



**UNCUYO**  
UNIVERSIDAD  
NACIONAL DE CUYO

**FCE**  
FACULTAD DE CIENCIAS  
ECONÓMICAS

Contador Público Nacional y Perito Partidor

# **“EVOLUCIÓN DEL FIDEICOMISO FINANCIERO EN ARGENTINA DESDE EL AÑO 2001”**

Trabajo de Investigación

POR:

MUNAFO, Marcelo

RIBA, Imanol Sebastián

RODRIGUEZ, Agustín

Profesor Tutor  
Walter Ton

**e-mail:** [imanol.riba.10@hotmail.com](mailto:imanol.riba.10@hotmail.com) / [agurodriguez88@hotmail.com](mailto:agurodriguez88@hotmail.com) / [marcelomunafo@yahoo.com.ar](mailto:marcelomunafo@yahoo.com.ar)

Mendoza - 2015

## ÍNDICE

INTRODUCCIÓN .....	4
I - MARCO TEÓRICO .....	6
1- ANTECEDENTES DEL FIDEICOMISO.....	6
1.1.- EL FIDEICOMISO EN EL DERECHO ROMANO .....	6
1.2.- EL FIDEICOMISO EN EL DERECHO ANGLOSAJÓN .....	7
1.3.- EL FIDEICOMISO EN LATINOAMÉRICA.....	8
1.4.- EL FIDEICOMISO EN LA ARGENTINA.....	9
2.- EL FIDEICOMISO .....	10
2.1.- CONCEPTO.....	10
2.2.- OBJETO DEL CONTRATO DE FIDEICOMISO .....	11
2.3.- REQUISITOS DEL CONTRATO DE FIDEICOMISO .....	11
2.4.- CARACTERES DEL CONTRATO DE FIDEICOMISO.....	12
2.5.- SUJETOS.....	13
2.6.- DERECHOS Y OBLIGACIONES DE LAS PARTES.....	14
2.7.- CLASIFICACIÓN DE FIDEICOMISO .....	16
2.8.- EXTINCIÓN DEL FIDEICOMISO .....	20
II – FIDEICOMISO FINANCIERO .....	21
1 – INTRODUCCIÓN .....	21
2 - CONCEPTO .....	22
3 - INSTRUMENTACIÓN .....	23
4 - PROPIEDAD FIDUCIARIA .....	23
5 - VALORES FIDUCIARIOS .....	24
6 - ADMINISTRACIÓN.....	24
7 - INFORMACIÓN CONTABLE .....	24
8 - CARACTERÍSTICAS DEL FIDEICOMISO FINANCIERO .....	26
9 - ATRIBUTOS DEL FIDEICOMISO FINANCIERO .....	27
10 - TRATAMIENTO IMPOSITIVO DE LOS FIDEICOMISOS FINANCIEROS.....	27
11 -VENTAJAS DEL FIDEICOMISO FINANCIERO .....	31
12 -CARACTERÍSTICAS DISTINTIVAS DEL FIDEICOMISO FINANCIERO RESPECTO DE LA FIGURA GENERAL.....	33
13 -EXTINCIÓN DEL FIDEICOMISO FINANCIERO .....	34
III.- SECURITIZACIÓN.....	35
1 - CONCEPTO .....	35
2 - ANTECEDENTES DE LA SECURITIZACIÓN .....	36
2.1. – ANTECEDENTES EN AMERICA LATINA .....	36
2.2. – ANTECEDENTES EN ARGENTINA .....	37
3 - SUJETOS EN EL PROCESO DE SECURITIZACIÓN .....	37
4 - PROCESO DE SECURITIZACIÓN .....	39
5 - TÉCNICAS DE MEJORAMIENTO DEL RIESGO.....	41
6 - TIPOS DE SECURITIZACIONES EN ARGENTINA.....	43

6.1.- SECURITIZACIONES DE FLUJOS FUTUROS .....	43
6.2.- SECURITIZACIONES DE CARTERAS HIPOTECARIAS, PRENDARIAS, CHEQUES DE PAGO DIFERIDO, CUPONES DE TARJETAS DE CRÉDITO, PRÉSTAMOS PERSONALES .....	44
7 - PRINCIPALES RIESGOS PARA EL INVERSOR.....	45
IV- EL FIDEICOMISO FINANCIERO EN LA ARGENTINA .....	46
1.- SITUACIÓN DEL MERCADO FINANCIERO ARGENTINO .....	46
2 - EL ROL DE LAS SOCIEDADES DE GARANTÍA RECÍPROCA.....	50
3 - EVOLUCIÓN DE LOS FIDEICOMISOS FINANCIEROS EN LA ARGENTINA ENTRE LOS AÑOS 1996-2001.....	51
4 - EVOLUCIÓN DE LOS FIDEICOMISOS FINANCIEROS EN LA ARGENTINA ENTRE LOS AÑOS 2002-2014.....	51
5 - EVOLUCIÓN DE LOS FIDEICOMISOS FINANCIEROS EN LA ARGENTINA DESDE EL AÑO 2.010 AL 2.014 .....	53
CONCLUSION .....	59
BIBLIOGRAFÍA CONSULTADA .....	60
ANEXO.....	61

## INTRODUCCIÓN

El origen y reglamentación de la figura del fideicomiso, y en particular la del fideicomiso financiero, se remontan a la sanción de la ley 24.441, sancionada el 22 de diciembre de 1.994 y promulgada el 9 de enero de 1.995, y ha impactado en el sistema económico y financiero de nuestro país, dando lugar a la aparición de una nueva herramienta de financiamiento.

Su impulso como herramienta de inversión y financiación, se remonta a la crisis del año 2.001, época en la cual se consolida ante la escasez de créditos y altas tasas de interés, consecuencia de la debacle financiera del país. El elemento principal del fideicomiso financiero es la titulización o securitización de activos, proceso mediante el cual brindan un riesgo limitado, a su vez que otorgan tasas de rendimiento atractivas.

El objetivo de esta investigación es analizar los pilares principales que presentan al fideicomiso financiero como una interesante opción de financiamiento no tradicional para la obtención de crédito destinado a la producción, y su incidencia y evolución en los mercados de capitales desde el año 2.010 hasta el 2.014, además de confirmar que es un importante atractivo para la inversión por su alto nivel de credibilidad.

El trabajo busca demostrar el futuro promisorio del fideicomiso financiero, como una herramienta ventajosa tanto para las empresas que requieren de crédito para llevar adelante sus proyectos, como así también para los inversores que buscan una alternativa con una óptima relación entre rendimiento y riesgo. En esta investigación se busca cumplir con los siguientes objetivos:

General:

- Es investigar y postular los fundamentos que presentan al fideicomiso financiero como una alternativa beneficiosa de obtención de crédito, de forma no tradicional, y analizar su evolución desde el año 2.010 al 2.014.

Específicos:

- Proponer los principales antecedentes históricos del fideicomiso financiero.
- Análisis de la ley 24.441, la cual le da origen a la figura fideicomiso, y en especial al fideicomiso financiero.
- Conocer las características propias y distintivas del fideicomiso financiero y las ventajas que lo hacen atractivo a la hora de obtener financiamiento.

- Desarrollar el proceso de securitización y sus ventajas, como característica relevante del fideicomiso financiero.
- Analizar la evolución del fideicomiso financiero en los últimos años (desde 2.010 hasta 2.014) en la Argentina.
- Plantear las posibilidades que brinda este instrumento para todo tipo de inversores y empresas en el mercado de capitales argentino para los próximos años.

Este instrumento ha seguido creciendo sostenidamente en los últimos años, y su utilización abarca diversos sectores de la economía, incluyendo a las pequeñas y medianas empresas (PYMES), permitiendo mayores opciones de financiación a favor del desarrollo productivo del país.

Para lograr estos objetivos, se ha recopilado información de diversos artículos y publicaciones de sectores especializados en el mercado de valores, como así también del Banco Central de la República Argentina y de la Comisión Nacional de Valores, entre otras instituciones relacionadas con el tema.

Expuestos los objetivos de esta tesis, se procede al desarrollo de los conceptos necesarios para comprender el tema propuesto.

# I - MARCO TEÓRICO

## 1- ANTECEDENTES DEL FIDEICOMISO

En principio, el presentar los antecedentes del Fideicomiso hace más bien a la necesidad de poner en evidencia algunas cuestiones que expliquen el por qué del nacimiento de la figura y cómo fue evolucionando la misma.

Esta figura, fue utilizada en sus orígenes como una forma de salvar impedimentos legales y lograr darle, a ciertos bienes, un destino que por leyes de esa época, estaba proscrito, o incluso, para poner determinados bienes a salvo de una posible confiscación por causas políticas.

Comenzó siendo un negocio basado únicamente en la confianza que el transmitente tenía en el adquirente. El primero le transmitía al segundo la propiedad de un bien, y le encomendaba que hiciera uso como dueño conforme sus instrucciones.

Con el tiempo, y como una suerte de reacción ante ciertos incumplimientos de los encargados fiduciarios, al adquirente se le fue recortando su primitiva facultad de abuso sobre los bienes adquiridos, para llegar a convertirse en un titular jurídico, pero con potestades sensiblemente limitadas.

El Fideicomiso se utilizaba para transferir un bien como garantía de pago de una deuda o cuando las personas se ausentaban temporalmente, como son los casos de guerras o viajes, la transferencia del bien se realizaba para el disfrute y uso gratuito por parte de un tercero que era el beneficiado. A su vez, se utilizaba el Fideicomiso Testamentario para dar diferentes destinos a las herencias en base a la voluntad del testador y superar las trabas existentes en el derecho romano. El objetivo era beneficiar a fieles colaboradores y esclavos, hijos ilegítimos, amantes, etc.

Su génesis y analizando su etimología, fideicomiso significa “*confianza*” y esta se traduce en un encargo que una persona le hace a otra y que se plasma en un contrato de carácter jurídico y su valor fundamental estará dado por el “contenido” del contrato, el cual a su vez dependerá del “encargo” realizado entre las partes que acuerdan y firman este documento.

### 1.1.- EL FIDEICOMISO EN EL DERECHO ROMANO

Según comenta Villegas (1.996), en el Imperio Romano, existieron dos instituciones que son antecedentes al fideicomiso actual: *La Fiducia* y los *Fideicomisos Testamentarios*

*La Fiducia* consistía en la transmisión de un bien, originada en un acto entre vivos, en contraposición con el *Fideicomiso Testamentario*, que consistía en una transmisión por la causa de muerte.

La figura romana era una transmisión de la propiedad, acompañada por un *pactum fiduciae*, por el cual quien recibía la propiedad del bien en cuestión se obligaba a la vez frente al transmitente, luego de realizados determinados fines, a devolver la propiedad o a transmitirla a una tercera persona.

Con el tiempo fue necesario crear instrumentos que protegieran las posiciones de las partes, en especial la del transmitente o fiduciante. Una defensa llamada “acción directa en favor del fiduciante”, era tendiente a resarcirlo cuando el fiduciario enajenaba el bien recibido antes del vencimiento del plazo previsto para que el deudor cancele su obligación, o cuando el fiduciario vendía el bien, aunque el fiduciante hubiera cumplido con todas sus obligaciones cancelando la deuda en tiempo y forma. En el derecho Romano post-clásico, su empleo se fue sustituyendo por otros tipos de contratos, que adoptó formas más desarrolladas o perfeccionadas, como por ejemplo, el comodato, la prenda o la hipoteca. Pese a ello, la fiducia constituye, sin dudas, el antecedente más remoto de nuestro fideicomiso.

Con respecto al fideicomiso testamentario, llamado *fideicommissum*, dice Villegas, era utilizado cuando un testador quería favorecer a una persona que era incapaz de sucederlo por las procripciones contenidas en las leyes de esa época. De este modo, el testador rogaba a un heredero capaz de sucederlo que fuese el ejecutor de un encargo o encomienda, cuyo objetivo era darle al incapaz un bien particular o parte del acervo hereditario que, de otra manera, no tendría derecho a recibir.

En definitiva se trataba de un medio para beneficiar a alguna persona, instrumentando a través de un ruego hecho por el causante, por el cual se le encomendaba o suplicaba al heredero que instituí, y que naturalmente tenía derecho de sucederlo, que entregara a otra persona que carecía de tal derecho un bien determinado, la sucesión total o parte de ella. El causante rogaba que su heredero cumpla con su encargo confiando en su lealtad y buena fe. Al heredero gravado se llamó Fiduciario, y a la persona a que éste debía transmitirle los bienes, Fideicomisario.

Inicialmente el cumplimiento quedó librado a la buena fe y a la conciencia del heredero fiduciario. Pero con el tiempo llegaron los abusos y ante la inejecución de ciertos fideicomisos, se fue deformando la figura del negocio fiduciario, para lograr introducirle mecanismos de control que impidieran el abuso por parte del fiduciario y proteger así la voluntad del causante.

## 1.2.- EL FIDEICOMISO EN EL DERECHO ANGLOSAJÓN

Siguiendo la obra de Villegas (1.996), en el derecho anglosajón, el fideicomiso ó “trust”, también existía. Expresa que “como todo negocio fiduciario intervienen en el trust el constituyente

(settlor), el fiduciario (trustee) y el beneficiario (cestui que trust). Esta institución, algo peculiar para la concepción romanista, desdobra el derecho de propiedad en dos: el “*legal title*” (título legal) es el que detenta el fiduciario, el “*equitable title*” (título equitativo) el que detenta el fideicomisario. El primero integra el *Common Law* (Derecho Común), y el segundo el *Equity Law* (Derecho Equitativo), cuya aplicación está encomendada a tribunales especiales.

El Common Law es el consagrado por los tribunales, por eso es que también se conoce como derecho consuetudinario. Debido a la rigidez y a la formalidad que lo caracterizaba, tuvo origen el Equity, un nuevo orden jurídico que era aplicado por el canciller, un representante del rey que juzgaba conforme a las reglas de la equidad. De esa forma se fue desarrollando una jurisprudencia de la equidad, distinta y paralela a la Common Law.

Para el Derecho Anglosajón, el *trustee* o fiduciario se convierte en el propietario legal de los bienes fideicomitados. El Common Law le reconoce la propiedad plena o legal sobre los mismos, por lo cual en el caso del *settlor* o fiduciante permaneciera en la posición de éstos, para el Common Law es un simple tenedor en nombre del trustee, único dueño legal de dichos bienes.

Una particularidad de esta figura, adoptada especialmente por la Ley 24.441 de Argentina para el fideicomiso, es que los bienes afectados al trust no se confunden con el patrimonio del trustee. Esto implica que la insolvencia de éste no afecta al patrimonio fiduciario: los acreedores personales del trustee no pueden pretender el cobro de sus créditos mediante la ejecución de los bienes del trust. Estos componen una suerte de patrimonio de afectación para el cumplimiento de los fines previstos por el settlor, y el trustee viene a cumplir el rol de administrador del mismo.

A partir de la codificación, el nombre Fideicomiso se utiliza no sólo para designar actos de disposición mortis causa, sino también contratos. Es decir, el fideicomiso absorbe en su denominación a la Fiducia romana.

El fideicomiso romano se estructuró sobre bases absolutamente distintas a las del trust anglosajón, pero se encuentran puntos de contacto en la evolución de esos institutos:

- ✓ La necesidad de transferir bienes a otra persona en beneficio de alguien.
- ✓ La legítima pretensión del constituyente y del beneficiario de obtener la protección del Estado ante el incumplimiento de los fines para los cuales se ha transmitido la propiedad
- ✓ El reconocimiento de la primacía de los derechos del beneficiario sobre esos bienes y de la obligación del adquirente al respetar la voluntad del constituyente.

### 1.3.- EL FIDEICOMISO EN LATINOAMÉRICA

Según Villegas (1.996), el Fideicomiso se ha manifestado en las diversas legislaciones de los países Latinoamericanos con una serie de rasgos esenciales en común, que denotan una directa



influencia del trust anglosajón, aunque por la denominación más bien pareciera derivar de la Fiducia romana. Dice el autor: “El fideicomiso en Latinoamérica es un instituto jurídico moderno, que retoma el clásico negocio fiduciario romano y que de algún modo es una versión latinizada del trust anglosajón”

El trust desembarcó en México junto con la pacífica penetración económica de inversiones de capitales norteamericanos, fundamentalmente en los rubros ferroviario y explotación petrolera. El principal obstáculo de los juristas fue el régimen de doble propiedad característico del trust, que distingue la propiedad legal de la material, que es incompatible con el principio de exclusividad de los sistemas jurídicos de raíz latina. Si bien no era posible importar el trust anglosajón, se debía crear una figura con rasgos particulares. Así nace el Fideicomiso.

El Fideicomiso latinoamericano se trata entonces, de una figura jurídica nueva, no derivada del trust anglosajón, sino inspirada en él.

Los rasgos esenciales, que son comunes en las distintas versiones del fideicomiso latinoamericano, pueden resumirse en los siguientes:

- ✓ La afectación de un patrimonio especial a un propósito determinado.
- ✓ Un sujeto ajeno a la finalidad perseguida, encargado de los actos tendientes a su cumplimiento, y
- ✓ Un beneficiario de tal actividad.

En épocas más recientes, su aplicación práctica ha sido muy amplia en todo el mundo y es importante destacar la enorme difusión que ha tenido en América Latina desde principios del siglo XX, especialmente en países como México y Colombia que han liderado su aplicación, focalizando su uso para proyectos de infraestructura turística y para la construcción de obra pública y privada.

#### 1.4.- EL FIDEICOMISO EN LA ARGENTINA

El fideicomiso en general, se consolidó en nuestro país, a raíz de la crisis política, económica y social, que se generó a fines del año 2001, por lo se toma ante la necesidad de recurrir a una nueva fuente de financiación.

Debido al resurgimiento de la figura del fideicomiso, como medio ideal de financiamiento de menor costo, las empresas y el Estado principalmente fue uno de los que recurrió a él, para el cumplimiento de fines específicos, tales como la realización de una obra pública, entre otros. Ya que aceleraba los plazos de la ejecución y brinda transparencia en el manejo de los fondos, al ser el fiduciario quien se responsabiliza por el cumplimiento del contrato.

Se utiliza esta figura debido a la desconfianza que se originó en nuestro país por los incumplimientos en los contratos de obra pública de las empresas contratadas con el Estado y/o por no contar con los fondos para la consecución o realización de las mismas. Este negocio jurídico indirecto

recurre a la figura del fiduciario, que si bien es prescindible, es en quién las partes depositan la confianza.

## 2.- EL FIDEICOMISO

El contrato de fideicomiso no se encontraba regulado sino hasta la sanción de la Ley 24.441. Hasta ese momento, y en relación al mismo, se contaba únicamente con el Artículo 2662 del Código Civil, que no hacía referencia al contrato del fideicomiso mismo, sino al dominio fiduciario.

