceder al mercado financiero, debido a su precariedad patrimonial, la titulización de créditos le permite obtener calificaciones aceptables para captar dinero. Aquellas otras empresas con buena performance económica y patrimonial, pueden mediante los fideicomisos obtener mayor capacidad de endeudamiento, cuando lo conseguido directamente a través de ON o créditos bancarios directos no le es suficiente para sus fines.

El segundo punto a favor está dado por la mejora en los Estados Contables, especialmente en los ratios de Liquidez, Endeudamiento y Rentabilidad sobre Activos que proveen los fideicomisos como método de endeudamiento. Al no computarse dentro de los respectivos Activos y Pasivos los créditos cedidos y la deuda obtenida, mejoran sustancialmente estos índices.

2- ¿Qué críticas le haría a la ley?, ¿Cómo se debería mejorar?, ¿Qué dificultades prácticas y jurídicas ha advertido en la aplicación de este nuevo sistema?

No contesta

3- Costo operativo. ¿Cuál es el monto mínimo a partir del cual se puede pensar en securitizar una cartera de activos?, ¿qué costo operativo aproximadamente tiene?

Honorarios del Fiduciario dependiendo del arreglo, puede tener costos mensuales únicamente (aprox \$3.500) o bien mensuales + un costo inicial de hasta \$15000

Honorarios asesoramiento jurídico : entre \$10 mil y \$50 mil dependiendo de la complejidad. Normalmente hay menores valores para las series posteriores.

Prospectos : entre \$1mil y \$10 mil dependiendo de la calidad de impresión y cantidad

Avisos en diarios: entre \$5 mil y \$10 mil dependiendo de la importancia que se le quiera dar

Gastos del road show: entre \$1mil y \$20 mil

Honorarios de colocación y organización: si bien son dos honorarios diferentes, suelen ser un “paquete” que puede ir entre el 0,5% y el 1% de lo colocado, dependiendo la duración de la colocación y el monto.

Arancel CNV 0,02% de la colocación

Gastos de la calificadora de riesgo: alrededor de \$10 mil

Honorarios Auditores del Fideicomiso: aprox \$10 mil anuales

A estos costos hay que sumarles posibles **duplicaciones de costos impositivos**, tales como el Impuesto a las transacciones financieras, o Ingresos Brutos provinciales y los **costos administrativos** de llevar la administración del fideicomiso

El sobrecosto comparado con una operación bancaria tradicional, puede sumar a la tasa anual original de la operación **entre 2% y 6% anual** dependiendo principalmente de la duration (tiempo promedio ponderado de la colocación) y del monto colocado.

Como contrapartida, si se trata de un fideicomiso financiero con beneficios impositivos, puede generar un ahorro en términos del impuesto a las ganancias superior al importe de todos los gastos.

4- ¿Qué vehículo elegiría usted para securitizar activos? ¿por qué?

No contesta

5- ¿Qué características especiales deben reunir los activos a securitizar, en un proceso de securitización en el que estén involucrados activos de diferentes empresas? (Programa de activo único: destinado a titular un mismo tipo de activos, independientemente de que provengan de uno o varios originantes)

No contesta

Entrevistado: Cr. Fabián Alberto Maidana. Miembro del estudio Jurídico Ferraro. Profesor en la diplomatura de fideicomiso de la UE Siglo 21.

Cuestionario

1- ¿Que ventajas encuentra en la securitización con respecto a otros métodos de financiación corporativa? ¿Qué beneficios se derivan de la misma?

Las ventajas que se derivan del financiamiento a través del fideicomiso financiero son las siguientes:

Con respecto al fiduciante:

- i- Permite el financiamiento fuera de balance**
- ii- No lleva implícito el riesgo de toda la empresa ya que los títulos valores están respaldados por un patrimonio separado a la misma.**
- iii- Otorga mejores tasas de financiamiento respecto a una línea bancaria tradicional**
- iv- Da lugar a una mejor planificación de las finanzas**
- v- Permite el logro de una mejor calificación de riesgo**

Con respecto al inversor:

- i- Los rendimientos ofrecidos en relación a colocaciones tradicionales son más atractivos.**
- ii- Los bienes fideicomitidos no son alcanzados por la quiebra del fiduciante ni la del fiduciario, lo cual da mayor seguridad al inversor.**
- iii- El inversor analiza la solidez del proyecto y su flujo y no la situación de toda la empresa.**

2- ¿Qué críticas le haría a la ley?, ¿Cómo se debería mejorar?, ¿Qué dificultades prácticas y jurídicas ha advertido en la aplicación de este nuevo sistema?