Esta ley fue sancionada por el Congreso de la Nación con fecha 22 de diciembre de 1994 y promulgada el 9 de enero de 1995, y tiene por finalidad el "Financiamiento de la Vivienda y la Construcción" pero su contenido es múltiple. En su Título Primero trata del Fideicomiso, en siete Capítulos sucesivos (Artículos 1 a 26), contemplando dos especies:

- ✓ El Fideicomiso común u ordinario -aunque no le asigna nombre-, artículos 1 a 18
- ✓ El Fideicomiso Financiero (Artículos 19 a 24). Los Artículos 25 y 26 regulan la extinción del fideicomiso. Aquí se analizarán ambas especies de Fideicomiso.

### 2.1.- CONCEPTO

El artículo primero de la Ley 24.441 expresa 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*”

La noción básica del fideicomiso consiste en que una persona transmite bienes a otra, pero obligándola al mismo tiempo a administrarlos y disponer de ellos, no para su bienestar personal, sino en beneficio de otros, designados explícitamente como:

- ✓ Los beneficiarios de las rentas que estos bienes produzcan
- ✓ Los beneficios del patrimonio final al cumplirse el plazo establecido

Habitualmente, para llevar a cabo una explotación o un emprendimiento, a los efectos de no mezclar patrimonios y de poder contemplar adecuadamente la finalidad de una empresa y sus resultados, se constituye una nueva sociedad.

Lo mismo ocurre cuando una empresa ya existente decide llevar a cabo un nuevo negocio, ajeno a su objeto social.

Con la aparición de la figura del fideicomiso, surge la posibilidad de efectuar una separación de un patrimonio a los efectos de ser administrado por otra persona de acuerdo a ciertas instrucciones,

generando así una cierta protección patrimonial, que aísla a los bienes que comprenden el fideicomiso, de acciones legales de terceros contra el constituyente y contra el administrador.

Los beneficios principales de ésta figura, explican Varela y Guglielmetti, son:

- ✓ Reduce el costo de adquisición de fondos para el deudor
- ✓ Es una nueva alternativa de inversión con tasas competitivas
- ✓ Permite mejorar el uso del capital al fiduciante
- ✓ Permite al fiduciante disponer de fondos líquidos por la venta de los activos
- ✓ Diversifica los riesgos de inversión
- ✓ Genera un nuevo mercado crediticio

## 2.2.- OBJETO DEL CONTRATO DE FIDEICOMISO

Según Varela y Guglielmetti (2.006), pueden ser objeto del contrato de fideicomiso toda clase de bienes o derechos. El patrimonio fiduciario estará conformado por la totalidad de los bienes transferidos por el fiduciante al momento de la celebración del contrato, más todos aquellos bienes que se incorporen al mismo durante el curso del fideicomiso.

El artículo 14 de la Ley 24.441 explica que los bienes fideicomitados constituyen un patrimonio separado del patrimonio del fiduciario y del fiduciante, con esta excepción se logra aislar a los bienes fideicomitados de las posibles contingencias del fiduciario como del fiduciante.

Es tal la separación de los patrimonios que, ante la insuficiencia de los bienes fideicomitados para hacer frente a deudas contraídas, no da lugar a la quiebra del fiduciario ni del fiduciante, sino que significa la liquidación del fideicomiso. Solo será responsable solidariamente el fiduciario cuando éste actúe con dolo o culpa.

## 2.3.- REQUISITOS DEL CONTRATO DE FIDEICOMISO

Los siguientes elementos son los necesarios para la constitución del mismo:

- ✓ Las partes intervinientes, es decir, el constituyente del fideicomiso (el fiduciante), quien recibe los bienes (el fiduciario) y el beneficiario de los réditos (el beneficiario)
- ✓ La transmisión de la propiedad fiduciaria
- ✓ La obligación que contrae el fiduciario de aplicar los bienes a la finalidad del fideicomiso
- ✓ El pacto o condición al que se supedita la constitución del fideicomiso

✓ La retransmisión de la propiedad fiduciaria al cumplirse el plazo o condición, ya sea al fiduciante, al beneficiario o al fideicomisario.

En el contenido del contrato de fideicomiso se debe identificar:

✓ 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;

✓ La determinación del modo en que otros bienes podrán ser incorporados al fideicomiso;

✓ 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;

✓ El destino de los bienes a la finalización del fideicomiso;

✓ Los derechos y obligaciones del fiduciario y el modo de sustituirlo si cesare;

✓ El contrato puede también prever:

- La forma de retribución del fiduciario

- Fiduciario sustituto y procedimiento para su designación

- La facultad de revocar el fideicomiso o al fiduciario designado.

## 2.4.- CARACTERES DEL CONTRATO DE FIDEICOMISO

### ✧ *Consensual*

Se trata de un contrato consensual, es decir, queda perfeccionado por el mutuo consentimiento manifestado por las partes y a partir de ese momento comienza a producir los efectos propios del contrato para cada una de las partes, así como también ante terceros.

### ✧ *Oneroso*

El contrato será oneroso si se estipula una retribución para el fiduciario por la ejecución de los encargos encomendados, lo cual es presumido por ley si no se establece expresamente lo contrario.

### ✧ *Bilateral*

Se trata de un negocio bilateral, pues su consumación depende del consentimiento que, a su debido tiempo, debe dar cada una de las partes, porque su característica esencial es la de producir derechos y obligaciones recíprocos.

### ✧ *Unitario*

Se trata de un solo acto jurídico, aunque determine complejas modificaciones en la relación jurídica.

### ✧ *Formal*

El contrato debe contener determinadas indicaciones en lo que concierne a los bienes, a su duración, y a los derechos y obligaciones de las partes, cabe deducir que debe celebrarse por escrito, quedando descartada la forma oral. Además, deben cumplirse los requisitos formales correspondientes a la naturaleza de los bienes transmitidos. Así, si se trate de inmuebles, el contrato deberá ser otorgado por escritura pública, mientras que si el objeto lo constituyen créditos, basta con el instrumento escrito.

Asimismo, cuando se trate de cosas registrables se deberá inscribir la transmisión fiduciaria en el registro correspondiente a nombre del fiduciario, a los efectos de su oponibilidad a los terceros interesados de buena fe.

## 2.5.- SUJETOS

Apoyándonos en lo que nos expresa la Ley 24.441 podemos decir que existen:

### ✦ *Fiduciante*

Es el titular de los bienes objeto de la transmisión fiduciaria.

Es quien constituye el fideicomiso, sea mediante un contrato o disposición testamentaria, establece sus fines, y se podría decir que designa al fiduciario, a los beneficiarios y al fideicomisario. Por otra parte este interviniente tiene bajo su responsabilidad, transmitir los bienes fideicomitados al fiduciario y tiene la capacidad de disposición de los bienes objeto del fideicomiso.

Con respecto a la capacidad para actuar como fiduciante, surge que toda persona capaz de disponer de sus bienes podría constituir un fideicomiso, lo que no excluye a un incapaz que actúe a través de su representante legal.

Adicionalmente a las personas naturales o físicas, también puede constituir un fideicomiso las personas jurídicas y aún ciertas autoridades judiciales o administrativas.

El fiduciante puede ser también denominado, cedente, constituyente o fideicomitente.

### ✦ *Fiduciario*

Es el administrador de la propiedad Fiduciaria, constituida por los bienes fideicomitados y tiene la obligación de darle el destino previsto en el contrato.

Es la persona, física o jurídica, que en virtud de su experiencia, capacidad, para dar cumplimiento al fideicomiso, sumado a la honestidad, transparencia, etc., que este debe poseer, es elegida por el fiduciante, para la constitución de un fideicomiso otorgándole la guarda y administración de los bienes.

Tiene a su cargo el deber de obrar como “un buen hombre de negocios”.

Está obligado a rendir cuentas de su administración, cada vez que le sea requerido, o cuanto menos una vez al año.

Además, tiene terminantemente prohibido constituirse como beneficiario, fideicomisario, o fiduciante, como así también adquirir los bienes para sí.

✦ *Beneficiario*

Es el que recibirá los beneficios producidos por la gestión o administración de los bienes fideicomitidos.

Es la persona a favor de la cual el fiduciario ejerce la propiedad fiduciaria de los bienes fideicomitidos. Esta debe ser una persona determinable al momento de la constitución del fideicomiso y no requerirá una capacidad especial alguna.

El beneficio a recibir, es revocable hasta su aceptación por el beneficiario (salvo reserva expresa del fiduciante de la facultad de revocarlo con posterioridad).

✦ *Fideicomisario*

Es el destinatario final de los bienes una vez cumplido el plazo o la condición del fideicomiso.

Cabe aclarar que, según se disponga en el contrato de fideicomiso, indistintamente tanto la persona del fiduciante como la del beneficiario, puede ser la destinataria final de los bienes objeto de fideicomiso y por ello identificarse también como fideicomisario.

Como se ha comentado, el fideicomisario puede ser el mismo fiduciante y que pueden ser varios, caso en el cual para el ejercicio de sus derechos se establecen por las legislaciones, mecanismos como el de la mayoría, la intervención del juez, etc.

Se deberá tener en cuenta que bajo ninguna circunstancia, el fiduciario podrá ser el fideicomisario, o el beneficiario.

## 2.6.- DERECHOS Y OBLIGACIONES DE LAS PARTES

Basándonos a Varela y Guglielmetti (2.006) y la ley nombrada en ocasiones anteriores, podemos atribuir los siguientes derechos y obligaciones a cada una de las partes:

✦ *El Fiduciante*

✧ Obligaciones

- ✓ Debe remunerar al fiduciario.
- ✓ Debe reembolsarle los gastos que tuviere.

✧ Derechos

- ✓ Facultad de designar a uno o más fiduciarios, y reservarse derechos específicos, para vigilar que cumplan el convenio, y la facultad de revocarlo cuando el encargo resulta ineficaz o innecesario.
- ✓ Puede exigir rendición de cuentas al fiduciario y ejercer acciones de responsabilidad. Si el contrato no dice con qué frecuencia debe rendir cuentas, debe hacerlo como mínimo 1 (una) vez al año.

- ✓ Puede exigir que el dominio vuelva a él, o que se le transmita al beneficiario.
- ✓ Puede revocar el fideicomiso, pedir la remoción del mismo, y elegir uno nuevo.

✦ *El Fiduciario*

✧ Derechos

- ✓ Tiene todas las facultades inherentes al dominio y administración de la cosa.
- ✓ Tiene todas las facultades necesarias para cumplir la finalidad señalada por el fideicomiso.
- ✓ Remuneración y reembolso de gastos según artículo 8 de la ley.
- ✓ Puede usar y disponer de los bienes, pero no puede apropiarse de los frutos, pero el uso es para lograr el fin del contrato

✧ Obligaciones

- ✓ Nos dice el artículo 7 de la ley que debe rendir cuentas, dar aviso previo sobre ciertas operaciones de inversión o de los frutos que recibe de esta, pero más que nada sobre el aspecto contable de la administración. Está prohibida la dispensa de rendir cuentas. La rendición de cuentas deberá ser con una periodicidad no menor a 1 (un) año.
- ✓ Está obligado a realizar el inventario, es decir, tomar nota detallada de los bienes que se han recibido.
- ✓ Debe administración, conservación, custodia material y jurídicamente de la cosa, efectuar las mejoras y reparaciones necesarias, contratar seguros y pagar tributos que lo graven.
- ✓ Debe administrarlo para producir su máximo rendimiento y frutos
- ✓ Debe restituir la cosa al beneficiario o al fideicomitente o sus herederos
- ✓ Debe entregar los beneficios al beneficiario
- ✓ No puede mezclarlos con sus bienes ni se pueden declarar como parte de su activo.
- ✓ Debe guardar secreto, sobre todos los informes que se conoce en desarrollo de los contratos celebrados.

De no cumplir con sus obligaciones, el Fiduciario, responde con su patrimonio general, el contrato no puede dispensar el dolo o la culpa del fiduciario o sus dependientes.

✧ Responsabilidades

Ahora bien, con respecto a las responsabilidades frente a terceros por las obligaciones asumidas en ejecución del fideicomiso, el fiduciario, responde sólo con los bienes Fideicomitados, salvo que haya sido un incumplimiento doloso por parte del fiduciario, en donde responde con todo su patrimonio o donde exista un incumplimiento debido a daños al patrimonio fideicomitado ocasionado por el obrar negligente del fiduciario, con lo cual él deberá resarcir dichos daños.

El Fiduciario debe cumplir con las obligaciones impuestas por la ley o el contrato con la prudencia y diligencia de un buen hombre de negocios que actúa sobre la base de la confianza depositada en él

✦ *Beneficiario*

✧ Derechos

- ✓ Es un acreedor especial del fideicomiso, sea por el derecho a recibir la propiedad o sus frutos
- ✓ Puede impugnar los actos cumplidos por el fiduciario si son contrarias a las recibidas.
- ✓ Oponerse a medidas preventivas contra los bienes.
- ✓ Pedir la remoción del fiduciario
- ✓ Revisar los estados contables
- ✓ Puede exigir al fiduciario el cumplimiento del fideicomiso, y el ejercicio de las acciones conservatorias.

## 2.7.- CLASIFICACIÓN DE FIDEICOMISO

Existen varias clases de fideicomiso que serán desarrolladas a continuación con el fin de poder explicar en forma detallada las distintas clasificaciones que hasta hoy posee la figura legal del fideicomiso.

Adicionalmente, se realizó una primera clasificación general, la cual se subdividirá en otras clasificaciones y características:

✦ *Tradicional*

La clasificación tradicional los divide en los fideicomisos de Administración y en los fideicomisos de Garantía.

✧ *De Administración o Inversión*

El fiduciante transmite el objeto de fideicomiso para que el fiduciario lo administre, ya sea en beneficio del propio fiduciante o de un tercero.

Este tipo de fideicomiso es utilizado, cuando razones distintas conducen a las personas a elegir que la administración de sus bienes y el manejo directo de ellos, sean llevados por los servicios fiduciarios.

En principio no corresponde al fiduciario garantizar las resultas de sus gestiones, de donde puede concluirse que su obligación es fundamentalmente de medio y no de resultado.

✧ *Fideicomiso de Garantía*

Este tipo de fideicomiso se da cuando una persona adquiere una obligación de cumplimiento de futuro, y ofrece como garantía (en fideicomiso) sus bienes, con instrucciones al fiduciario para que,



en caso de incumplimiento, proceda a la venta de esos bienes y pague al acreedor con el producto de ella.

Esta clase de fideicomiso, para muchos, es una de las más interesantes, ya que se presenta en aquellos casos en los cuales existe un deudor que entrega su bien a la entidad fiduciaria con el fin de respaldar el cumplimiento de una obligación principal a favor de un tercero, en el evento de que este no cancele su deuda, la entidad fiduciaria podrá vender el bien en garantía y cancelar la deuda original.

✦ *De acuerdo a los fines*

La clasificación de acuerdo a los fines, se divide en función del objetivo para el cual fue constituido el fideicomiso, resultando posible distinguir los siguientes fines:

- ✓ Traslativo de Dominio
- ✓ Testamentario
- ✓ De seguro
- ✓ Inmobiliario
- ✓ Financiero
- ✓ De administración
- ✓ De Garantía
- ✓ De desarrollo, prestacionales o de fondos de pensión, del gobierno, de

nacionalización, etc.

✧ *Traslativa de Dominio*

Produce la transmisión definitiva del bien a favor del fideicomisario al cumplirse la condición del contrato.

✧ *Testamentario*

En los fideicomisos testamentarios, se presenta la posibilidad de designar al fiduciario, para que a la muerte del causante, reciba todo o parte de sus bienes con el objetivo de destinarlos a cumplir ciertas finalidades, ya sea de beneficencia de sus parientes u obras de solidaridad.

✧ *De seguro*

El asegurado, en carácter de fiduciante, transmite el eventual monto indemnizatorio al fiduciario (normalmente entidad financiera), para que éste lo administre en beneficio de un tercero (cónyuge, hijos, etc.), que puede o no existir al momento de la celebración del contrato del fideicomiso.

✧ *Inmobiliario*

Este tipo de fideicomiso se da cuando el fiduciario recibe del fiduciante un inmueble con el fin de administrarlo o desarrollar un proyecto de construcción y venta de las unidades construidas.

Esta modalidad de fideicomiso, actualmente se ve como el más atractivo, ya que es muy utilizado para los proyectos de construcción y venta de edificios, country, barrios cerrados, etc. En donde el desarrollo de estos proyectos inmobiliarios, involucran numerosos intervinientes con

intereses similares, y con la necesidad de contar con una garantía única y suficiente para todos, con el fin de garantizar el cumplimiento de las pautas del proyecto / contrato.

✧ *Financiero*

“Este tipo de fideicomiso se da cuando el fiduciario reviste el carácter de entidad financiera o es una sociedad especialmente autorizada por la Comisión Nacional de Valores para actuar como fiduciario financiero y los beneficiarios son los titulares de certificados de participación o de títulos representativos de deuda garantizados por los bienes fideicomitados”

Mediante esta modalidad, solamente aplicable, como se menciona anteriormente, a entidades financieras o a sociedades autorizadas por la CNV, es posible realizar la transferencia de la propiedad de títulos de colocación por oferta pública, que posean cotización, o que el BCRA reglamente con diferentes tratamientos.

El Fideicomiso financiero en el texto ordenado de la Comisión Nacional de Valores, se define como:

*“...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 títulos representativos de deuda garantizados con los bienes así transmitidos (beneficiarios) y transmitirlo al fiduciante, a los beneficiarios o a terceros (fideicomisarios) al cumplimiento de los plazos o condiciones previstas en el contrato*

★ *En base al título de transferencia de los Bienes*

Esta modalidad está referida a la clasificación según el fiduciante reciba o no una contraprestación.

✧ *Transmisión fiduciaria sin contraprestación*

Es posible la existencia de una transmisión fiduciaria, sin contraprestación por ejemplo para donar los bienes fideicomitados a un tercero.

✧ *Transmisión fiduciaria con contraprestación*

La transmisión de los bienes fideicomitados se realiza a título de fiducia, o de confianza, pero el fiduciante recibe una contraprestación por dicha transmisión.

Se podría decir, que se divide en una transmisión fiduciaria de bienes a título oneroso o a título gratuito, en función de las características contractuales del fideicomiso.

★ *Clasificación en base a los requisitos para ser fiduciario*

Otra clasificación de fideicomisos, que engloba a los fiduciarios en función de los diferentes requisitos necesarios para este, tales como:

- ✓ Fideicomiso Ordinario
- ✓ Fideicomiso Público
- ✓ Fideicomiso Financiero

Sobre el fideicomiso Ordinario y el Financiero solo se mencionan ya que fueron tratados en las clasificaciones anteriores

Sí, resulta interesante destacar la figura del Fideicomiso Público, ya que la ley 24.441 no lo trata específicamente, resultando este de aplicación en nuestro país.

Es necesario tener en cuenta que podrán actuar como Fiduciarios públicos únicamente, los siguientes sujetos:

- ✓ Entidades financieras autorizadas a actuar como tales
- ✓ Cajas de valores autorizadas
- ✓ Sociedades anónimas constituidas en el país y sociedades extranjeras que acrediten el establecimiento de una sucursal, asiento u otra especie de representación suficiente (a criterio de la CNV) en el país, que soliciten su suscripción en el registro de Fiduciarios Ordinarios Públicos
- ✓ Personas Físicas o sociedades de personas, domiciliadas en el país que soliciten su inscripción en el registro de Fiduciarios Ordinarios Públicos.

✧ *Fideicomiso Público – del Gobierno*

En algunos países los fideicomisos constituidos por el gobierno revisten gran importancia. Por ejemplo, encargándoles el manejo de fondos destinado a la concesión de préstamos directos o redescuento de créditos otorgados por las entidades financieras con una determinada finalidad, o manejo de fondos a ser aplicados con el objetivo de reestructuraciones económicas en el país.

Como anteriormente comentamos, la conocida Ley 24.441, “Financiamiento de la Vivienda y de la Construcción” la cual instituyó la figura del Fideicomiso en la República Argentina, no trató específicamente el caso del fideicomiso público.

Consultando doctrina se puede decir que en esta especie de fideicomisos, el Estado (nacional, provincial o municipal), por medio de sus dependencias, y en su carácter de fiduciante, transmite la titularidad de bienes de dominio público o del dominio privado de su pertenencia, o afecta fondos públicos, para realizar un fin lícito de interés público.

Es un ejemplo de fideicomiso público nacional, el creado por el decreto 286/ 95 por el cual el Poder Ejecutivo Nacional constituyó un Fondo Fiduciario para el Desarrollo Provincial. Dicho fondo fiduciario tenía por objeto principal asistir a los bancos de provincia sujetos a privatización y el fomento de las privatizaciones de empresas provinciales en las condiciones previstas en el mismo.

Un segundo caso de fideicomiso fue constituido para amortiguar las consecuencias derivadas del efecto tequila, el cual fue creado por el decreto 445/95 denominado Fondo Fiduciario de capitalización bancaria. El mismo tenía el objeto de constituir una estructura de apoyo a la urgente reestructuración que el sistema financiero nacional requería en ese momento de crisis.

Por lo anteriormente mencionado, podemos concluir que no solo el fideicomiso puede ser ordinario o financiero, sino que también existe un fideicomiso público con distintos fines, especialmente creado por decretos o leyes nacionales, con el objetivo de favorecer al bien público.

## 2.8.- EXTINCIÓN DEL FIDEICOMISO

El fideicomiso se extinguirá de acuerdo a lo que comenta la ley 24.441 en su art. 25:

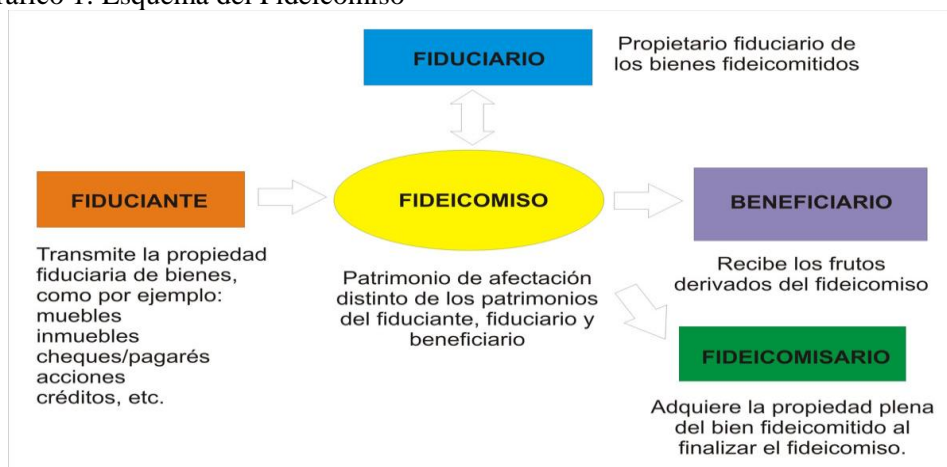
- ✓ El cumplimiento del plazo o condición a que esté sometido, o el vencimiento del plazo máximo legal (30 años desde su constitución).
- ✓ La revocación del fiduciante si se hubiere reservado expresamente esa facultad; la revocación no tendrá efecto retroactivo.
- ✓ Cualquier otra causal prevista en el contrato.

Ocurrido el vencimiento del plazo o el cumplimiento de la condición, pese a la letra de la ley de que el fideicomiso queda extinguido, debe entenderse que mientras el fiduciario no cumpla con la entrega de los bienes a quien corresponda, subsiste el “*patrimonio separado*”, con sus efectos.

La ley 24.441 no prevé qué ocurre si la condición fracasa y no se cumple, lo que debió regular, por lo que será importante que al constituirse el fideicomiso, se contemple esa situación. El supuesto tiene relevancia pues, conforme al art. 554 del Código Civil: "No cumplida la condición resolutoria, o siendo cierto que no se cumplirá, el derecho subordinado a ella queda irrevocablemente adquirido como si nunca hubiese habido condición". Aplicando a la letra ese texto, el fiduciario vería consolidada su adquisición, conclusión que no puede admitirse dada la expresa prohibición del art. 7º de la ley citada, de que el fiduciario adquiera "para sí los bienes fideicomitados". La solución será que los bienes, en tal caso, sean devueltos al fiduciante.

Se debe disponer que producida la extinción del fideicomiso, el fiduciario debe entregar los bienes respectivos "al fideicomisario o a sus sucesores", pero el término "fideicomisario" debe interpretarse aquí en sentido amplio, incluyendo el fiduciante o al beneficiario, que pueden ser igualmente destinatarios finales.

Gráfico 1: Esquema del Fideicomiso



Fuente: Elaboración propia según información extraída de Varela y Guglielmetti (2.006)

## **II – FIDEICOMISO FINANCIERO**

### **1 – INTRODUCCIÓN**

El artículo 19 de la ley 24.441 nos define un tipo de fideicomiso que se lleva a cabo con el objeto de crear un instrumento del mercado de capitales que permita el crédito a largo plazo, necesario para la financiación de los proyectos, por lo que se da tipicidad y se regula el Fideicomiso Financiero.

Su regulación permite contar con un marco legal adecuado para la emisión de títulos valores, en particular dirigido a la titularización de activos financieros. Siendo destinados a oferta pública, la CNV (Comisión Nacional de Valores) es la autoridad de aplicación.

La experiencia ha demostrado que el proceso de titularización ha facilitado la movilización de los activos financieros, permitiendo una reducción del costo de la financiación disponible en el mercado en beneficio de la actividad productiva.

Dicho fideicomiso se asemeja a uno de administración y garantía (por medio de los bienes fideicomitidos) aún cuando cumpla funciones de inversión. Administra por sí o mediante terceros administradores los bienes fideicomitidos que respaldan el repago de títulos de deuda o la distribución de las participaciones a que dan derecho los certificados de esa especie.

El riesgo de inversión está centrado en las posibilidades de repago de los títulos de deuda según los activos que resguardan el flujo de fondos.

Esta modalidad de fideicomiso se caracteriza por la calidad especial del fiduciario, dado que la ley exige que se trate de una persona jurídica dotada de ciertos atributos de especialización y previa autorización y por la necesidad de que los beneficiarios sean los titulares de ciertos títulos cuyos derechos estén respaldados en los bienes fideicomitidos, certificados de participación en el dominio fiduciario, así como son los certificados representativos de la deuda garantida por los bienes fideicomitidos.

La conveniencia de realizar el fideicomiso financiero, que requiere la colocación por oferta pública de los títulos valores, se fundamenta en gran medida en los beneficios impositivos otorgados por el artículo 83 de la ley (se destaca que el beneficio impositivo otorgado por el artículo 84 de la ley no requiere contar con oferta pública de los títulos valores).

## 2 - CONCEPTO

El Fideicomiso Financiero como el mismo fideicomiso, si bien se encuentra normado en la misma ley, tiene un tratamiento diferente tanto jurídico como tributario.

Según el artículo 1° de la Ley 24.441, "*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*".

Según el artículo 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 deuda serán considerados títulos valores y podrán ser objeto de oferta pública*".

Según el artículo 2° del Capítulo XV de las NORMAS CNV, "*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*".

Gráfico 2: Esquema de Fideicomiso Financiero



Fuente: Elaboración propia según datos extraídos de MARTIN, Julián Alberto (1.996)

### **3 – INSTRUMENTACIÓN**

Según lo comentado en el art. 19 el fideicomiso financiero se instrumenta mediante la celebración de un contrato, en el que se individualizan los siguientes sujetos:

✓ Fiduciante: Es quien transmite al fiduciario los bienes que conforman el patrimonio del fideicomiso.

✓ Fiduciario: Es la entidad financiera, autorizada a actuar como tal en los términos de la Ley de Entidades Financieras N° 21.526, o una sociedad inscripta en el Registro de Fiduciarios Financieros de la CNV quien recibe los bienes en propiedad fiduciaria.

✓ Beneficiario: Es quien recibe los beneficios que surgen del ejercicio de la propiedad fiduciaria, en este caso, los titulares de los valores representativos de deuda o de los certificados de participación.

✓ Fideicomisario: Es el destinatario final de los bienes fideicomitidos al cumplimiento de los plazos o condiciones previstos en el contrato. La intervención del fideicomisario puede sustituirse contractualmente cuando se prevé que el fiduciante o los beneficiarios sean los destinatarios finales de dichos bienes.

### **4 - PROPIEDAD FIDUCIARIA**

La Ley de Fideicomiso es amplia al posibilitar que el patrimonio del fideicomiso esté constituido por bienes (existentes o futuros), en el sentido estipulado por el Código Civil de la Nación, procediendo la respectiva anotación cuando de bienes registrables se trate.

Dichos bienes deben estar individualizados en el contrato o, en el supuesto de no resultar ello posible, deberá hacerse constar la descripción de los requisitos y características a reunir. En tal sentido y, en su caso, será contenido del contrato la determinación del modo en que otros bienes podrán ser incorporados al fideicomiso.

Cabe destacar que los bienes fideicomitidos constituyen un patrimonio separado del patrimonio del fiduciario y del fiduciante (artículo 14 ley 24.441); resultando, en consecuencia, que el fiduciario se transforma en titular de dos patrimonios, el propio y el que se constituye con la transmisión de los bienes en propiedad fiduciaria que no se confunde con el primitivo.

Por otra parte la ley citada precedentemente establece que "los bienes fideicomitidos quedarán exentos de la acción singular o colectiva de los acreedores del fiduciario" y que "los bienes del fiduciario no responderán por las obligaciones asumidas para la ejecución del fideicomiso, las que sólo serán satisfechas con los bienes fideicomitidos".

## **5 - VALORES FIDUCIARIOS**

En el marco del Fideicomiso Financiero podrán emitirse:

- ✓ valores representativos de deuda (VD),
- ✓ certificados de participación (CP).

Los inversores pueden adquirir cualquiera de ambos títulos. El VD es un derecho de cobro de lo producido por el fideicomiso y en las condiciones establecidas en el prospecto, los cuales están garantizados con el activo del fideicomiso. Pueden existir distintos tipos de VD con distinta preferencia de cobro y condiciones.

El CP otorga un derecho de participación o de propiedad sobre los activos fideicomitidos. Los tenedores de los CP tienen derecho al cobro de lo producido por el Fideicomiso Financiero, una vez cancelados los compromisos asumidos por los VD, así como de la liquidación del mencionado Fideicomiso.

En mejora de las posibilidades de cobro, los valores fiduciarios pueden contar con otras garantías, entre ellas: asignación de bienes adicionales al fideicomiso de manera que exista una sobre cobertura de riesgos, garantías personales por parte del fiduciante o un tercero, garantías reales y/o afectación de bienes a un fideicomiso de garantía.

## **6 - ADMINISTRACIÓN**

En general, la administración del fideicomiso financiero es realizada por el fiduciario designado en el contrato, existiendo la posibilidad de subcontratar dicha gestión.

El fiduciario tiene el compromiso primordial de gestionar y cumplir el cometido del fideicomiso encontrándose obligado a actuar con "la prudencia y diligencia del buen hombre de negocios que actúa sobre la base de la confianza depositada en él, no pudiendo ser dispensado contractualmente de la obligación de rendir cuentas, ni de la culpa o dolo en que pudiere incurrir él o sus dependientes, ni de la prohibición de adquirir para sí los bienes fideicomitidos.

## **7 - INFORMACIÓN CONTABLE**

La información contable que emita el fideicomiso tendrá al menos tres usuarios principales:

- ✓ El fiduciante, pues a través de ella observará si el fiduciario está o no cumpliendo el encargo de confianza realizado, sobre los bienes fideicomitidos.
- ✓ El beneficiario, pues contará con información sobre el origen y administración de los beneficios percibidos y a percibir.



✓ El fideicomisario, para conocer la composición y evolución de los bienes que recibirá a la finalización del contrato de fideicomiso.

Independientemente de estos tres usuarios básicos y comunes a toda clase de fideicomiso, según el grado de complejidad de la operatoria contractual del fideicomiso, la gestión o administración que este demande, o la magnitud del mismo que trascienda las partes interesadas; podrán demandar información contable a otros usuarios tales como: el Fisco, la Comisión Nacional de Valores, inversores, etc.

La información contable a emitir por el fideicomiso tendrá por objetivo informar sobre:

- ✓ La composición del patrimonio fiduciario,
- ✓ Las variaciones que el mismo ha experimentado,
- ✓ La conformación del beneficio (o pérdida) acaecido en un determinado período
- ✓ Las actividades financieras realizadas.

Estos objetivos de información podrán ser alcanzados a través de los estados contables básicos, definidos en la Resolución Técnica N° 8 "Normas Generales de Exposición Contable"; los cuales deberían adecuarse a las características particulares de este ente contable. Así tendríamos:

✧ Estado de Situación Patrimonial Fiduciario

Expone el Activo Fiduciario, el Pasivo Fiduciario (de existir, pues puede ocurrir de que no exista o que contractualmente no este permitido) y el Patrimonio Neto Fiduciario, a un momento determinado.

✧ Estado de Resultados Fiduciarios

Suministra información sobre las causas que generaron los beneficios atribuibles al beneficiario, en un determinado período o ejercicio.

✧ Estado de Evolución del Patrimonio Fiduciario

Informa sobre la composición del patrimonio neto fiduciario, y las causas de las variaciones que el mismo ha experimentado en un determinado período o ejercicio.

✧ Estado de Origen y Aplicación de Fondos Fiduciarios

Expresa en forma resumida las actividades de financiación e inversión, a través de las causas de variación de los fondos fiduciarios, en un determinado período o ejercicio.

Estos estados básicos podrán ser acompañados de Información Complementaria, a través de Notas y Anexos, a fin de permitir una adecuada interpretación de la información contenida en dichos estados.

En el mismo sentido debemos recordar que en función del principio de flexibilidad, consagrado por la Resolución Técnica N° 8, algunos de los estados propuestos podrán ser suprimidos en función de las circunstancias de cada caso. Por ello será posible:

✓ Adicionar o suprimir elementos de la información, en función de su importancia

✓ Introducir cambios en la denominación de las cuentas

La información contable que deberán emitir los fideicomisos, se encuentra parcialmente prevista en el artículo 1 del Decreto 780/95; el cual establece:

"...*En todas las anotaciones registrales o balances relativos a bienes fideicomitados, deberá constar la condición...*" Este artículo no obliga a la presentación de estado contables, pero indirectamente establece su necesidad.

En el mismo sentido la Comisión Nacional de Valores, establece que para el caso del fiduciario financiero, deberá informar a la Comisión trimestralmente y por cada fideicomiso, un Estado de Activos Netos o de Situación Patrimonial; acompañado de un Estado de Cambios en los Activos Netos o en la Situación Patrimonial, por el período cubierto por el estado contable. Dichos estados deberán estar auditados con contador público independiente.

## **8 - CARACTERÍSTICAS DEL FIDEICOMISO FINANCIERO**

- Fiduciarios Financieros: podrán actuar como tales las entidades financieras comprendidas en la Ley N° 21.526, las sociedades especialmente autorizadas por la C.N.V., la Caja de Valores y los representantes de los obligacionistas,

- Beneficiarios: serán los titulares de Certificados de Participación en el dominio fiduciario o de Títulos Representativos de Deuda garantizados con los bienes así transmitidos,

- Los Certificados de Participación y los Títulos de Deuda serán considerados títulos valores y podrán ser objeto de oferta pública, siendo la autoridad de aplicación la Comisión Nacional de Valores,

- Los Certificados de Participación serán emitidos por el fiduciario,

- Los Títulos de Deuda podrán ser emitidos por el fiduciante, el fiduciario o por terceros.

- Los títulos valores emitidos podrán ser al portador o nominativos, endosables o no, o escriturales.

- 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.

## 9 - ATRIBUTOS DEL FIDEICOMISO FINANCIERO

Basándonos en la que comenta Báez (2.009) en su obra, podemos enumerar algunas atribuciones que brinda este elemento financiero.

✓ *Seguridad:* Otorga al negocio un verdadero "paraguas de protección" patrimonial, "inmunizándolo" con respecto a los riesgos propios de las empresas participantes, derivados de circunstancias pasadas, presentes o futuras que pudieren afectar a las mismas.

✓ *Sinergia:* Posibilita la conciliación de intereses, habitualmente contrapuestos, en el ámbito del circuito productivo. Amparando perfectamente los derechos de las partes involucradas, facilita que proveedores, industriales, constructores, productores, acopiadores, exportadores, compradores, clientes, etc., emprendan acciones comunes para concretar negocios trabados por la falta de crédito, disminuyendo las necesidades de financiamiento para el conjunto. Asimismo es un vector ideal para conformar alianzas estratégicas en pro de una mejor participación en los distintos mercados.

✓ *Riesgo:* Cambia sustancialmente el criterio de evaluación del riesgo de las operaciones, dejando de lado como parámetro de medición al capital de las empresas intervinientes (ejemplo PyMEs), para basarse en la solidez y coherencia del negocio y en la evolución del flujo de fondos previsto para el mismo.

✓ *Flexibilidad y Adaptación:* Se amolda a la naturaleza del negocio, no al revés, constituyendo un cabal "traje a medida" para la operatoria. Usualmente su funcionamiento se circunscribe a tareas de control y resguardo patrimonial, en protección de los inversores, acreedores y beneficiarios en general.

Habitualmente el empresario promotor del fideicomiso es contratado para "gerenciar" el proyecto productivo, continuando de tal forma como "cara visible" del negocio y manteniendo intacta la vinculación con proveedores y clientes.