La ley en sí misma no produce inconvenientes. No obstante, tal vez la burocracia de la CNV es la que puede producir confusiones.

3- Costo operativo. ¿Cuál es el monto mínimo a partir del cual se puede pensar en securitizar una cartera de activos?, ¿qué costo operativo aproximadamente tiene?

Para que un proyecto de securitización sea viable, debe tratarse de un activo mínimo de 2 a 3 millones de pesos.

El costo operativo dependerá de cada caso en particular, pero rondará aproximadamente el 10 %.

4- ¿Qué vehículo elegiría usted para securitizar activos? ¿por qué?

Elegiría al fideicomiso financiero, por la ventajas que presenta.

5- ¿Qué características especiales deben reunir los activos a securitizar, en un proceso de securitización en el que estén involucrados activos de diferentes empresas? (Programa de activo único: destinado a titular un mismo tipo de activos, independientemente de que provengan de uno o varios originantes)

Las características que deben ser reunidas deben ser la mayor cuota de homogeneidad posible.(se completa con un breve relato de SECUPYME, un fideicomiso donde convergen aportes por aportes de flujos de diversas Pymes de Argentina.)

Entrevistado: Dr. José Fernando Márquez. Abogado socio-fundador Márquez & Asociados. Profesor de grado y postgrado de diferentes universidades.

Cuestionario

- 1- ¿Que ventajas encuentra en la securitización con respecto a otros métodos de financiación corporativa? ¿Qué beneficios se derivan de la misma?

Estimo no pueden darse pautas generales de conveniencia o inconveniencia de uno u otro modo de financiamiento, pues depende de la situación del mercado de capitales y del mercado financiero. En general cuando se recurre al fideicomiso como instrumento de securitización es porque el mercado de capitales requiere títulos cotizables a costos financieros menores que el mercado financiero. Además muchas veces el fideicomiso financiero permite otorgar en garantía bienes que, en muchos casos, el mercado financiero no acepta.

- 2- ¿Qué críticas le haría a la ley?, ¿Cómo se debería mejorar?, ¿Qué dificultades prácticas y jurídicas ha advertido en la aplicación de este nuevo sistema?

El sistema no ha encontrado, en general, inconvenientes derivados de la legislación.

- 3- Costo operativo. ¿Cuál es el monto mínimo a partir del cual se puede pensar en securitizar una cartera de activos?, ¿qué costo operativo aproximadamente tiene?

Los montos mínimos que se manejan rondan los U\$ 5.000.000. Los costos operativos son variables. El fiduciario, en general, cobra el 1% sobre el

patrimonio que administra. Además están los honorarios de las calificadoras de riesgo, el costo de colocación (comisión sobre los títulos colocados), gastos de auditoría, de abogados, etc.

4- ¿Qué vehículo elegiría usted para securitizar activos? ¿por qué?

En la práctica se securitiza a través de fideicomisos financieros.

5- ¿Qué características especiales deben reunir los activos a securitizar, en un proceso de securitización en el que estén involucrados activos de diferentes empresas? (Programa de activo único: destinado a titular un mismo tipo de activos, independientemente de que provengan de uno o varios originantes)

No he participado en este tipo de operatoria, pero estimo que las características de los activos no deberían diferir de las que deben presentar los activos si se trata de una sola empresa originante.

Entrevistado: Cr. Alberto Castagno. Consultor Económico - Financiero y desarrollo de proyectos de inversión. Entre otros cargos: Ex Presidente del Banco de la Provincia de Córdoba y de su Fundación. Ex Presidente de Córdoba Bursátil S.A. Sociedad de Bolsa. Ex Presidente de Gerenciar S.A. Sociedad Gerente de Fondos Comunes de Inversión.