## 10 - TRATAMIENTO IMPOSITIVO DE LOS FIDEICOMISOS FINANCIEROS

En el derecho tributario al igual que en otras ramas del derecho, existe una relación jurídica, entre el Estado y los particulares, integrada por obligaciones. Esta obligación implica una relación entre el sujeto activo (Estado Nacional, Provincial o Municipal) y otro pasivo (acreedor) quien se encuentra obligado por una ley al pago del tributo.

En el orden de impuestos nacionales, los contratos de fideicomiso han requerido de la emisión de disposiciones específicas que la contemplaran. De tal modo, las normas aplicables se hallan contenidas, por una parte, en la propia ley 24.441 (arts. 83 a 85), donde se definen los alcances impositivos de ciertas operaciones vinculadas al fideicomiso, en especial el de los títulos de deuda y certificados de participación y, por la otra, el decreto 780/95, se ocupa en su Título II del tratamiento impositivo frente al impuesto a

las ganancias y sobre los bienes personales, de las rentas y participaciones, respectivamente, vinculadas a fondos fiduciarios.

Los bienes integrantes del fideicomiso constituyen un "patrimonio de afectación" nombrando, entonces, a su administrador -en este caso, el fiduciario- responsable del cumplimiento de las respectivas obligaciones fiscales.

✧ *Impuesto a las ganancias en los Fideicomisos Financieros*

Los fideicomisos financieros gozan de ciertos beneficios impositivos en tanto reúnan determinados requisitos, tanto de orden legal como tributario, los cuales resultan dependientes. La situación de los inversores ante el impuesto a las ganancias ha sido contemplada por la ley 24.441 en el artículo 83 estableciendo el tratamiento impositivo de los títulos valores de deuda y de los certificados de participación de los Fideicomisos Financieros.

La Ley 24.083 en su artículo 25, declara el tratamiento impositivo de cuotas partes y cuotas partes de renta de los fondos comunes de inversión, estableciendo que serán objeto del impuesto los resultados provenientes de su compraventa, cambio, permuta, conversión y disposición, así como también sus rentas, quedando 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 en 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), siempre que los referidos títulos sean colocados por oferta pública.

A los fines de un tratamiento diferencial frente al impuesto a las ganancias, además de contar con las características propias del fideicomiso financiero previstas en la ley 24.441, deberán reunirse la totalidad de los siguientes requisitos establecidos en el tercer párrafo del artículo 10 del decreto 780/95:

- ✓ Se constituyan con el único fin de efectuar la titulación de activos homogéneos que consistan en títulos valores públicos o privados o derechos crediticios provenientes de operaciones de financiación. No se consideran desvirtuados los requisitos indicados por la inclusión en el patrimonio del fideicomiso de fondos entregados por el fideicomitente u obtenidos del fideicomiso.
- ✓ Los activos originalmente fideicomitados no sean sustituidos por otros tras su realización o cancelación, salvo colocaciones financieras transitorias efectuadas 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.
- ✓ Sólo en el supuesto de instrumentos representativos de crédito, que el plazo de duración del fideicomiso guarde relación con el de cancelación definitiva de los activos fideicomitados.
- ✓ 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

colocaciones financieras transitorias. Se admite que una proporción no superior al diez por ciento (10%) de ese ingreso total provenga de otras operaciones realizadas para mantener el valor de dichos activos.

La determinación del resultado impositivo se practica de igual forma que para un fideicomiso "común", excepto que en este caso, sí se deducen los importes correspondientes a las utilidades obtenidas en el año fiscal y destinadas a ser distribuidas en el futuro durante el término del contrato de fideicomiso.

El tratamiento descrito será procedente "...siempre que la constitución de los fideicomisos y la oferta pública de certificados de participación o títulos representativos de deuda se hubieren efectuado de acuerdo con las normas de la Comisión Nacional de Valores..." (dec. 780/95, art. 10, tercer párrafo, inc. a). Aquí se nota la trascendencia del cumplimiento de los requisitos dispuestos por la CNV para la constitución y funcionamiento de fideicomisos financieros.

Así podemos ver algunos aspectos que resultan de las normas exentivas del artículo 83 de la Ley 24.441.

Por un lado, respecto de los títulos valores emitidos por los Fideicomisos Financieros la exención –para los casos que se otorga- queda condicionada a su colocación por oferta pública. Consecuentemente, no procedería el beneficio para los Fideicomisos Financieros privados pero a su vez, en virtud de la Ley 25.063 no serán computables.

Por otra parte, el artículo 83 sólo menciona a los títulos emitidos por fiduciarios. Así, vemos que a través de un pronunciamiento administrativo, se ha arribado a la conclusión que únicamente gozan de los beneficios impositivos aludidos los certificados de participación o títulos de deuda si son emitidos por el fiduciario, es decir, que los títulos de deuda que pudieran ser emitidos -de acuerdo a las previsiones de la ley y la reglamentación de la CNV- por el fiduciante o un tercero (distinto del fiduciario), no gozarían de la exención comentada. La restricción no afecta a los certificados de participación pues los mismos siempre deben ser emitidos por el fiduciario que es quien administra los activos que lo respaldan.

Si el emisor de los títulos es el fiduciario, las rentas y el resultado de las operaciones con los títulos se hallarán exentas del impuesto a las ganancias, en tanto el beneficiario sea una persona física residente en el país o un beneficiario del exterior.

En el caso que quien obtenga los beneficios -rentas o resultado de operaciones- sea una "empresa" radicada en el país (sujetos comprendidos en el título VI, ajuste por inflación, de la ley del impuesto a las ganancias) siempre estarán alcanzados por el gravamen, cualquiera sea el sujeto emisor de los títulos.

#### ✧ *Impuesto al valor agregado en los Fideicomisos Financieros*

La Dirección General Impositiva incurrió en el tratamiento fiscal del fideicomiso a través de su Dictamen N° 61/95 (D.A.T.) y, tras una escueta referencia a la falta de personalidad jurídica de los fondos constituidos en fideicomisos, se remitió al artículo 4° de la ley de IVA (definición de sujetos) considerándolos incluidos en su segundo párrafo, lo cual es comprensivo de "...cualquier otro ente individual o colectivo..." para concluir que "...se estima que los fondos relativos a la normativa aludida, en

el caso de realizar operaciones gravadas por el referido tributo encuadrarían como responsables del mismo".

La ley de IVA sigue vinculando el objeto del tributo con sujetos específicos enumerados en su articulado, con lo cual si un sujeto no está allí definido, no se perfecciona el hecho imponible respectivo por carecer de un elemento constitutivo esencial. A fin de salvar tal deficiencia se incorporaron como sujetos a las uniones transitorias de empresas, consorcios, asociaciones, etc., sin existencia legal a los fines jurídicos y cualquier otro ente individual o colectivo, pretendiendo con esta última frase involucrar como "sujeto" a todo aquel que pudiera asignársele la realización de alguno de los "objetos" (compraventa, locación, prestación de servicios, etc.) del impuesto.

En realidad, un "fideicomiso" no es un "ente" (término no definido en la normativa de IVA) individual ni colectivo sino un contrato que regula las relaciones entre las partes intervinientes en el mismo (fiduciante y fiduciario). Esto se encuentra ratificado por lo establecido en el artículo 84 de la ley 24.441, el cual dispone que "...cuando el crédito cedido (a un fideicomiso) incluya intereses de financiación, el sujeto pasivo del impuesto continuará siendo el fideicomitente, salvo que el pago deba ejecutarse al cesionario (fiduciario)".

Por lo tanto, deberá analizarse si el patrimonio fiduciario obtendrá ingresos gravados o no gravados o exentos, a los efectos de establecer la existencia de la obligación de inscribir, o no, como sujeto del gravamen al patrimonio fiduciario.

Vemos aquí una diferencia importante en cuanto al carácter subjetivo frente al gravamen, dada en que si bien frente al impuesto a las ganancias se prevé que el sujeto pasivo es el fiduciario, como responsable por deuda ajena, en el IVA, al no establecerse disposición alguna, nos debemos remitir a lo establecido por la Ley N° 11.683 que considera en su art. 25, inc c) como responsable por deuda propia a "los patrimonios destinados a un fin determinado".

Tal dualidad de contribuyentes, motivaría innumerables problemas administrativos para separar los derechos y obligaciones del patrimonio fideicomitidos, ante el fisco, respecto del fiduciario propiamente dicho, sin tener en cuenta que el fiduciario, a su vez, podrá asumir el carácter de fiduciario de otros fideicomisos.

Por lo tanto, una solución razonable a dicho problema sería que el patrimonio fideicomitado se inscriba ante el fisco como contribuyente en los diferentes gravámenes, ingresando los impuestos a su nombre.

En tal caso, el patrimonio fideicomitidos podrá computar aquellos, de corresponder el IVA Crédito Fiscal correspondiente a las compras y servicios gravados que se vinculen con los ingresos gravados que obtenga dicho contribuyente.

#### ✧ *Impuesto sobre los bienes personales en los Fideicomisos Financieros*

El último párrafo del artículo 13 del decreto 780/95 se ocupa del tratamiento a dispensar a los fideicomisos financieros constituidos según lo previsto en los artículos 19 y 20 de la ley 24.441, frente a

las normas del impuesto sobre los bienes personales, estableciendo que las personas físicas y sucesiones indivisas titulares de certificados de participación en el dominio fiduciario o de títulos representativos de deuda deberán computar los mismos para la determinación del impuesto sobre los bienes personales, aplicando las normas de valuación pertinentes contenidas en el Título VI de la Ley 23.966 (ley del gravamen). Por ello, el fiduciario queda liberado de toda responsabilidad de carácter impositivo.

Siguiendo la obra de Hansen, el tratamiento impositivo referido sólo requiere que el fideicomiso califique como "financiero" en los términos de la ley 24.441, independientemente que la colocación de los certificados de participación o títulos representativos de deuda se hubieren o no efectuado de acuerdo con el régimen de oferta pública normado por la CNV.

En cuanto a la valuación impositiva de los certificados de participación y títulos de deuda, continúa Hansen, corresponderá utilizar el último valor de cotización al 31 de diciembre de cada año, si los mismos cotizan en bolsas o mercados, o considerar su valor de costo, incrementado en el importe de los intereses, actualizaciones y diferencias de cambio que pudieran corresponder a aquella fecha.

Si bien la ley no lo aclara, en tanto los tenedores de los certificados de participación y/o títulos de deuda resultarán sujetos residentes en nuestro país, distintos a personas físicas o sucesiones indivisas, a "empresas" en general, los bonos integrarán el patrimonio del respectivo ente. A su vez, las personas físicas computarán en la determinación de su impuesto las participaciones societarias, cerrando el círculo de gravabilidad.

Las personas físicas y las sucesiones indivisas domiciliadas y/o radicadas en el exterior son sujetos del impuesto por los bienes situados en nuestro país al 31 de diciembre de cada año. De corresponder, el tributo debe ser determinado e ingresado por la persona física o ideal domiciliada en el país que tenga el condominio, posesión, uso, goce, disposición, depósito, tenencia, custodia, administración o guarda de bienes sujetos al gravamen, quien actuará como responsable sustituto; éste podrá resarcirse del pago efectuado reteniendo y/o ejecutando los bienes que le dieran origen.

En consecuencia, aquellos certificados de participación y/o títulos de deuda cuyos titulares fueran personas físicas domiciliadas o sucesiones indivisas radicadas en el exterior, por los cuales exista un responsable sustituto en nuestro país, quedan sometidos al impuesto.

Los certificados de participación y/o títulos de deuda cuyos tenedores se hallen domiciliados o radicados en el exterior, distintos a personas físicas o sucesiones indivisas, no están alcanzados por el tributo.

## **11 - VENTAJAS DEL FIDEICOMISO FINANCIERO**

Siguiendo a Báez, las virtudes del Fideicomiso Financiero, como vehículo que permite separar el riesgo global de una empresa del riesgo de los bienes cedidos al patrimonio del fideicomiso (flujos de fondos futuros, activos ilíquidos o proyectos de inversión) y que serán el respaldo de la emisión de

valores negociables que se lanzan al Mercado de Capitales, le permite ser una figura muy valorada por los inversores en procesos de crisis agudas que dificultan, por la profundización de los problemas de asimetrías de información entre acreedores y deudores, el análisis global del riesgo de una empresa.

Es el caso puntual y especial para el financiamiento de Pequeñas y Medianas Empresas (PyMEs) en la Argentina.

En las emisiones estructuradas, el inversor se concentra particularmente en el análisis de riesgo de los bienes fideicomitidos, limitando así el horizonte de análisis, y con la certeza de que están protegidos de la potencial quiebra de la empresa originadora (fiduciante) y del administrador del fondo (fiduciario).

Las ventajas que ofrecen los Fideicomisos Financieros para aislar los riesgos globales de la empresa respecto de las garantías que respaldan la emisión, han sido rápidamente identificadas por los inversores, convirtiendo al fideicomiso en uno de los instrumentos financieros más aceptados. Esto aun en escenarios de crisis, ya que una de las principales bondades del instrumento es la facilidad para el análisis en momentos donde la información es difícil de procesar en ambientes de inestabilidad e incertidumbre.

Desde un punto de vista financiero, es destacable mencionar que cuando las empresas disponen de ciertos tipos de activos con capacidad de generar un flujo de caja y esto es percibido por el mercado financiero y de capitales como una importante fuente de fondos para el repago de las obligaciones, se da lugar a una nueva fuente de financiación para las empresas, garantizando en general esta operación con activos ociosos o de bajo rendimiento.

El Fideicomiso Financiero y la securitización se transforman en un instrumento para obtener capital de trabajo sin mayor endeudamiento. Constituyen una importante fuente de financiación de proyectos de inversión y refinanciación de pasivos. La baja en el costo del endeudamiento se explica fundamentalmente por el descenso del riesgo de no pago y las garantías operacionales. La separación de riesgos comerciales y de gerenciamiento también debería influir en la reducción de tasas de costo de capital.

Dado que los certificados de participación y los títulos de deuda son negociables, es posible obtener cierto nivel de liquidez comprando y vendiendo estos activos financieros en el mercado secundario.

Desde un punto de vista comercial, mejora la transparencia del negocio por el mayor control fiduciario y se fortalecen los acuerdos societarios.

Para los inversores los Fideicomisos Financieros representan una buena alternativa de inversión puesto que ofrecen rendimientos más atractivos que las alternativas de inversión tradicionales, al evitar la intermediación bancaria.



Los Fideicomisos de Crédito de consumo se mostraron como una de las alternativas más seguras de inversión durante la crisis, ya que, el respaldo del flujo securitizado permitió aislar el riesgo de la compañía y evitar el default.

La mayoría de los títulos fiduciarios cuentan con calificación de riesgo de agencias internacionales, tienen oferta pública y cotizan en la BCBA, estos factores hacen que sea un título transparente y con posibilidad de ser negociado en el mercado secundario.

✧ *Otras ventajas del Fideicomiso Financiero:*

Amplía las alternativas de financiación sumándose a las utilizadas habitualmente por la empresa.

Mejora los plazos de endeudamiento ya que permite contar con un plazo de financiamiento mayor al de los activos que lo respaldan.

Elimina el descalce financiero en plazos y tasas: ya que los plazos de pago de los títulos se pueden ajustar a los vencimientos de los activos securitizados.

La calificación de la cartera securitizada es independiente de la calificación de la empresa.

El fideicomiso es un instrumento flexible y adaptable a diversas actividades. Constituye un patrimonio separado de los del fiduciante-fiduciario, y no pueden los bienes fideicomitados ser agredidos por la acción de los acreedores del fiduciante, fiduciario o beneficiario.

Permite prescindir del crédito bancario por sus costos que son más accesibles.

Se tiene la posibilidad de articular exenciones impositivas.

Se evita también, con el fideicomiso procesos judiciales o arbitrariedades legales.

Es un instrumento de fondeo altamente eficiente y sumamente valioso para la búsqueda de complementación, representatividad y economías de escala.

Posee una amplia solidez en relación a su seguridad jurídica.

## **12 -CARACTERÍSTICAS DISTINTIVAS DEL FIDEICOMISO FINANCIERO**

### **RESPECTO DE LA FIGURA GENERAL**

Siguiendo a Báez y a la Ley 24.441 en los artículos pertinentes, los Fideicomisos Financieros tienen todos los componentes de la figura general del Fideicomiso, diferenciándose principalmente en que:

✓ Las obligaciones del fideicomiso respecto de los beneficiarios se instrumentan bajo la forma de Certificados o Títulos de deuda (títulos valores o “securities”) con diversos grados de privilegio o subordinación para su cobro.

✓ Los créditos de los beneficiarios de Certificados o Títulos con mayor privilegio cuentan con la garantía de los activos (bienes o derechos) fideicomitados.

✓ Los Certificados o Títulos con mayor privilegio ofrecen una retribución menor, acorde con el riesgo relativamente menor que conllevan, mientras que los títulos de menor privilegio corren con más riesgos, pero también con una renta o beneficio más elevado.

✓ Típicamente, los Certificados o Títulos con mayor privilegio se colocan o se venden entre inversores, en tanto que los de menor privilegio pueden también venderse o quedar en manos del fideicomitente.

✓ En contraposición a lo visto hasta el momento, la principal diferencia radica en la figura de fiduciario. Éste debe ser una entidad financiera o una sociedad especialmente autorizada por la Comisión Nacional de Valores (CNV) para desempeñarse como fiduciario financiero. Con esta figura se pretendía, al menos inicialmente, que se preservara mediante una prudente reglamentación su carácter empresarialmente neutro, salvo en lo que respecta a comisiones y remuneraciones del fiduciario profesional.

✓ Los Certificados de Participación en el dominio fiduciario y los Títulos representativos de Deuda garantizados con bienes fideicomitidos deberán contar con dos calificaciones de riesgo independientes por medio de las Sociedades (Calificadores) que con tal objeto se hallan registradas en la CNV.

El objetivo de un Fideicomiso Financiero, continúa Báez, es emitir o garantizar con bienes fideicomitidos, Títulos representativos de Deuda o Certificados de Participación en el dominio fiduciario de los bienes. La colocación de estos títulos podrá hacerse tanto por oferta pública o por colocación privada.

### **13 -EXTINCIÓN DEL FIDEICOMISO FINANCIERO**

Según el artículo 25 de la Ley 24.441, el fideicomiso financiero podrá extinguirse por el vencimiento del plazo, o condición a que fuere sometido al vencimiento del plazo máximo legal; por la revocación de éste por el fiduciante, en cuánto se hubiese reservado esta facultad, en cuyo caso no podrá tal revocación tener efecto retroactivo, o por cualquier otra causal prevista en el contrato.

Puede ocurrir que a la extinción del fideicomiso financiero los bienes afectados al mismo no alcancen para pagar los títulos que se emitieron en su respaldo. La ley prevé que en tales casos, y a falta de previsiones contractuales, tal situación será resuelta por la asamblea de los tenedores de títulos de deuda, los que bajo cierto quórum o mayoría, resolverán sobre las normas a aplicarse en tales casos.

Los tenedores de títulos de participación no tienen intervención en la asamblea salvo que se prevea en el contrato su participación en la misma. Ello es razonable dada la naturaleza de estos títulos que están expuestos al riesgo del proyecto.

### III.- SECURITIZACIÓN

#### 1 - CONCEPTO

El vocablo securitización deriva del inglés *security* o título-valor financiero, "Titulización" en la versión española, "Titularización" en Colombia, lo que conlleva en definitiva en su esencia sea cual sea su acepción es que "securitizar una obligación es representarla con un título", generalmente se manifiesta incorporando un crédito a un título, el cual dado su volumen y dispersión permite la creación de un mercado.

La securitización que es sinónimo de Titulización, es el proceso a través del cual los bancos y otras entidades financieras podrán vender o financiar activos ilíquidos (reales o financieros) y con un flujo de fondos predecible, transformándolos en instrumentos (título valor, securities) del Mercado de Capitales, con mayor liquidez y menor riesgo. De este modo se alcanzan simultáneamente dos importantes objetivos: se recupera la liquidez y se deriva a terceros el riesgo implícito en los activos ilíquidos.

Siguiendo la definición que utiliza Julián Martín en su obra, podemos aseverar que la securitización es una transformación de activos ilíquidos en títulos valores negociables. Consiste en reunir y reagrupar un conjunto de activos crediticios, con el objeto de que sirvan de respaldo a la emisión de títulos valores o participaciones para ser colocadas entre inversores. Los créditos de esos activos quedan incorporados a los títulos que, a su vez, están garantizados por los activos subyacentes. Dicho de otra manera, permite que una empresa o entidad financiera que posee activos ilíquidos pueda utilizarlos como respaldo para emitir un título valor, obteniendo fondos líquidos a través de su venta en el mercado de capitales. Como contrapartida, los pagos de capital e intereses de los títulos a emitir serán cancelados con los flujos de fondos generados por los activos ofrecidos en garantía.

Una operación de securitización típica comprende los siguientes estados:

- ✓ Identificación y valuación de los créditos a cobrar
- ✓ Su agrupación en una entidad específica
- ✓ Cálculo del flujo de fondos a ser generado por los créditos a cobrar
- ✓ Emisión de los títulos, cuya amortización se determinará en función del

vencimiento de los fondos a securitizar.

Cabe destacar, que se debe realizar un minucioso estudio de los activos a securitizar, ya que estos serán la garantía de repago de los títulos emitidos. Es preciso que reúnan características homogéneas en calidad crediticia, plazo, tasas, vencimiento y sistema de amortización, tener flujos de fondos predecibles, bajo nivel histórico de atrasos e incumplimiento, retornos superiores a los de los títulos que se van a emitir y amortizar al final.

El proceso de sustitución de activos ilíquidos por activos disponibles coloca a quien inicia el proceso de securitización (el que arma el paquete de activos crediticios) en una mejor situación financiera al darle un valor de mercado a créditos que antes no lo tenían. A las entidades con alto grado de inmovilización de sus carteras o largos plazos de amortización, les permite adquirir capacidad prestable.

Otra ventaja de la securitización consiste en que en estos títulos valores respaldados por activos, la calificación del riesgo se practica respecto del título como tal y de los activos subyacentes, con independencia de la calidad de quien sea el originante y de su actividad empresarial.

Si se quisiera aún mejorar la calidad del activo securitizado para hacer más atractiva la emisión, pueden utilizarse ciertas técnicas como agregarle el aval del originante, o la constitución de fianzas, seguros de caución o el compromiso del originante de reemplazar los créditos impagos por otros de similar naturaleza.

El capital extranjero puede estar mejor dispuesto a invertir en un proyecto de inversión garantizado por un activo aislado del riesgo país, facilitándose la entrada en jurisdicción nacional de recursos provenientes del exterior.

En nuestro país los vehículos utilizados para destinarlos a la securitización son el fideicomiso financiero y los fondos comunes de inversión.

## **2 - ANTECEDENTES DE LA SECURITIZACIÓN**

### **2.1. – ANTECEDENTES EN AMERICA LATINA**

Durante los primeros años del desarrollo de este mercado, la mayor parte de las transacciones securitizadas en América Latina consistieron en operaciones de flujos futuros de fondos en las que los activos subyacentes de estas emisiones no habían sido generados al momento de la emisión de los bonos.

Por lo tanto, los inversores estaban asumiendo el riesgo empresarial del originante de dichos activos, quien debía continuar existiendo durante la vida del bono para poder generar los activos. Este tipo de estructuras difiere de las técnicas tradicionales de securitización utilizadas en los EE.UU. y en otras partes del mundo donde se realizaron transacciones en las que se buscaba separar el riesgo de los activos subyacentes del riesgo de los originantes (como es el caso de las transacciones garantizadas

por activos ya existentes al momento de la emisión del bono, como los garantizados por créditos hipotecarios).

En los mercados emergentes las primeras titulaciones se utilizaron para mitigar el riesgo soberano y por lo tanto, durante los primeros años, las operaciones de financiamiento estructurado siempre incluyeron mecanismos de cobranzas o pagos offshore (en el extranjero) y tenían como objetivo mitigar este riesgo soberano con el fin de que el costo financiero del título reflejara el riesgo crediticio del emisor (que es el originante o vendedor de los activos subyacentes) en lugar del riesgo soberano. Esta técnica ha permitido a los emisores corporativos poder beneficiarse con menores costos de financiamiento.

## 2.2. – ANTECEDENTES EN ARGENTINA

En los últimos años, la securitización como fuente de financiamiento e inversión ha significado en Argentina más de u\$s 4.400.000.000. Según los datos extraídos de la Comisión Nacional de Valores (C.N.V.), diversos factores han colaborado en el proceso de desarrollo de la securitización.

Las décadas previas a 1990 fueron caracterizadas por la alta volatilidad en las variables económicas, especialmente la inflación, y por esporádicos períodos de crecimiento que, invariablemente generaron estancamiento económico. En este contexto, el mercado de endeudamiento fue prácticamente inexistente, y solo se limitó a los créditos bancarios a corto plazo y a tasas de interés altas. A principios de los noventa, una serie de profundas reformas económicas que incluyeron la privatización de las mayores empresas estatales, sumadas al proceso de desregulación financiera y administrativa, trajeron aparejadas un aumento en el consumo y en las inversiones. De tal modo, tanto el país como muchas empresas tuvieron acceso a fuentes de financiamiento no bancarias a medida que los inversores locales e internacionales fueron ganando confianza en el proceso de cambios acontecidos y esperados.

La creciente demanda de este tipo de estructuras por parte de los inversores institucionales, tanto locales como internacionales, a sido un aspecto fundamental en la evolución de este mercado. Dentro de esa demanda ha jugado un papel muy importante la privatización de los fondos de jubilación y pensión locales.

Después de la promulgación de la Ley de Fideicomiso en 1995, y a medida que el mercado se iba desarrollando, los tipos de transacciones predominantes fueron cambiando de flujos futuros a titulaciones de activos existentes como hipotecas u otros activos no hipotecarios (asset-backed securities, conocidos como ABS, o mortgage-backed securities, conocidos como MBS).

## **3 - SUJETOS EN EL PROCESO DE SECURITIZACIÓN**

Siguiendo la obra de Julián Martín, podemos distinguir:

#### ✦ *Sujetos necesarios*

##### ✦ *Originador o fiduciante*

Es el que agrupa los créditos a transmitir en su condición de acreedor original de tales activos. Generalmente el originador mantiene para sí la administración de los créditos cedidos percibiendo por ello una comisión. En tal carácter recibe el nombre de *servicer*.

El interés del originador en lanzarse a un proceso de securitización puede estar dado por la circunstancia de no contar con la posibilidad de obtener créditos por las vías convencionales, o por carecer de la capacidad necesaria para ocurrir a la oferta pública a través de la emisión de sus propios títulos. Los activos transmitidos que respaldan la emisión serán aquellos créditos susceptibles de ser cedidos fácilmente, homogéneos entre sí y de un volumen significativo que justifique la securitización.

##### ✦ *Administrador (servicer)*

Es quien administra la cartera de créditos, efectuando la cobranza de los activos transmitidos. Puede ser el mismo originador o un tercero designado al efecto. Suministra información periódica al *vehículo o emisor (issuer)* también denominado *fiduciario* y a los tenedores de los títulos y certificados de participación, acerca de todo aquello que resulte de su interés. Entre las funciones que le competen se inscribe la persecución de los deudores morosos de la cartera administrada.

##### ✦ *Vehículo o emisor (issuer) o fiduciario*

El objetivo al cual apunta la figura del fiduciario es la de mantener aislado a los activos que han de garantizar la emisión de los títulos. Para ello el originador transmite en calidad de venta, cesión o endoso los papeles securitizados al fiduciario, el que los incorpora a un patrimonio independiente del suyo propio, quedando así, protegidos de los riesgos emergentes de la gestión empresarial de aquél.

El fiduciario se encuentra, pues, situado entre el originador y los inversores recibiendo los activos a titular y emitiendo los títulos o certificados garantizados por esos activos.

##### ✦ *Tomador / Colocador (underwriter)*

Es una entidad financiera, banco de inversión o agente bursátil, que a través de un contrato de “underwriter” celebrado con el emisor coloca los títulos valores en la oferta pública o privada. En la oferta pública el *underwriter* suscribe los títulos para revenderlos o bien conservarlos en su cartera, en tanto que en la oferta privada actúa como intermediario. La actuación del *underwriter* presupone de su parte un conocimiento especializado que le habrá de permitir realizar una ingeniería financiera, a partir de un estudio del mercado que favorezca la colocación de los títulos.

##### ✦ *Inversor*

Es el ahorrista que adquiere los títulos valores respaldados por los activos transmitidos en fideicomiso.

#### ✦ *Sujetos secundarios*

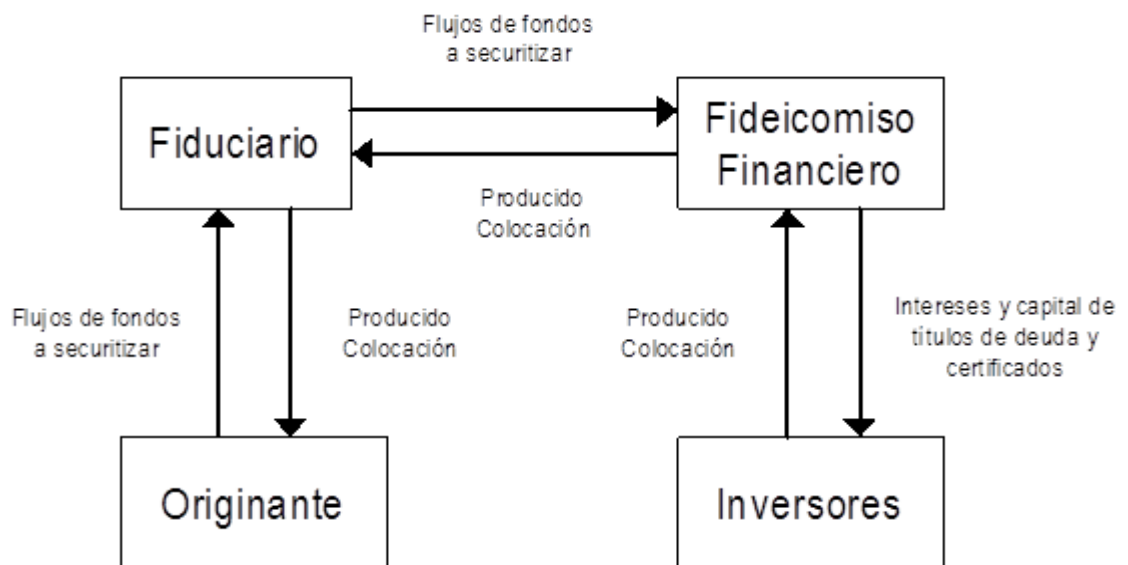
##### ✦ *Depositario*

Puede ser tanto el propio originante o un tercero o el “*vehículo, emisor o fiduciario*” quien puede reservarse la tarea.

★ *Garante*

Normalmente son entidades financieras que ofrecen su garantía como respaldo de la emisión de los títulos, constituyéndose así, en un refuerzo adicional a la calidad de los activos titulizados.

Gráfico 3: Circuito de fondos



Fuente: Elaboración propia según información extraída de la obra de Martín (1.996)

#### 4 - PROCESO DE SECURITIZACIÓN

Siguiendo a Martín, la securitización modifica el mecanismo de financiamiento tradicional por otro más complejo que conlleva a la desintermediación del proceso, ya que pone en contacto directo a los inversores con los tomadores de dinero (el banco media pero no asume riesgo crediticio, ya que la contingencia queda en cabeza del tenedor final del título), y la movilización de activos de baja rotación.

Un Mercado de Capitales securitizado otorga beneficios a los originantes, a los inversores, y en consecuencia a la economía en general.

Se puede citar tres tipos o estructuras básicas de títulos valores emitidos bajo un proceso de securitización:

- ✓ *Pass-through*: Consiste en la venta, cesión, o endoso de activos del originador o acreedor original a un ente jurídico llamado vehículo (trustee, fondo común de inversión cerrado o sociedad objeto exclusivo), quien emite los títulos valores a ser colocados entre los inversores.

✓ *Asset Backed Bonds*: En este tipo de financiación, no se produce un aislamiento de los activos a securitizar, por el contrario los activos afectados a la garantía permanecen en el patrimonio del emisor u originante. Esta es su característica fundamental, la presencia de sobregarantías en virtud del cual el emisor esta obligado durante la vida de los títulos a mantener el nivel de las garantías en caso de disminución de su valorización.

✓ *Pay-through*: Es una combinación de elementos de los dos tipos básicos anteriormente descritos, ya que si bien los activos a titularizar no se separan del patrimonio del originante, sus ingresos garantizan exclusivamente el pago del capital e intereses de los títulos emitidos, tal como ocurre con el Pass-through.

Delineadas las características genéricas de las posibles estructuras de un proceso de securitización, cabe ahora ocuparnos de su reflejo en la normativa nacional.

El tipo Pass-through es el denominado por la Ley 24.441, Art.21, al ocuparse del Fideicomiso Financiero como "Certificados de Participación"; en tanto la modalidad Pay-through es identificada con los "Títulos Representativos de Deuda".

Los *Activos Subyacentes* de un Fideicomiso Financiero, son aquellos activos que el Fiduciante le trasfiere al Fiduciario para constituir el Fideicomiso. En el caso de un Fideicomiso Financiero el activo subyacente puede ser cualquier tipo de activo –en general se trata de flujos constituidos por derechos crediticios, productos financieros o flujos de fondos que se generarán por el desarrollo de un proyecto económico.

✧ Los activos securitizables para constituir un Fideicomiso Financiero pueden ser:

✓ *Tradicional*es:

- Préstamos Personales
- Préstamos de Consumo
- Tarjetas de Créditos
- Cuentas a Cobrar
- Hipotecas

✓ *Nuevas incorporaciones*:

- Prendas
- Contratos de Leasing
- Letras de Cambio
- Flujos presentes y futuros
- Préstamos Garantizados

✧ Las mayores ventajas de la securitización son dos:



- ✓ Se trata de una financiación fuera de balance (off of balance), y luego en consecuencia
- ✓ Resulta en un costo de financiamiento menor, ya que el riesgo de la inversión es el determinado por el riesgo intrínscico por los activos cedidos al fideicomiso, que está inmunizado del riesgo de quiebra de la empresa emisora.
- ✧ Los beneficios que se persiguen con la titulización, son:
  - ✓ Transformar en ganancia presente los flujos de fondos futuros.
  - ✓ Abaratar el costo de financiamiento de las empresas.
  - ✓ Disminuir y dispersar el riesgo.
  - ✓ Ampliar el acceso a fondos.
  - ✓ Disminuir el costo de los fondos.

También resulta necesario analizar el contexto donde la titulización cumple su destino: el Mercado de Capitales. Como sostiene la doctrina, “Los Mercados de Capitales son el ámbito económico donde finalmente se transan los títulos-valores producidos por la titulización de activos. También llamado Mercado de Valores, es la vía financiera por la cual las empresas y el Estado forman capitales a mediano y largo plazo, con el objeto de financiar sus actividades.

Tanto el Mercado de Capitales como los demás mercados de dinero, como el bancario, conforman el sistema financiero que moviliza los ahorros y asigna el crédito a través de los diversos canales (bancos, financieras, fondos de pensión, sociedades de bolsa, agentes de mercado, etc.).

## **5 - TÉCNICAS DE MEJORAMIENTO DEL RIESGO**

En un proceso de securitización, introducir garantías adicionales o mejorar las existentes permite disminuir el riesgo de la emisión y por lo tanto su costo financiero.

La mejora de la calidad de la cartera de activos permite cubrir la posible insuficiencia de ingreso de fondos de los activos securitizados y por ende un incumplimiento de pagos.

Los Fideicomisos Financieros por lo general se estructuran por clases. En general, una misma emisión está compuesta por un Valor de Deuda Clase A, que representa el activo con la mayor calidad crediticia, y un Certificado de Participación Clase B, que representa el aforo o la protección de la emisión y que se encuentra subordinado al Valor de Deuda Clase A. Asimismo, los títulos Clase A tienen una calificación de riesgo mientras que los títulos Clase B que brindan protección crediticia adicional a los primeros, no necesitan una calificación de riesgo.

El mecanismo de pago de los servicios de deuda es la siguiente: en primer lugar, se pagan los valores de deuda fiduciaria Clase A. Una vez que hayan sido cancelados completamente éstos, recién tendrán derecho al pago de capital más intereses los valores de deuda fiduciaria Clase B. Los tenedores

de los Certificados de Participación tendrán derecho al cobro del flujo de fondos luego al cancelarse totalmente los valores de deuda fiduciaria.

Los Beneficiarios son los titulares de los Certificados de Participación del patrimonio fiduciario o de títulos de deuda garantizados por los bienes fideicomitidos.

En virtud de ello se puede afirmar que la función principal del Fideicomiso Financiero es la de actuar como vehículo en la "titulización" de las carteras de crédito transferidas por el fiduciante (la empresa) al fiduciario financiero (entidad financiera o sociedad habilitada), como patrimonio objeto del fideicomiso.

En la Argentina el sistema más utilizado para la colocación de un Fideicomiso Financiero es el de subasta holandesa (Dutch Auction). A través del mismo las ofertas recibidas serán adjudicadas comenzando con las ofertas que soliciten la menor tasa y continuando hasta agotar la totalidad de los títulos disponibles.

Este proceso se realizará por separado para cada clase. La adjudicación se realizará a un precio único la mayor tasa aceptada- para todas las ofertas aceptadas.