Cuestionario

1- ¿Que ventajas encuentra en la securitización con respecto a otros métodos de financiación corporativa? ¿Qué beneficios se derivan de la misma?

Las ventajas que ofrece la securitización respecto a otros métodos de financiación corporativa es que permite:

a)- Titulizar instrumentos que garantizan operaciones de crédito (hipotecas, prendas, warrants, contratos de leasing, cheques, etc) y

b)- Titulizar flujos de fondos futuros (cobranzas a término por la explotación de servicios públicos como gas, agua potable, electricidad, sistemas de peaje, etc). De este modo, es posible acceder al mercado de capitales en condiciones de tasa de interés más reducidas que las que se obtienen en el sistema financiero a fin de financiar las inversiones exigidas por la explotación comercial del ramo de actividad de que se trate.

2- ¿Qué críticas le haría a la ley?, ¿Cómo se debería mejorar?, ¿Qué dificultades prácticas y jurídicas ha advertido en la aplicación de este nuevo sistema?

No respondo a la cuestión jurídica dado que mi experiencia fue realizada en el diseño y la colocación de instrumentos en el mercado.

- 3- Costo operativo. ¿Cuál es el monto mínimo a partir del cual se puede pensar en securitizar una cartera de activos?, ¿qué costo operativo aproximadamente tiene?

El monto mínimo a partir del cual se puede pensar en securitizar una cartera de activos depende de cada operación bajo análisis. En principio, no es recomendable securitizar carteras muy pequeñas, por la complejidad que la operatoria demanda y la cantidad de actores involucrados (emisores, diseñadores, calificadores de riesgo, otorgantes de garantías, agentes de colocación, etc).

El costo operativo depende de las características de la cartera objeto de securitización, de las condiciones que se pacten con los responsables del diseño del instrumento, de las garantías colaterales que se afecten a la emisión y de los honorarios del agente colocador.

- 4- ¿Qué vehículo elegiría usted para securitizar activos? ¿por qué?

No hay una respuesta única y genérica a esta cuestión. El análisis en particular de cada caso y las condiciones imperantes en la economía y el mercado de que se trate, inducirán a definir cuál es el vehículo más conveniente para securitizar activos.

- 5- ¿Qué características especiales deben reunir los activos a securitizar, en un proceso de securitización en el que estén involucrados activos de diferentes empresas? (Programa de activo único: destinado a titular un mismo tipo de activos, independientemente de que provengan de uno o varios originantes)

Los activos a securitizar deben ser homogéneos en sus condiciones de origen a fin de que permitan proyectar flujos de fondos que respalden los títulos a colocar en el mercado de capitales.

Si los activos a securitizar no ofrecen perspectivas de recuperación suficientes para el programa de emisiones y colocaciones formulado, el mercado exigirá la incorporación de instrumentos de garantía adicionales a los que los propios activos securitizados ofrecen (por ejemplo: “Certificados de Garantía” emitidos por Sociedades de Garantía Recíproca, avales bancarios, etc).

BIBLIOGRAFÍA.

BIBLIOGRAFÍA CONSULTADA

A

1. AMALLO, Daniela N., “*El fideicomiso, los fondos comunes de inversión y las sociedades de objeto especial como instrumentos de financiamiento*”. En FUNES, Saturnino J. – AMALLO, Daniela. Fideicomiso, Cuadernos de la Universidad Austral N° 2, Ed. Deplama, Bs As, 1996