Esa tasa se denomina *tasa de corte*. Por lo general, en las colocaciones existen dos tramos: uno competitivo y otro no competitivo. El primero comprende a todas las ofertas superiores a \$50.000 para las cuales los inversores deberán explicitar al momento de suscripción el rendimiento mínimo que están dispuestos a aceptar. El tramo no competitivo comprende las ofertas iguales o inferiores a \$50.000 las cuales serán adjudicadas a la tasa de corte.

En el caso de haber *sobresuscripción* –que la demanda de los inversores sea superior al monto de colocación ofrecido- el tramo no competitivo será adjudicado en su totalidad mientras que en el tramo competitivo serán prorrateadas todas las ofertas que hayan ofertado la tasa de corte. Las ofertas del tramo competitivo que hayan ofrecido una tasa inferior a la de corte serán adjudicadas en su totalidad.

Esto sucede en el mercado argentino, y es otro indicio que denota la importancia que tienen los Fideicomisos Financieros para el financiamiento de empresas.

Los rendimientos de los títulos emitidos por los Fideicomisos Financieros pueden ser de renta fija o renta variable. Para los primeros, se determina una tasa nominal anual.

Para los de renta variable se suele utilizar la Tasa BADLAR mas un margen a determinar (spread). Por ejemplo, para la emisión del Fideicomiso Financiero Garbarino XLIV, los valores de deuda fiduciaria Clase A, otorga el derecho a una tasa de interés fija equivalente a 20% nominal anual, los valores de deuda fiduciaria Clase B, otorgan un rendimiento mensual equivalente a la tasa BADLAR mas un diferencia de 450 bps<sup>8</sup>, con un mínimo de 18% nominal anual y máximo de 28% nominal anual.

La *duration* de un Fideicomiso Financiero es la medida del plazo promedio de vida de un Fideicomiso Financiero. En general, para los Fideicomisos la misma está expresada en meses. Al

momento del lanzamiento de un Fideicomiso Financiero la duration se calcula descontando a la tasa de cupón establecida los flujos futuros teóricos de pagos –también calculados a la tasa de cupón establecida- para luego multiplicar cada uno de estos flujos descontados por la cantidad de días que hay entre el vencimiento de cada cupón y la fecha de liquidación del Fideicomiso.

Normalmente la duración de los títulos emitidos guarda relación con el plazo del activo subyacente, por lo que en el mercado argentino la mayor parte de las emisiones es de corto plazo y a tasas fijas. No obstante existen varias emisiones a largo plazo, sobre todo las relacionadas con préstamos hipotecarios y prendarios.

Sabiendo ahora que la duración es la medida del plazo promedio de vida de un Fideicomiso Financiero, *el plazo* de un Fideicomiso Financiero es la fecha teórica de pago del último cupón del Fideicomiso.

En general como los Fideicomisos Financieros van realizando pagos parciales de amortización e intereses a lo largo de la vida del fideicomiso la duration suele ser inferior al plazo.

Las tasas BADLAR son calculadas por el Banco Central de la Republica Argentina (BCRA) en base a una muestra de tasas de interés que entidades de Capital Federal y Gran Buenos Aires pagan a los ahorristas por depósitos a plazo fijo de 30 a 35 días de más de 1 millón de pesos o dólares.

Existen tres tipos de tasa BADLAR dependiendo de la muestra de bancos utilizada para su cálculo: la BADLAR total de bancos informantes, la BADLAR de bancos públicos y la BADLAR de bancos privados.

## **6 - TIPOS DE SECURITIZACIONES EN ARGENTINA**

Hoy existen numerosos tipos de securitizaciones clasificadas según la naturaleza de los activos crediticios o flujos que las originan. Estos pueden ser activos reales (proyectos de inversión, recursos forestales o agropecuarios, inmuebles, exportaciones) o financieros (derechos creditorios, hipotecas, prendas, facturas, cupones de tarjetas de crédito, etc).

### **6.1.- SECURITIZACIONES DE FLUJOS FUTUROS**

En una securitización de flujos futuros una compañía emite un instrumento de deuda cuyo repago de principal e intereses estará garantizado con el pago de las cobranzas futuras que la empresa estima generar a través de su ciclo normal de operaciones. Generalmente, el originador de los flujos a securitizar es una compañía operativamente fuerte ubicada en un país emergente.

Debido a que los pagos de los créditos a cobrar no entran en el país emisor, se puede mitigar, aunque no necesariamente eliminar, el riesgo del gobierno soberano de establecer restricciones a la transferencia o a la convertibilidad de moneda extranjera, los cuales pueden afectar adversamente a la transacción.

Desde el punto de vista de cuál es el activo objeto de securitización, se pueden distinguir dos tipos:

- Transacciones que emplean como fuente de repago los flujos generales del emisor que se encuentran a disposición de todo acreedor
- Transacciones que utilizan un conjunto de activos específicos del emisor que se segregan del resto de los activos por medio de la securitización.

## 6.2.- SECURITIZACIONES DE CARTERAS HIPOTECARIAS, PRENDARIAS, CHEQUES DE PAGO DIFERIDO, CUPONES DE TARJETAS DE CRÉDITO, PRÉSTAMOS PERSONALES

En una emisión de Mortgage Backed Securities (MBS) o Títulos con Garantía Hipotecaria, los títulos emitidos son repagados con los fondos generados por la cobranza de los préstamos hipotecarios residenciales en garantía, que fueron otorgados por bancos locales argentinos de acuerdo a los lineamientos establecidos por el BHN.

En una securitización de créditos prendarios, el haber del Fideicomiso o activo subyacente está integrado por créditos con garantía prendaria otorgados por el banco originante. Estos créditos son originados por el banco en el curso normal de sus operaciones comerciales, siguiendo las regulaciones estipuladas por el BCRA para este tipo de activos. Por lo tanto, los títulos emitidos a través del Fideicomiso tienen como garantía exclusiva y única fuente y mecanismo de pago, el flujo de fondos provenientes del cobro de las cuotas de los créditos prendarios.

Al igual que en el caso anterior, en una securitización de cheques de pago diferido, el activo subyacente está integrado por cheques de pago diferido emitidos por los clientes del banco originante de la transacción y endosados a favor del mismo mediante operaciones de descuento, quien posteriormente los transfiere al Fideicomiso con endoso simple (sin garantía). De este modo, el pago de los títulos emitidos se garantiza exclusivamente, y tiene como única fuente y mecanismo de repago los montos que el Fiduciario perciba por el cobro de los cheques.

El objeto de la securitización de los cupones de tarjetas de crédito es el derecho a cobro que se genera a favor de entidades comerciales que operan en el país del emisor, mediante el uso de tarjetas de crédito cuyo pago es efectuado en divisas. Las entidades comerciales descuentan los cupones en los bancos y a cambio reciben los fondos, netos de una comisión. Posteriormente, el banco envía el cupón a la red de tarjetas de crédito local (TARJETA NARANJA, PROVENCREC, etc) o internacional (VISA, MASTERCAD, etc). En este sentido, el derecho a cobro de los cupones que poseen los bancos representa la garantía para emitir bonos estructurados en divisas.

Los préstamos personales que integran el activo subyacente de un Fideicomiso y cuyos flujos constituyen la única fuente y mecanismo de repago de los títulos de deuda emitidos, son originados

por entidades financieras en el curso ordinario de sus negocios y siguiendo las disposiciones del BCRA. Pueden ser préstamos otorgados en forma indirecta a los afiliados de mutuales, cooperativas y otras entidades intermedias y a los empleados de los sectores públicos y privados, por intermedio de convenios con dichas Entidades Intermedias y Empleadores, y en forma directa a quienes los soliciten.

## **7 - PRINCIPALES RIESGOS PARA EL INVERSOR**

En términos generales, los riesgos que pueden identificarse en las operaciones de securitización se asocian a los siguientes factores:

- Riesgos de performance del activo: posición competitiva del sector en que opera (importancia económica, estrategia, perspectivas dentro y fuera del país), performance histórica (datos de por lo menos 5 años) basándose en el comportamiento de las principales variables (estadísticas de pagos, cumplimientos, precios, etc).
- Riesgo de pago: asociado con la calidad crediticia del o los deudores, la diversificación de la fuente de pago (máximo de concentración por individuo).
- Riesgos estructurales: separar activos y flujos de fondos del patrimonio del originador y del vendedor (fiduciario), leyes que puedan afectar la existencia del fideicomiso (quiebra, impuestos, etc).
- Riesgos políticos: riesgo de convertibilidad y transferencia, apoyo del gobierno, cambios en el marco legal.

## **IV- EL FIDEICOMISO FINANCIERO EN LA ARGENTINA**

### **1.- SITUACIÓN DEL MERCADO FINANCIERO ARGENTINO**

Según indican datos y estadísticas del Ministerio de Economía de la Nación, a finales del 2001 nuestra economía se encuentra ante una crisis de tal magnitud que adquiere el carácter de catástrofe. Esto trajo como consecuencias la devaluación, la desaparición de las fuentes tradicionales de financiamiento y un Mercado de Capitales líquido.

El colapso del sistema financiero, el encarecimiento del financiamiento externo y la disminución de la capacidad productiva de las industrias locales dejaron a los empresarios al borde de la cornisa a la hora de conseguir financiamiento adecuado.

Además las políticas de Estado pendulares generaron un aumento de los costos de transacción por inseguridad jurídica que debieron ser soportados en última instancia por los demandantes de capital.

En el caso de las economías regionales este hecho reviste una gravedad de tal magnitud que pone en serio riesgo a toda su estructura económica.

Entre las falencias del mercado de crédito bancario, haciendo énfasis en el financiamiento de empresas y el escaso desarrollo del mercado financiero local, se pueden enunciar algunos determinantes principales para esta situación:

- Excesivo corto plazo en el horizonte temporal de los depósitos,
- Falta generalizada de una cultura de ahorro
- Fuerte competencia por recursos con el Estado
- Escaso cumplimiento de las leyes
- Alta informalidad en las actividades privadas.

En este marco, el conjunto de empresas no parece encontrar en los bancos el terreno fértil necesario para financiar sus inversiones a largo plazo y a tasas que no pongan en riesgo su propia existencia. Recae entonces en el Mercado de Capitales la responsabilidad de ofrecer financiamiento en estas condiciones.

El Mercado de Capitales cumple un rol fundamental en el desarrollo económico de cualquier país. Este mercado posee ventajas ante el financiamiento bancario, como son menores costos, mayores

plazos, menor dependencia de situaciones macroeconómicas coyunturales, y se caracteriza por una fuerte desintermediación financiera, ya que negocian directamente oferentes y demandantes.

En una economía descentralizada existen unidades económicas que tienen amplia disponibilidad de fondos a los que no darán aplicación inmediata.

También existen otras, que a la inversa, cuentan con favorables alternativas de inversión y carecen de los fondos de financiamientos necesarios. Ante ello el Mercado de Capitales tiene la función de orientar los recursos de aquellos que poseen ahorros sin un destino específico hacia otros que necesitan dinero para aplicar a diferentes emprendimientos (producción, infraestructura, servicios, etc.).

Recae así sobre el Mercado, el papel clave en la transferencia de los recursos hacia el sector real y posibilita el crecimiento económico.

Para que esto funcione se debe crear un ámbito de inversión dinámico, transparente, libre y atractivo, para que aquellos que disponen de fondos (inversores), elijan volcar sus recursos al mercado y de esta forma otros que necesitan dinero para sus emprendimientos puedan recibirlos del propio mercado. El 6 de enero del 2002, el Gobierno Nacional sancionó la Ley 25.561 (Ley de Emergencia Pública y reforma del régimen cambiario) que implicó la adopción de un nuevo régimen monetario y cambiario y la derogación de la Ley de Convertibilidad.

A partir de esta fecha, la economía Argentina está experimentando un lento proceso de normalización de su sistema bancario y financiero, con depósitos y préstamos que retornan a las instituciones.

El Mercado de Capitales parece haber recuperado espacio como forma de financiamiento para las empresas, impulsado no solo por los productos tradicionales sino que nuevos productos financieros hicieron también su aparición en escena. Entre los nuevos productos en general los más conocidos son:

- las Obligaciones Negociables
- las Acciones
- la negociación de Cheques de Pago Diferido
- los Fideicomisos Financieros

De todos estos instrumentos, los Fideicomisos Financieros se destacan del resto por su vertiginoso crecimiento, tal y como puede apreciarse en el sitio web de la Comisión Nacional de Valores, y porque combinan las bondades del Mercado de Capitales (ampliar la base de inversores, mejores tasas), sin perder el control sobre las compañías. Es posible destacar que hay una reticencia de los dueños de las compañías de abrir sus empresas y otorgar el control sobre las mismas a terceros.

En el escenario post devaluación, los excedentes de los sectores más favorecidos por el cambio de paridad en la moneda pudieron canalizar sus recursos excedentes hacia potenciales inversiones mediante este instrumento.

Las pequeñas y medianas empresas (PyMEs) también sufrieron las repercusiones de la crisis. Los ahorristas fueron retirando sus ahorros de los bancos, y por otro lado, las empresas favorecidas por el nuevo tipo de cambio no podían aprovechar el reposicionamiento internacional de sus productos por la desaparición de las fuentes de financiamiento bancario. Muchas de ellas, pasaron los primeros años post crisis del 2001 financiándose con la caja propia.

A partir de la crisis de 2001, las PyMEs juegan un rol fundamental en el desarrollo y sustento económico de nuestro país, producto de su importancia como generadora de empleos, y por el efecto multiplicador que esto genera en el consumo, la inversión y la actividad económica en general.

El nuevo contexto económico ha sido de creciente recuperación y crecimiento de las PyMEs.

Además de ser consideradas impulsoras de la actividad económica del país y generadoras de empleo, las PyMEs demostraron ser muy buenas pagadoras a hora de afrontar sus obligaciones.

Pero, transcurrida esa etapa, ellas necesitaron salir a buscar nuevo financiamiento para ampliar su producción. Ya se empezaba a tener la sensación de que se estaba llegando al límite o saturación de la capacidad del autofinanciamiento y de las líneas de crédito que otorgaban los bancos para facilitar su expansión. Para entonces, los instrumentos tradicionales de financiamiento para pequeñas y medianas empresas se mostraban insuficientes. Pero al mismo tiempo comenzaba un nuevo ciclo con un crecimiento macroeconómico significativo, que por primera vez en muchos años el entorno dejó de ser hostil para las pequeñas y medianas empresas.

Esta nueva inclinación de la actividad económica hacia actividades productivas, básicamente el sector manufacturero, el agro y la construcción, ha derivado en un cambio importante en la composición y utilización de herramientas financieras.

Durante los últimos años, y particularmente a partir de la reactivación económica que se inició tras el fin de la Convertibilidad, la oferta de instrumentos crediticios para las pequeñas y medianas empresas creció de manera notable.

Las dificultades de acceso al crédito de las PyMes constituyen una falla de mercado habitual en países desarrollados. Esta falla es más grave en países en desarrollo.

Desde el 2002, las empresas y en especial las PyMEs, necesitan solicitar fondos nuevos y la forma de su financiamiento ha cambiado. Clausurado el circuito tradicional a través de los bancos, el empresario PyME se ha visto en la necesidad de agudizar su ingenio para acceder al crédito. Al mismo tiempo, el sistema bursátil comenzó a tener un mayor protagonismo como alternativa de refugio de los ahorristas y para la asistencia a empresas.

En este escenario es donde se despliega con todo su potencial la oportunidad de abrir el Mercado de Capitales a las PyMEs. Este mercado, tradicionalmente considerado como un territorio reservado a las grandes compañías, se convirtió en una opción viable para las PyMEs. En seis años las emisiones de herramientas no tradicionales para el crédito, en especial los Fideicomisos Financieros, han registrado un crecimiento exponencial.



El giro hacia el Mercado de Capitales no es casual. El acceso al crédito bancario estaba sumamente restringido para muchas de estas compañías que raramente califican para un banco. En la Bolsa, si se trata de Fideicomisos Financieros en los que la empresa cede sus derechos de exportación o el flujo futuro de fondos, encontrarse con el capital sin intermediarios es más sencillo. Para las compañías, los Fideicomisos Financieros se convirtieron en un canal alternativo de financiamiento.

Siguiendo la reseña que figura en su sitio web, la Comisión Nacional de Valores (CNV) es quien oficia de árbitro entre los participantes del mercado. Su misión es regular, fiscalizar y controlar a los participantes del Mercado de Capitales, vigilando que sus operaciones cumplan con los principios y objetivos de las leyes y reglamentaciones vigentes.

Al mismo tiempo, la Bolsa de Comercio de Buenos Aires está profundizando esfuerzos para acercar a las PyMEs al Mercado de Capitales. Acompañada por la Comisión Nacional de Valores, incorporó a sus series de normas un régimen simplificado para el acceso de las PyMEs y creó el Departamento PyME con la misión de asesorar a estas empresas sin costo, aconsejarlas sobre la mejor ingeniería financiera para sus proyectos y difundir entre ellas las diferentes posibilidades de financiación y nuevos instrumentos que tienen a disposición a través del Mercado de Capitales.

Se busca así mejorar las fuentes de financiamiento de las PyMEs, aprovechando las ventajas del Mercado de Capitales. El objetivo es que las pequeñas y medianas empresas puedan acceder a los productos de financiación que cotizan en Bolsa de Comercio, obteniendo un financiamiento de menor costo y a mayor plazo.

Hay una modalidad que cabe explorar a las entidades financieras, agentes y sociedades de bolsa: es la Titulización de créditos de las PyMEs y para ello se puede utilizar el Fideicomiso Financiero. Es el Fideicomiso Financiero el que ha crecido cada vez más en su utilización para las empresas, están ligados a financiar el consumo de grandes cadenas, también apuntan a desarrollo inmobiliario e infraestructura.

En este caso, las PyMES como fiduciantes -una de las dos partes esenciales del contrato- pueden transferir derechos y/o flujos de fondos futuros cuya titularidad les corresponda a favor de un fiduciario financiero -la otra parte esencial-, quien administrará dichos bienes a favor de los beneficiarios adquirentes de valores negociables fiduciarios emitidos en el marco del Fideicomiso Financiero.

El importe neto de la colocación de los aludidos valores fiduciarios podrá entregarse a los fiduciantes como contraprestación por la transmisión por ellos efectuada; pudiendo obtener así la disponibilidad inmediata y en efectivo de sus recursos.

El principal motivo por el cual las PyMEs incorporaron este tipo de financiación, es el bajísimo nivel de riesgo dado por la propia estructura del fideicomiso, que incluye una garantía otorgada por las Sociedades de Garantía Recíproca (SGR) Artículo 32 de la Ley de PyMEs N° 24.467

(B.O.: 28/03/95), de la cual las PyMEs resulten socios partícipes, como garante o avalista, y por el alto grado de atomización de los títulos, especialmente en el caso de los créditos de consumo.