B

2. BARBIER, Eduardo Antonio., “*Contratación Bancaria*”. Tomo 2. Empresas. Ed Astrea, Bs. As., 2002
3. BARBIERI, Javier. “*Sobre fideicomiso financiero*”. LL IMP, 2000-A, 1337
4. BARBIERI, Javier. “*El fideicomiso desde sus orígenes hasta el derecho actual.*” LL IMP, 2000-A, 1350
5. BAUZÁ, Roberto P., “*Asset securitization in Argentina*” en el Derivates Report March 2001 Vol 2 N° 7 publicado en www.allendebera.com.ar
6. BODIE, Zvi – MERTON, Robert C., “*Finanzas*”, Ed., Prentice Hall, México, 1999
7. BOLLINI SHAW, Carlos – GOFFAN, Mario. “*Operaciones bursátiles y extrabursátiles*”, Ed. Abeledo Perrot, Bs. As., 1995
8. BORDA, Guillermo A. “*Manual de sucesiones*”, 12° ed. Ed Perrot, Bs As
9. BREALEY, Richard A. – MYERS, Stewart C., “*Fundamentos de financiación empresarial*”, Ed. McGraw Hill, 5ª ed, Madrid, 1998

10. BRESSAN , Pablo, “*Negocio jurídico fiduciario. Sus aspectos obligacionales*”, en Tratado teórico práctico de fideicomiso, Maury de González, Beatriz (Dir), Ed AD-HOC, Bs As 1999

C

11. CABOT, Diego., “*Reemplazan a los créditos bancarios, se usan como garantías y hasta para transferir patrimonios; son los fideicomisos, la otra forma de invertir*”, publicada en La Nación, sección Economía, del sábado 30 de Abril.
12. CACHÓN BLANCO, José Enrique, en su prólogo al libro VILLEGAS, Carlos M – VILLEGAS, Carlos G., “*Aspectos legales de las finanzas corporativas*”. Ed. Dykinson., Madrid, España., 2001
13. CARREGAL, Mario. “*El fideicomiso: regulación jurídica y posibilidades prácticas*”, Ed Universidad, Bs As, 1982
14. CNV, www.cnv.gov.ar
15. CÓDIGO CIVIL DE QUÉBEC

E

16. ESCUTI, Ignacio A (h)., “*Títulos de crédito*”, 4ª ed. actualizada y ampliada., Ed. Astrea, Bs. As, 1995.
17. ETCHEVERRY, Raúl Aníbal. “*Derecho Comercial y Económico. Obligaciones y contratos Comerciales*”. Parte General. 2ª reimp., Ed Astrea, 1998.
18. ETCHEVERRY, Raúl Aníbal. “*Derecho Comercial y Económico. Contratos.*” Parte especial. Tomo 3. Ed. Astrea, 2000.

F

19. FARINA, Juan M. “*Contratos Comerciales Modernos. Modalidades de la contratación empresarial*”. Ed Astrea, 2ª Edición, Bs. As. 1997
20. FERNANDEZ, Julio C. D, “*Antecedentes históricos del Fideicomiso*”, en Tratado teórico práctico de fideicomiso, Maury de Gonzalez, Beatriz (dir), Ed Ad Hoc, Bs As, 1999
21. FERNÁNDEZ, Raymundo – GÓMEZ LEO, Osvaldo R., “*tratado teórico-práctico de derecho comercial IV*”., Ed. Depalma, Bs. As., 2004
22. FORSYTH, Richard, en el prólogo de CHORAFAS, Dimitris N., “*Chaos theory in the financial markets*”, Ed. Probus publishing company, Chicago, 1994
23. FUNES, Saturnino J., “*El fiduciario en la ley 24.441*”. en FUNES, Saturnino J. – AMALLO, Daniela. Fideicomiso, Cuadernos de la Universidad Austral N° 2, Ed. Deplama, Bs As, 1996

G

24. GHERSI, Carlos A, Weingarten Cecilia, Barbier Eduardo A, “*Contratos. Problemática moderna.*” Bs As, Ediciones cuyo, 1996.
25. GINNIE MAE, www.ginniema.gov
26. GOMEZ LEO y otros, “*Derecho empresario actual*”. En cuadernos de la Universidad Austral. Ed. Depalma, Bs As, 1996.

H

27. HANSEN, Leonardo H. "*Tratamiento tributario. Fideicomisos financieros.*" Ed Macchi, Bs As, 2000
28. HAYZUS, Jorge R, "*Fideicomiso*", Ed Astrea, Bs As, 2000

I

29. IBÁÑEZ PADILLA, Gustavo., "*Manual de economía personal. Cómo potenciar sus ingresos e inversiones*", Ed. Dunken., Bs. As., 2003

K

30. KENNY, Mario O., "*Titulización y fideicomiso financiero*". Ed Errepar, Bs As, 2002
31. KENNY, Mario O., "*La titulización de activos*", publicado en www.nicholsonycano.com.ar
32. KEOWN, Arthur J.; PETTY J. William; SCOTT, David F. (Jr); MARTIN, John D. "*Introducción a las finanzas. La práctica y la lógica de la dirección financiera*". 2ª edición. Ed. Prentice Hall Iberia, Madrid, 1999
33. KIPER, Claudio M – LISOPRAWSKI, Silvio V, "*Teoría y práctica del fideicomiso*", 2ª ed. Ed Depalma, Bs As, 2002

L

34. LASCALA, Jorge H., "*Práctica del fideicomiso.*", Ed. Astrea., Bs. As. 2003
35. LE ROY MILLER, Roger – PULSINELLI, Robert W. "*Moneda y banca*", 2ª ed., Ed. McGraw-Hill Interamericana, santa Fé de Bogotá, Colombia, 1992

36. LISOPRAWISKI, Silvio V., “*Securitización. Los negocios fiduciarios y el fideicomiso. Ley de financiamiento de la vivienda y la construcción*”. En el tratado de los contratos de empresa. Tomo II. Contratos bancarios, de MARTORELL, Ernesto E., Ed Depalma, 2ª ed actualizada, Bs As, 2000
37. LISOPRAWISKI, Silvio. “*Fideicomiso Financiero y Fondos Fiduciarios de Capitalización bancaria*”. 1996-A, 1061
38. LISOPRAWISKI, Silvio. “*La invalidez del fideicomiso unilateral y la autoafectación de bienes en el fideicomiso*”. LL, 1998-D, 1364.
39. LOPEZ DE ZAVALÍA, Fernando J., “*Fideicomiso. Leasing. Letras hipotecarias. Ejecución hipotecaria. Contratos de consumición.*”, Ed. Zavalía, Bs. As., 1996
40. LORENZETTI, Ricardo Luis, “*Tratado de los contratos. Tomo III*”, Ed Rubinzal-Culzoni, Santa Fe, 2000, p.316

LL

41. LLOVERAS DE RESK, María Emilia, BERTOLDI DE FOURCADE, María Virginia y BERGOGLIO, María Teresa., “*Lecciones de Derecho Civil. Personas naturales y jurídicas.*”, 2ª ed. 6ª reimp., Ed Advocatus., Córdoba, 1999

M

42. MALUMIÁN, Nicolás; DIPLOTTI, Adrián; GUTIÉRREZ, Pablo., “*Fideicomiso y Securitización. Análisis legal, fiscal y contable*”. Ed La Ley, Bs As, 2001
43. MANTILLA, Fernando R. “*El fideicomiso financiero*”. LL 1995-D , 1103

44. MÁRQUEZ, José F., “*Notas sobre el fideicomiso con fines de garantía*”, JA 2000-IV
45. MARTÍN, Julián A. – ALCHOURON, Juan M. (Colaborador en aspectos jurídicos no tributarios) “*Securitización. Fideicomiso. Fondos de Inversión. Leasing. Tratamiento impositivo*”, Ed. Price Waterhouse, Bs. As
46. MAURY DE GONZÁLEZ, Beatriz., “*Aspectos registrales del fideicomiso*”. En Tratado teórico práctico de fideicomiso, Maury de González, Beatriz (Dir), Ed AD-HOC, Bs As 1999
47. MOLINA SANDOVAL, Carlos A. “*El fideicomiso en la dinámica mercantil*”. Ed Ábaco. Bs As. 2004
48. MOORE, Frank., “*Bond insurance as a form of credit enhancement in California’s municipal bond market*”. Debt Line, vol 22 N° 6, June 2003, publicado en www.treasurer.ca.gov
49. MUGUILLO, Roberto A., “*Manual de operaciones bancarias y financieras*”, Ed Ediciones jurídicas cuyo., Mendoza, 2002