La presencia de una SGR permite mejorar la calificación de riesgo de los valores negociables fiduciarios.

Por lo tanto, una manera de lograr este objetivo es prestar contra la garantía de activos con una liquidez mayor, es decir, flujos de fondos futuros, aislándolos del riesgo empresa.

El enemigo principal de las sociedades comerciales es la desconfianza y contra ella hay que luchar. Los Fideicomisos Financieros bien operados y transparentes, son una herramienta adecuada para dar el gran paso.

## **2 - EL ROL DE LAS SOCIEDADES DE GARANTÍA RECÍPROCA**

Las Sociedades de Garantía Recíproca (SGR) son empresas que proveen servicios financieros a las Pequeñas y Medianas Empresas. Tienen su origen en la Ley PyMe 24.467/95. Según el Artículo 32 de la citada ley, tienen por objeto facilitar el acceso al crédito de las PyMEs a través del otorgamiento de garantías para el cumplimiento de sus obligaciones. Una SGR solo puede emitir avales a sus PyMEs asociadas (Socios Partícipes) y a quienes se encuentran al día en sus obligaciones impositivas y provisionales. La PyMe debe otorgar garantías a favor de la SGR (contragarantías).

Estas han constituido un elemento importante para que las PyMEs accedan al financiamiento del Mercado de Capitales a través de distintos instrumentos, entre los que se destacan los Fideicomisos Financieros.

Una empresa tiene racionado el crédito cuando no puede obtener el dinero que solicita a pesar de estar dispuesta a pagar la tasa de interés vigente en el mercado. El racionamiento del crédito que enfrentan las pequeñas y medianas empresas dificulta su funcionamiento y crecimiento.

Las Sociedades de Garantía Recíproca, conformadas por socios protectores y socios partícipes, apelan a un esquema de incentivos fiscales para el primer tipo de socios (los que aportan fondos), y busca una diversificación de riesgo. Las limitaciones impuestas al monto a otorgar por empresa, hacen que las grandes empresas no puedan competir por este instrumento. Es por ello que numerosas PyMEs han sido financiadas por este esquema en los últimos años y se estima un fuerte crecimiento en el corto y mediano plazo.

Las Sociedades de Garantía Recíproca mejoran las condiciones de crédito a obtener: mayor plazo, tasas más bajas y mejoran el poder de negociación frente a las entidades de crédito. Por lo que constituyen la mejor herramienta financiera que el Estado ha generado para apoyar a las PyMEs.

Las Sociedades de Garantía Recíproca se encuentran bajo la órbita de la Subsecretaría de la Pequeña y Mediana Empresa y Desarrollo Regional de la Nación.

### **3 - EVOLUCIÓN DE LOS FIDEICOMISOS FINANCIEROS EN LA ARGENTINA ENTRE LOS AÑOS 1996-2001**

La utilización del Fideicomiso Financiero fue en constante aumento desde el año 1996, cuando se lanzó la primera serie del Fideicomiso Financiero Consubond de la empresa Frávega y Banco Sáenz, que titulariza gran número de créditos personales otorgado por dicho Banco, vinculados a la compra de electrodomésticos.

Otro ejemplo que se puede citar es el Fideicomiso Financiero UBS Brinson de inversión forestal, por un monto cercano a los U\$S 24.4 millones y a un plazo de 10 años.

Experimentó un salto cuali-cuantitativo a partir del año 2002, causante de la cuasi eliminación de la oferta de crédito bancario bajo las formas tradicionales. Para confirmar esto es suficiente analizar los Fideicomisos Financieros autorizados por la Comisión Nacional de Valores (CNV) y admitidos a la cotización por la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA) en el presente trabajo.

Según información obtenida en la Comisión Nacional de Valores, entre 1996 y 2001 se percibe una tendencia creciente manifestada tanto en el número de contratos, que pasan de 10 a entre 30 y 40 por año, como en los montos que pasan de unos \$ 250,0 millones en 1996 a más de \$ 1.000,0 millones en 1999 y cerca de \$ 3.000,0 millones anuales en 2000 y 2001.

Un importante predominio de contratos (según los montos) denominados en dólares: 85,6% del total de los \$/U\$S 8.528,5 millones, emitidos entre el periodo 1996-2001.

### **4 - EVOLUCIÓN DE LOS FIDEICOMISOS FINANCIEROS EN LA ARGENTINA ENTRE LOS AÑOS 2002-2009**

El contexto acaecido a principios del 2002, luego de la crisis económica y financiera en la Argentina, fue el siguiente:

- Default
- Devaluación del peso
- Ruptura de la cadena de pagos
- Desaparición de las fuentes tradicionales de financiación
- Mercado de Capitales líquido, pero con pocas alternativas de inversión.

Los Fideicomisos Financieros que estaban vigentes a principios de 2002 sufrieron los siguientes efectos:

✓ Los beneficiarios o titulares de créditos contra fideicomisos financieros que tenían como activos fideicomitados **títulos públicos** (en moneda nacional o extranjera) declarados en “default” o depósitos bancarios, sufrieron las mismas incertidumbres, cambios en la moneda de denominación, demoras y pérdidas en su valor de mercado y valor presente neto, que los sufridas por los activos subyacentes.

✓ Los beneficiarios o titulares de créditos contra fideicomisos financieros que tenían como activos fideicomitados **créditos en moneda extranjera** contra deudores privados, pueden no haber sufrido demoras en la amortización de sus créditos, pero sí sufrieron la pérdida de valor implícita en la conversión forzosa a pesos (a la tasa de 1 peso por dólar) dispuesta por el Decreto 214/2002 para todas las obligaciones denominadas en dólares sujetas a la ley argentina.

✓ Los beneficiarios o titulares de créditos contra fideicomisos financieros que tenían como activos fideicomitados **créditos en pesos** contra deudores privados, pueden no haber sufrido demoras en la amortización de sus créditos, pero sí sufrieron la pérdida de valor implícita en la desvalorización de la moneda nacional.

Como se puede observar, salvo por el cumplimiento de los plazos pactados (allí donde no hubo “default” de los activos subyacentes), ningún fideicomiso financiero sujeto a la legislación nacional salió indemne en su valor real de la crisis de 2002.

El punto de despegue de los fideicomisos se dio en medio del caos en el que se encontraba envuelto el sistema bancario, tanto las entidades como las empresas que necesitaban financiamiento para su actividad y también los inversores que recelaban de los bancos, recurrieron a este instrumento, muy desarrollado en otros países y lograron convertirlo en una de las estrellas financieras de estos tiempos.

Ante la recuperación de la economía, y de la confianza de los inversores en las instituciones, el Fideicomiso Financiero recuperó la tendencia ascendente que tenía hasta el año 2001 en forma asombrosa.

La reconocida versatilidad del Fideicomiso Financiero es capaz de viabilizar una pluralidad de operaciones capaces de satisfacer las distintas necesidades, ya que el diseño de negocios con base en esta figura es prácticamente infinito.

Se suele afirmar que el contrato de Fideicomiso Financiero fue el instrumento financiero que más fortalecido salió de la última crisis económica y que por ese motivo goza actualmente de buena aceptación entre tomadores y colocadores de fondos. Es importante recordar que el objetivo de esta figura jurídica es acotar los riesgos de los proyectos y por ende, reducir los costos.

Se puede observar el crecimiento en la cantidad de emisiones por año, las cuales muestran un permanente aumento, a excepción del año 2002 cuando ocurriera el default de Argentina con las graves consecuencias que son de dominio público.

A más de 10 años de la mayor crisis económica de la historia argentina, el sistema financiero goza de buena salud. Con el consumo como principal impulsor, las alternativas hoy parecen concentrarse casi exclusivamente en los fideicomisos y el leasing en forma incipiente.

La utilización del fideicomiso como alternativa de financiamiento, ha sido una herramienta utilizada con éxito hasta la fecha, y se ha desarrollado principalmente por cadenas de consumo, mutuales, cooperativas, entidades financieras y emisoras de tarjetas de crédito.

El financiamiento empresario fue durante el 2013 de U\$S7.733MM conformado por un 50% correspondiente a emisiones de Obligaciones Negociables, por un 6% de negociación de Cheques de Pago Diferido, y por un 43% correspondiente a emisiones de Fideicomisos Financieros, según la Comisión Nacional de Valores.

De este financiamiento el 93% fue destinado a Grandes Empresas y el 7% restante a PYMES.

De la comparación de los datos expuestos en el párrafo anterior con los registrados al cierre del año anterior, se observa una mayor participación de las Obligaciones Negociables respecto del uso del fideicomiso financiero como instrumento de financiación el cual disminuyó en alrededor del 38%.

Sin embargo, su utilización sigue siendo una herramienta muy útil para que diversos sectores de la economía capten fondos del mercado, aunque actualmente lo hagan con mayor énfasis aquellos relacionados al consumo.

Asimismo, la tasa Badlar se ha incrementado durante el último trimestre en alrededor del 6%, lo cual hace que la tasa de corte de los fideicomisos se mantenga dentro de los parámetros esperables.

Sin embargo, el seguimiento de la evolución de la misma, de los otros costos asociados al fideicomiso, y de las oportunidades del mercado de capitales en su conjunto es fundamental a fin de predecir cuál será el comportamiento de este instrumento a lo largo del año que viene.

## **5 - EVOLUCIÓN DE LOS FIDEICOMISOS FINANCIEROS EN LA ARGENTINA DESDE EL AÑO 2.010 AL 2.014**

En el año 2.010 se produjo un importante incremento en la colocación de fideicomisos financieros, se efectuaron un total de 189 emisiones por U\$S 3.770 MM (\$ 14.788 MM) vs. 191 emisiones registradas en el 2009 por U\$S 2.129 MM (\$ 7.906 MM). Este aumento significó un salto del 87% en los montos totales utilizados en esta herramienta de financiamiento.

Tabla 1: Variación del Fideicomiso Financiero entre el año 2010 y 2014

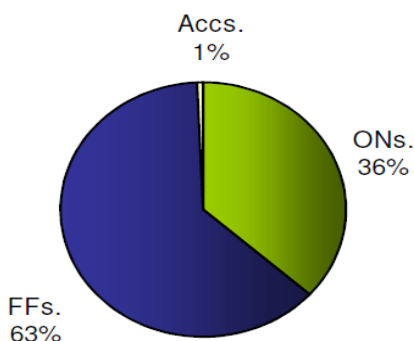
<b>AÑO</b>	<b>CANTIDAD EMITIDA</b>	<b>MONTO COLOCADO (EN \$ MM)</b>	<b>AUMENTO (%)</b>
2010	189	14.788	-
2011	216	18.883	+ 27,69%
2012	201	16.620	- 12,02%
2013	227	35.263	+ 112,17%
2014	219	37.668	+ 6,82%

Fuente: Elaboración Propia según datos de la página web de la Comisión Nacional de Valores

En este año, los rubros a los que fueron destinados los fondos, fueron distribuidos de la siguiente manera: el 51% del monto emitido (189 emisiones por un valor de \$ 14.788 MM), tuvo por objeto el financiamiento del consumo (créditos de consumo y personales el 43% y cupones de tarjetas de crédito 8%), y el 38% presenta como activo subyacente derechos de cobro sobre contrato de abastecimiento de energía eléctrica.

De esta forma, podemos observar cómo estuvo conformado el financiamiento durante el año 2.010 con: un 63% de emisiones de fideicomisos financieros, mientras que el 37% restante lo conformaban las emisiones de obligaciones negociables (36%) y en menor medida las emisiones de acciones por suscripción (1%).

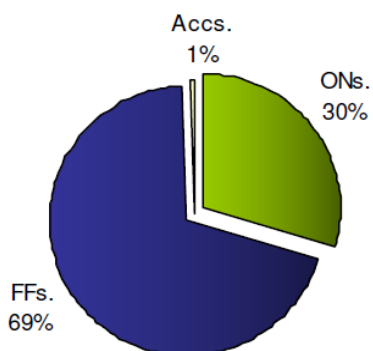
Gráfico 4: Estructura de montos colocados año 2.010



Fuente: Elaboración propia según datos de página web de la Comisión Nacional de Valores

En el 2.011, podemos observar cómo se mantiene la tendencia de crecimiento en la utilización de fideicomiso. La estructura de financiamiento fue conformada por el 69% por emisiones de fideicomisos financieros, un 6% más que el año anterior, y el 31% restante es compartido por emisiones de ONs y por suscripción de acciones.

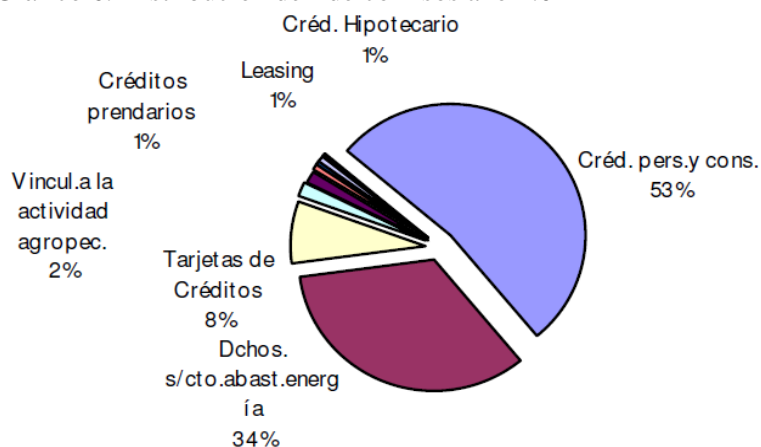
Gráfico 5: Estructura de montos colocados año 2.011



Fuente: Elaboración propia según datos de página web de la Comisión Nacional de Valores

En lo que respecta al 2.011, se efectuaron un total de 216 emisiones de fideicomisos financieros por un valor de U\$S 4.586 MM (\$ 18.883 MM) comparado con 189 emisiones registradas en el año precedente por un monto de U\$S 3.770 (\$ 14.788 MM); el 61% se encuentra conformado por créditos de consumo y personales (53%) y cupones de tarjetas de crédito (8%) y el 34% del monto total emitido presenta como activo subyacente derechos de cobro sobre contrato de abastecimiento de energía eléctrica; el 5% restante se encuentra conformado por diversas clases de activos subyacentes.

Gráfico 6: Distribución de fideicomisos año 2011



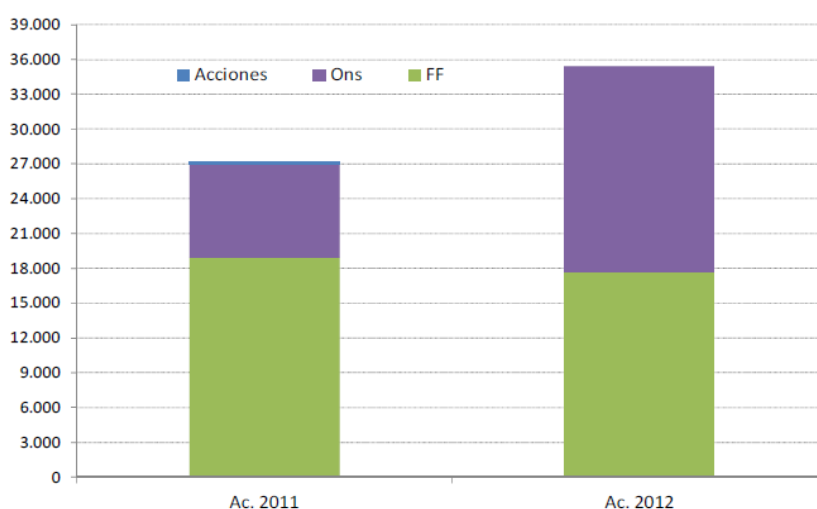
Fuente: Elaboración propia según datos de página web de la Comisión Nacional de Valores

El stock vigente en 2011, arroja un valor aproximado de U\$S 6.511 MM (VN \$ 27.868 MM), conformado en un 63% por emisiones efectuadas en dólares y el 37% restante en moneda nacional.

Además podemos analizar la clasificación vigente por activos fideicomitidos, la cual refleja que el 51% del valor nominal en circulación corresponde a fideicomisos financieros que han tenido por objeto el financiamiento de obras de infraestructura, siguiendo con el 29% del monto en circulación, los destinados al financiamiento del consumo (créditos de consumo y personales -27%- y cupones de tarjetas de crédito -2%-) y con el 8% y 5% los FFs. conformados por títulos de deuda y préstamos hipotecarios.

Durante el año 2012 podemos observar un marcado descenso en su utilización. Las emisiones de fideicomisos financieros, pasaron a representar un 35% del total de deuda emitido, comparado con el 69% del año 2011.

Gráfico 7: Evolución acumulada comparativa 2011-2012



Fuente: Elaboración propia según datos de página web de la Comisión Nacional de Valores

En el total se destaca la participación en Infraestructura y Energía (54%), Consumo (29%) y Títulos e Ingresos Públicos (9%).

En la comparación acumulada del año 2.012 con el 2.013, el financiamiento total, presentó una variación del 84%. Esta variación se explica en base a \$36.009 millones que se colocaron en el año 2.012 contra \$66.150 del año 2.013. En la apertura por instrumento podemos observar una variación positiva del 112% en el monto de fideicomisos colocados (\$35.263 MM en 2.013 versus los \$16.620 MM en 2.012)

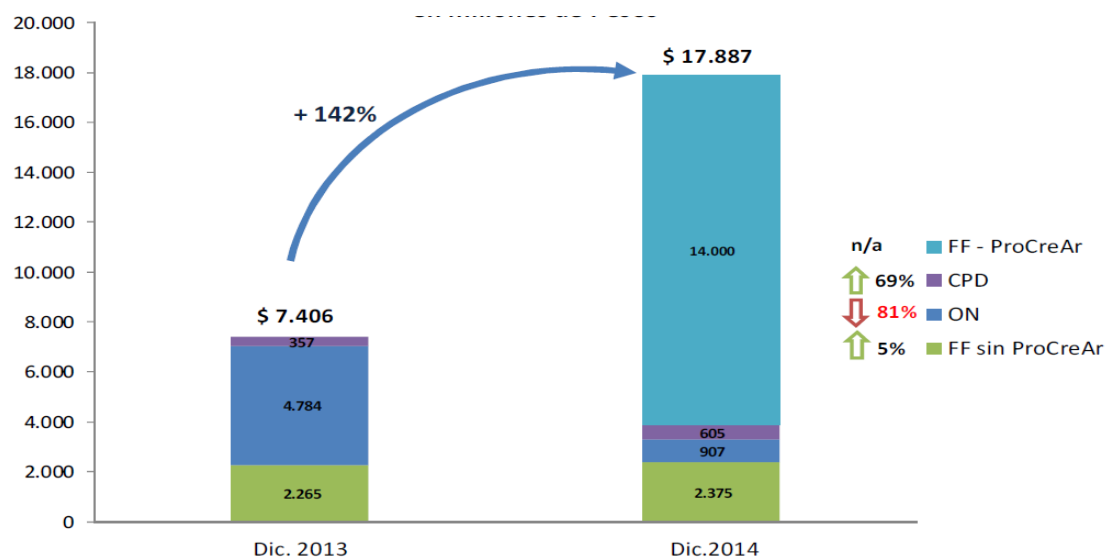
A partir del año 2.013 podemos observar como se destaca la emisión y colocación del Fideicomiso Pro.Cre.Ar, incluido en las cifras anteriormente indicadas, por \$17.500 millones aproximadamente, lo que representaría casi un 50% sobre el total de los fideicomisos financieros emitidos.