P

50. PAOLANTONIO, Martín E., “*Fondos Comunes de inversión. Mercado financiero y mercado de capitales. Securitización o titulización*,” Ed Depalma, Bs As, 1994
51. PINTOS, María Teresa., “*Fideicomiso financiero según la ley 24.441*” en RDPC Fideicomiso 2001-3., Ed. Rubinzal-Culzoni, Bs. As., 2001

52. PORTO, Jose M., “*Alternativas de financiación e inversión*”, Ed Osmar D. Buyatti, Bs. As., 2000

53. PUERTA DE CHACÓN, Alicia. “*El dominio fiduciario en la ley 24.441. ¿Nuevo derecho real?*”. En Tratado teórico práctico de fideicomiso, Maury de González, Beatriz (Dir), Ed AD-HOC, Bs As 1999

54. PUFILATO, Gladis J. “*Fideicomiso financiero*”, en Tratado teórico práctico de fideicomiso, Maury de González, Beatriz (Dir), Ed AD-HOC, Bs As 1999

R

55. RIVERA-BATIZ, Francisco L., RIVERA-BATIZ, Luis A., “*International finance and open economy macroeconomics*” 2ª ed., Ed. Prentice-Hall Inc., New Jersey, 1994

56. ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JORDAN, Bradford D., “*Fundamentos de finanzas corporativas*” 5ª ed, Ed. McGraw-Hill Interamericana 2ª ed. en español, México D.F., 2000

S

57. SOLER Osvaldo H., CARRICA Enrique, NIETO BLANC Ernesto y MORENO GURREA José, “*Fideicomiso*”, Bs. As, 2000., publicado en www.soler.com.ar

58. STIGLITZ, Joseph E., “*El malestar en la globalización*”, Ed. taurus, Bs. As. 2002

59. SUHAS KETKAR – DILIP RATHA., “*Securitization of Future Flow Receivables: A Useful Tool for Developing Countries.*”, en Finance & Development, March 2001, vol 38, N° 1, publicado en www.imf.org

V

60. VILLEGAS, Carlos M – VILLEGAS, Carlos G., “*Aspectos legales de las finanzas corporativas*”. Ed. Dykinson., Madrid, España., 2001
61. VILLEGAS, Carlos G. “*Operaciones bancarias*”, Tomo I, Ed Rubinza-Culzoni, Sta Fe, 1996
62. VILLEGAS, Carlos G., “*Operaciones bancarias*”, Tomo II, Ed Rubinza-Culzoni, Sta Fe, 1996
63. VILLEGAS, Carlos G., “*Títulos valores y valores negociables*”, Ed. La Ley, Bs. As., 2003
64. VINOD KOTHARI, en www.vinodkothari.com

FALLOS CITADOS

1. CNCom SalaB, 10/06/2004, “*Benítez, Elsa Beatriz C/ Citibank N.A. Y Otro*” publicado en www.laleyonline.com.ar (LA LEY 21/07/2004, 10)
2. CNCom SalaB, 25/04/2005, “*Derli S.A. C/. Lloyds TSB Bank*”. publicado en www.laleyonline.com.ar
3. CNCom SalaE, 10/05/2005, , “*Dirección General De Defensa Del Consumidor De La Ciudad De Buenos Aires C/ Banca Nazionale Del Lavoro*” publicado en www.laleyonline.com.ar (LA LEY 24/06/2005,5
4. CNCom., sala D, 29/05/2000 – “*Value Calificadora de Riesgo*”. Publicado en www.lexisnexus.com.ar (JA 2001-II-82)
5. CNCom., Sala C, 26/03/1999 – “*Fernández, Jorge y otro C/ Compañía Financiera Universal S.A. y otros*”. Publicado en www.lexisnexus.com.ar (JA 2000-I-394)
6. CNCivil Sala L, 19/02/1997, “*Orcoyen, Javier Y Otros C/ Forlano, Carlos S/ Medidas Precautorias*”. Publicado en LD Textos.
7. C.S.J.N, 04/11/2003, “*E.C.G. S.A. C/ Banco Hipotecario*” Publicado en www.laleyonline.com.ar
8. CNCiv., sala B, 05/03/2002 – “*El Albañil S.A. C/ G., N. J. M.*” Publicado en www.lexisnexus.com.ar (JA 2002-II-512)
9. Trib. Fiscal Nac., sala A, 08/04/2002 – “*Grupo República SA - Tachella Costa, Alejandro*”. Publicado en www.lexisnexus.com.ar