En el año 2.014 la colocación de fondos en los fideicomisos financieros, fue impulsada principalmente por la emisión del Fideicomiso Pro.Cre.Ar, al igual que en el 2.013, el cual representó un valor total de \$14.000 millones.

Este importante incremento se vió reflejado con un 92% de participación en el total de financiamiento durante el año 2.014.

La variación producida en los Fideicomisos Financieros excluyendo la colocación del Pro.Cre.Ar, se ve incrementada en un 5% teniendo en cuenta los montos colocados entre los años 2.013 y 2.014. A continuación se puede analizar gráficamente la composición de los fideicomisos financieros, comparando los meses de diciembre del año 2.013 y 2.014, exponiendo por separado la colocación del fideicomiso PRO.CRE.AR, con el objeto de evitar distorsiones en el análisis:

Gráfico 8: Impacto de la colocación del Pro.Cre.Ar



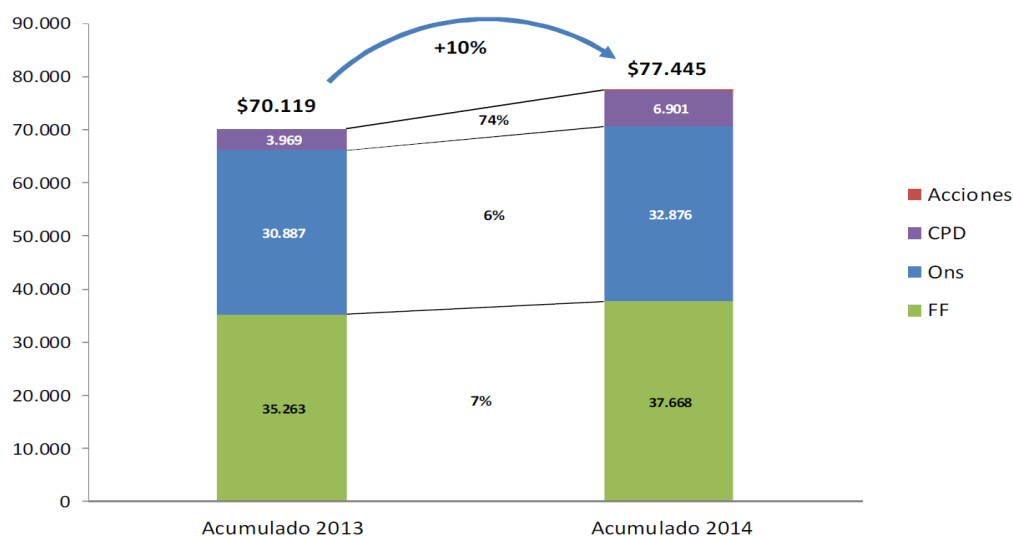
Fuente: Elaboración propia según datos de página web de la Comisión Nacional de Valores



Por otro lado, también podemos visualizar el incremento acumulado, haciendo una comparativa entre los años 2.013 y 2.014, del cual surge un aumento, incluyendo los fondos colocados en Pro.Cre.Ar, del 7% aproximadamente. Los montos de fideicomisos colocados fueron de \$35.263 millones durante el 2.013 contra los \$37.668 millones del 2.014.

Cabe aclarar que durante el año 2.013 se colocaron \$15.500 millones del fideicomiso financiero Pro.Cre.Ar, mientras que en el 2.014 la suma fue de \$14.000 millones.

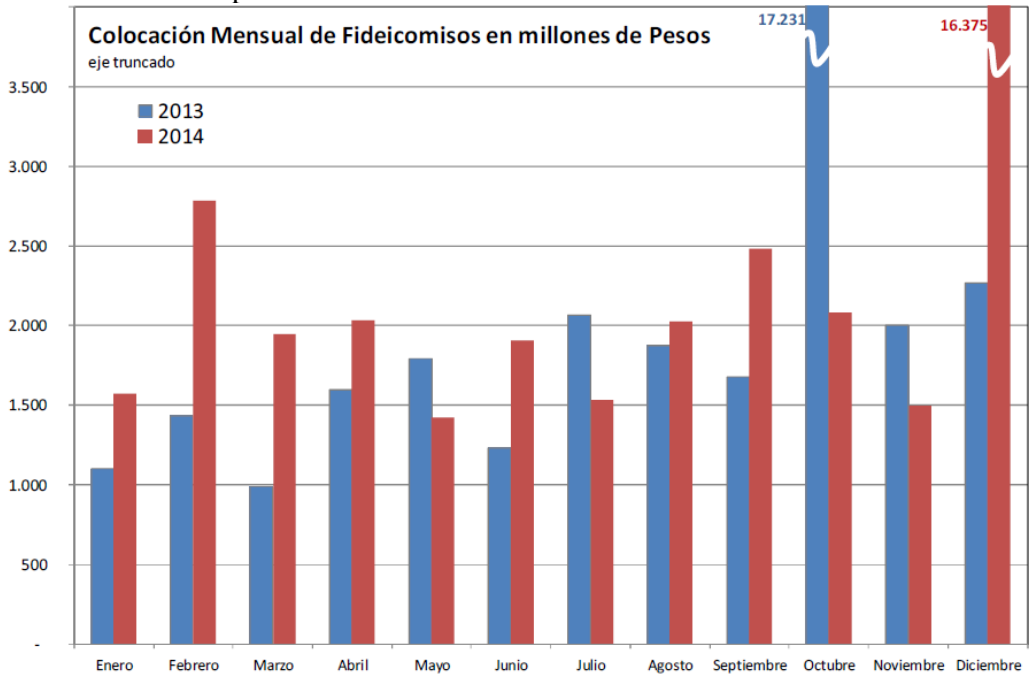
Gráfico 9: Evolución acumulada del financiamiento año 2.013 vs 2.014



Fuente: Elaboración propia según datos de página web de la Comisión Nacional de Valores

La evolución anual arroja datos comparativos interesantes a la hora de observar las variaciones. Dada la magnitud de la emisión del fideicomiso Pro.Cre.Ar y, para poder comparar más claramente las variaciones interanuales de los montos colocados mensualmente, se exhibe el siguiente gráfico con escala truncada para los meses de octubre y diciembre:

Gráfico 10: Comparación mensual años 2013-2014

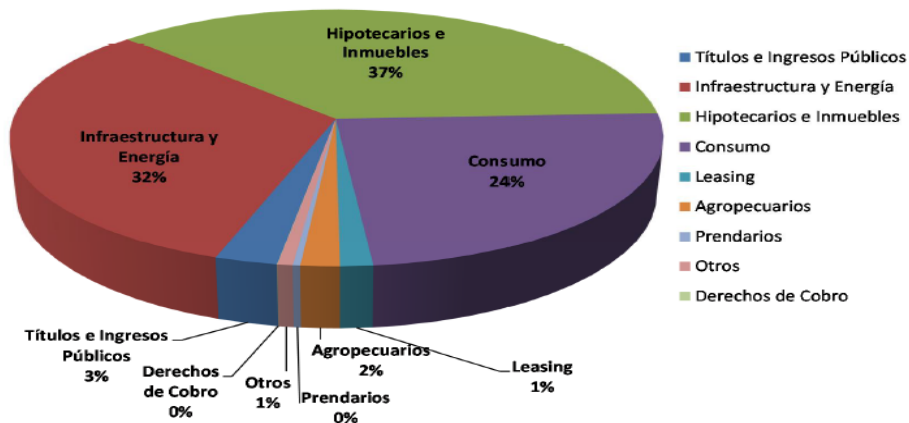


Fuente: Elaboración propia según datos de página web de la Comisión Nacional de Valores

Del análisis del gráfico previo se desprende que las colocaciones de los meses de enero, febrero, marzo, abril, junio, agosto, septiembre y diciembre superaron a las de idéntico mes del año previo. Además, la mayor colocación mensual del año 2014 fue un 5% inferior a su par del año previo.

Por otro lado, desde el punto de vista del objeto de los fideicomisos, resulta que el principal sector del stock total de Fideicomisos Financieros es “Hipotecarios e Inmuebles” que participa en un 37%, dentro del cual el Pro.Cre.Ar constituye el 94% de dicho porcentaje. El segundo sector en orden de magnitud es “Infraestructura y Energía” con el 32% el cual está principalmente constituido por los Fideicomisos NASA (Nucleoeléctrica Argentina) y Enarsa, con un 89% del sector.

Gráfico 11: Composición del stock de fideicomisos financieros al 31/12/2014 por sectores



Fuente: Elaboración propia según datos de página web de la Comisión Nacional de Valores.

## CONCLUSION

Fideicomiso significa “confianza” y esta se traduce en un encargo que una persona le hace a otra por medio de un contrato de carácter jurídico.

Con raíces en el Derecho Romano, Derecho Germano y Derecho Anglosajón, el Fideicomiso latinoamericano se inspira en el Trust del Derecho Anglosajón y esta figura es adoptada especialmente por el nuevo Código Civil y Comercial de la Nación en su Capítulo 30, en nuestro país.

El Fideicomiso representa una herramienta de financiación con riesgos claramente acotados, que no limita la capacidad de endeudamiento de las empresas y es aplicable durante escenarios de restricción del crédito bancario.

Los Fideicomisos Financieros, como nuevas alternativas de financiamiento no desplazan a las alternativas tradicionales de financiamiento (bancarias) sino que las complementan.

El objetivo de los Fideicomisos Financieros es la Titulización o Securitización de activos, proceso por el cual permite que un conjunto de activos ilíquidos, pueda ser transformado en un título valor para su venta en el Mercado de Capitales, y por medio de este proceso, se logra otra importantísima ventaja, la *desintermediación* financiera, ya que pone en contacto directo a los inversores con los tomadores de dinero, que tiene como consecuencia costos de endeudamiento menores, tasas de rendimientos mayores a las que se presentan en el mercado y se disminuye o dispersa el riesgo de no pago.

Hubo muchos Fideicomisos Financieros en pesos y de consumo que tuvieron un desempeño muy aceptable durante la crisis 2001/2002. Con este hecho, el Fideicomiso Financiero demostró que es un instrumento seguro para soportar situaciones de *stress*, y ése no es un dato menor en nuestro país y en los países de América Latina, a la hora de decidir sobre inversiones.

En el último lustro en nuestro país, la utilización de este instrumento de financiación se incrementó en más del 150%. La mayor parte de este incremento fue consecuencia de la implementación del Programa Pro.Cre.Ar, el cual en tan sólo dos años profundizó la tendencia en el uso de esta herramienta.

Para concluir la exposición del presente trabajo queremos resaltar las ventajas implícitas que posee la operatoria del Fideicomiso y el Proceso de Securitización ya que creemos que a través de una futura y esperada etapa de crecimiento y expansión del mercado de capitales local, ésta será una de las principales herramientas de financiación que implementarán las empresas debido a los beneficios que la misma acarrea.

## **BIBLIOGRAFÍA CONSULTADA**

- BÁEZ Julio C. (2009), “*Protección del Fideicomiso Financiero*”, Editorial Universidad, Buenos Aires, 234 páginas.
- HANSEN Leonardo H. (2010), “*Financiamiento y Fideicomiso. Tratamiento Tributario*”, Editorial Astrea, Buenos Aires, 384 páginas.
- MARTÍN Julián Alberto (1996), “*Securitización, Fideicomiso, Fondos de Inversión, Leasing*”, Editorial Price Waterhouse, Buenos Aires, 352 páginas.
- VARELA Marcelo Gabriel y GUGLIELMETTI Luís (2006), “*Fideicomisos, 2º edición*”, Editorial Aplicación Tributaria, Buenos Aires, 264 páginas.
- VILLEGAS Carlos Gilberto (1996), “*Operaciones Bancarias, tomo II*”, Editorial Rubinzal – Culzoni, Buenos Aires, 800 páginas.

## **PÁGINAS WEB CONSULTADAS**

- <http://merval.com.ar/publicacion/?id=11882> [Noviembre 2014]
- <http://www.mecon.gov.ar> [Febrero 2013]
- <http://www.iamc.sba.com.ar> [Diciembre 2003]
- <http://www.cnv.gov.ar> [Julio 2015]
- <http://www.cafidap.org.ar> [Julio 2015]
- <http://www.bcba.sba.com.ar/BCBA/> [Octubre 2015]

## ANEXO

### Principales modificaciones introducidas por el Nuevo Código Civil y Comercial

El 1 de octubre de 2015, el Congreso de la Nación sancionó la Ley N° 26.994 que aprueba el Código Civil y Comercial de la Nación (el “Nuevo CCyC”). El Nuevo CCyC, que entró en vigencia a partir del 1 de agosto de 2015, introdujo modificaciones relevantes en lo relativo al régimen del fideicomiso.

El contrato de fideicomiso está regulado en el Capítulo 30 del Nuevo CCyC, basado en el texto de la Ley N° 24.441 que actualmente rige en la materia (la “Ley de Fideicomiso”). En relación a dicha ley, se advierten en el texto del Nuevo CCyC cambios que acogen las críticas de la doctrina y jurisprudencia respecto a ciertos problemas de interpretación y aplicación de la figura.

Las principales modificaciones introducidas son las siguientes:

#### *1) El fiduciario puede ser beneficiario*

La Ley de Fideicomiso actualmente vigente guarda silencio sobre la posibilidad de que el fiduciario pueda ser el beneficiario del fideicomiso. Si bien algunos autores interpretan que el artículo 7 de la ley citada, que en lo pertinente establece que *“el contrato no podrá dispensar al fiduciario... de la prohibición de adquirir para sí los bienes fideicomitados”*, es base suficiente para sostener que la condición de beneficiario está vedada para el fiduciario, otros autores siguen una postura más restrictiva, o incluso hacen una distinción según el tipo de fideicomiso.

El último párrafo del artículo 1673 del Nuevo CCyC establece expresamente que el fiduciario puede ser beneficiario, pero que *“en tal caso, debe evitar cualquier conflicto de intereses y obrar privilegiando los de los restantes sujetos intervinientes en el contrato.”* Esta modificación posibilita la incorporación de la figura del fideicomiso de garantía, según se describe en el punto 3).

En relación a la figura del fideicomisario, el artículo 1672 del Nuevo CCyC dispone que el fiduciario no puede ser fideicomisario.

#### *2) Bienes que pueden ser objeto del fideicomiso*

El artículo 1670 del Nuevo CCyC introduce como novedad la posibilidad de que las universalidades de bienes (como por ejemplo, un fondo de comercio) puedan ser objeto del fideicomiso. También, en lo relativo al fideicomiso testamentario, el artículo 2493 del Nuevo CCyC dispone que el testador puede disponer un fideicomiso sobre toda, o una parte indivisa, de la herencia, dejando a salvo los derechos de los herederos forzosos sobre la legítima. Sin perjuicio de ello, el artículo 1670 antes citado prohíbe expresamente el fideicomiso sobre herencias futuras.

Por otro lado, se aclara que los derechos reales de garantía no pueden ser transferidos sin el crédito que aseguran y, por lo tanto, no pueden ser objeto del fideicomiso. En tal sentido, el artículo 2186 del Nuevo CCyC dispone que “...*Los derechos reales de garantía son accesorios del crédito que aseguran, son intransmisibles sin el crédito y se extinguen con el principal, excepto en los supuestos legalmente previstos...*”. De esta manera, ha quedado zanjada la discusión de si era posible transferir fiduciariamente un derecho real de garantía al fiduciario, sin ser éste acreedor, a los efectos de estructurar la figura de un agente de garantía por el cual el fiduciario fuera titular de una prenda o hipoteca en beneficio de los acreedores de una financiación. Queda claro que a partir del texto del artículo 2186 del Nuevo CCyC, ello no es posible.

### 3) *Fideicomiso de garantía*

El Nuevo CCyC introduce como novedad el fideicomiso de garantía, al establecer en el artículo 1680 que si el fideicomiso se constituye con tales fines, el fiduciario puede aplicar las sumas de dinero que ingresan al patrimonio, incluso por cobro judicial o extrajudicial de los créditos o derechos fideicomitados, al pago de los créditos garantizados. Así, el Nuevo CCyC pone fin a cualquier discusión sobre la legalidad del fideicomiso en garantía, que a diferencia del fideicomiso financiero y testamentario, no estaba contemplado en la Ley de Fideicomiso.



### 4) *Obligación de contratar un seguro*

El artículo 1685 del Nuevo CCyC establece que “*sin perjuicio de su responsabilidad, el fiduciario tiene la obligación de contratar un seguro contra la responsabilidad civil que cubra los daños causados por las cosas objeto del fideicomiso*”. Asimismo, dispone que en caso de que no haya contratado seguro o cuando el seguro resulte irrazonable en la cobertura de riesgos o montos, el fiduciario es responsable en los términos del artículo 1757. Por lo tanto, en dicho caso, el fiduciario tiene responsabilidad objetiva, y debe responder por el daño causado por el riesgo o vicio de las cosas.

En general, las modificaciones introducidas en el Nuevo CCyC han sido bien recibidas por la doctrina. La Comisión Redactora optó por mantener la estructura de la Ley de Fideicomisos, señalando que “*el régimen vigente no merece cambios profundos, pues no ha mostrado grandes problemas de interpretación y aplicación, y demostró eficiente en su aplicación*” y que por ello se mantuvo la sistematización y el texto de la normativa vigente, “*sin perjuicio de mejoras en aspectos de redacción que entendemos deben ser realizados, y la modificación de aspectos que la doctrina, aural y judicial, marcan como necesarias...*” Así, se ha señalado que el régimen propuesto no implica una discontinuidad de lo existente, de tal modo que la reforma no debiera generar inseguridad en los operadores de fideicomisos hasta tanto la nueva normativa entre en vigencia.

### Declaración Jurada Resolución 212/99-CD

"El autor de este trabajo declara que fue elaborado sin utilizar ningún otro material que no haya dado a conocer en las referencias, que nunca fue presentado para su evaluación en carreras universitarias y que no transgredí o afecta derecho de terceros"

Apellido y Nombre	Mendoza, N° Registro	Firma
Munafó, Marcelo	25385	
Ribas, Imanol	25.451	
Rodriguez, Agustín	25.459	