10. CNCom SalaC, 22/02/2005, “*Consortio de Propietarios Edif. L. N. Alem 480/84/98 Esq. 25 de Mayo C/ Banco Medefin U.N.B.*” Publicado en www.laleyonline.com.ar (LA LEY 05/04/2005, 6)
11. CcivCom Sala 02 Santiago del Estero, 20/08/2003, “*Maud, Elias S/ Concurso Preventivo-Incidente De Revision Del Banco Hipotecario S.A.*” Publicado en LD Textos
12. CNCom., sala E, 28/08/2002 – “*Banco Medefin S.A. C/ De Giacomi, Juan e Hijos*” Publicado en www.lexisnexus.com.ar (JA 2003-I-síntesis)
13. CNCom SalaD, 10/09/1992, “*Phonotone Co. S.R.L., quiebra.*” Publicado en www.laleyonline.com.ar (LA LEY, 1993-B, 280)
14. CNCom Sala A, 26/02/2002, “*Cia. De Seguros La Mercantil Andina S.A C/ Carrefour Argentina S.A S/ Sumario*”. Publicado en LD Textos
15. CNCom Sala A, 17/05/2002, “*Rodríguez, Adriana M. Y Otro C/ Boveda, Carlos H. Y Otro S/ Sum.*” Publicado en LD Textos
16. CNCom SalaC, 04/06/2004, “*Coppo, Cora E. C/ Lacoste y Compañía Sociedad de Bolsa*” Publicado en www.laleyonline.com.ar (LA LEY 02/12/2004, 7)
17. CNCom SalaD, 30/06/2004, “*Lago Moreno S.R.L. C/ Mapeal S.R.L.*” Publicado en www.laleyonline.com.ar (DJ 24/11/2004, 978)
18. CNCom SalaE, 08/08/2003, “*Banco Finansur s/ inc. de rev. en: Albus S.R.L. s/conc. Prev.*” Publicado en www.laleyonline.com.ar (LA LEY 02/01/2004, 3)

19. CNCom SalaC. “*Litoral Citrus S.A. s/ conc. Prev*” Publicado en www.laleyonline.com.ar (LA LEY 2002-E, 683).
20. CNCom., sala C, 17/09/1999 – “*Banco Mayo s/ liquidación judicial*” Publicado en www.lexisnexus.com.ar (JA 2000-II-477)
21. CNCom. Sala D, 29/04/1997, “*Manoukian, Ricardo C/ Derymant Sa. S/ Ord. S/ Inc. De Ejecucion De Honorarios*” Publicado en LD Textos
22. JCivComyMinasMendoza Nro 11; 28/02/1999, “*Atuel Fideicomiso S. A. C/ Morales, Vicente R.*” Publicado en www.laleyonline.com.ar (LLGran Cuyo, 2000-255)
23. CNCom SalaC, 03/08/2004, “*Brodsky, María y otro C/ Metrogas S.A.*” Publicado en www.laleyonline.com.ar (LA LEY 29/09/2004, 10)
24. CNCom., sala B, 20/12/2001 – “*Comisión Nacional de Valores C/ Nougués Hermanos S.A.*” Publicado en www.lexisnexus.com.ar
25. CNCom., sala B, 11/07/1980 – “*Servente y Cía*” Publicado en www.lexisnexus.com.ar
26. CNCom., sala D, 08/04/2002 – “*Comisión Nacional de Valores (impugnación resolución 8447)*” Publicado en www.lexisnexus.com.ar
27. CNCom. Sala D, 27/08/2002, “*Comisión Nacional de Valores C/ Establecimiento Modelo Terrabusi S.A. s/ transferencia paquete accionario a Nabisco*”. Publicado en www.lexisnexus.com.ar