

Titulización y fideicomiso financiero

Por Rafael D. Vázquez¹. Publicado en El Derecho, N°13.822, Bs. As., 29/09/2015.

Sumario: I.- Introducción. II.- Titulización. 1.- Concepto. 2.- Ventajas e inconvenientes. III.- Fideicomiso financiero. 1.- Concepto. 2.- Participantes principales y secundarios. 3.- Valores de deuda fiduciaria y certificados de participación. 4.- Mejoras internas y externas. 5.- Autoridad de aplicación. 6.- Oferta pública y cotización. 7.- Fideicomisos financieros para el financiamiento de MiPyMES. IV.- Conclusión.

I.- Introducción

El presente trabajo se propone abordar el tema de la titulización o securitización, en general, y del fideicomiso financiero, en particular, como uno de los vehículos aptos para formalizar este tipo de estructuraciones.

Respecto de la titulización, luego de conceptualizarla, se analizarán sus ventajas e inconvenientes.

En tanto, en relación al fideicomiso financiero, se examinarán sus participantes principales y secundarios, los valores de deuda fiduciaria y certificados de participación, sus mejoras internas y externas, autoridad de aplicación, y la oferta pública y cotización de los valores fiduciarios; también se reflexionará sobre el tratamiento normativo brindado a los fideicomisos financieros para el financiamiento de MiPyMES.

No debe perderse de vista que desde la crisis de 2001 la figura se ha convertido en el más dinámico de los instrumentos del mercado de capitales argentino. Sólo en el año 2014 las emisiones de fideicomisos financieros han sumado \$37.668 M², excluyendo sintéticos³, en 219 colocaciones.

II.- Titulización

1.- Concepto

El tipo de estructura financiera elegida por el emisor determina, entre otros aspectos, los activos que respaldarán la emisión y, por lo tanto, el riesgo a asumir por el inversor. Así,

¹ Abogado (UNC | Cba.); Mag. Der. Empresario (Univ. Austral | Bs. As.).

² Cfr. CNV, Informe mensual del mercado de capitales, Diciembre de 2014.

³ Aquéllos que poseen, como activo subyacente, títulos públicos o privados, préstamos garantizados o de riesgo concentrado en un único deudor.

el respaldo con que cuentan los valores negociables puede estar dado por la totalidad del patrimonio del emisor, emisiones denominadas *on balance sheet*, o por un conjunto específico de activos, emisiones denominadas *off balance sheet*⁴.

En el primer supuesto el instrumento emitido pasa a formar parte del pasivo si es un valor negociable de renta fija⁵, como por ejemplo las obligaciones negociables, o del patrimonio neto del emisor si es de renta variable⁶, como las acciones.

En el segundo, los valores son emitidos por un “vehículo” representado por una figura jurídica creada con el objetivo de separar el riesgo del valor negociable respecto del riesgo de quiebra de la empresa.

Esto se logra mediante la cesión de ciertos activos, que pasan de la empresa originante al vehículo, para su administración en beneficio de los inversores. En Argentina, los vehículos aptos para formalizar este tipo de estructuraciones son los fideicomisos financieros y los fondos comunes de inversión cerrados.

Cuando los valores negociables son emitidos por un fideicomiso financiero reciben los siguientes nombres: valores representativos de deuda fiduciaria si son de renta fija, y certificados de participación si son de renta variable. Si en cambio, el vehículo elegido es un fondo común cerrado, los valores se denominan cuotapartes representativas de deuda o capital⁷.

Con las emisiones *off balance sheet*, desde el punto de vista del tomador de recursos, la empresa alcanza dos objetivos: por un lado, obtiene liquidez a cambio de los activos ilíquidos o flujos de fondos futuros cedidos al fideicomiso (consigue así sustituir en sus estados financieros bienes o derechos de baja liquidez e inmovilizados por otros disponibles y líquidos⁸); y por su parte, deriva a los inversores que compran los valores negociables el riesgo de incobrabilidad implícito en dichos activos ilíquidos o flujos de fondos futuros separados de su balance⁹.

⁴ Cfr. ERPEN, Mónica y FANELLI, José M., *Mercado de capitales*, Temas Grupo Editorial, Bs. As., 2010, 50-51.

⁵ Valores negociables de renta fija: son aquellos que tienen flujos de fondos predeterminados que el inversor conoce al momento de la compra. En las condiciones de emisión se especifica cómo será la devolución del capital y el pago de los intereses estipulados. Los títulos públicos, las obligaciones negociables y los cheques de pago diferido son algunos ejemplos de esta categoría. Cuando un inversor compra un valor negociable de renta fija se convierte en acreedor del emisor.

⁶ Valores negociables de renta variable: son aquellos cuyos flujos de fondos no están predeterminados, es decir, no son conocidos por el inversor al momento de la compra. Esto es así porque dependen del resultado de la actividad a desarrollar por el emisor. El típico ejemplo de esta categoría son las acciones. Un tenedor de un valor negociable de renta variable se transforma en socio o accionista del emisor.

⁷ Cfr. ERPEN y FANELLI, 50-51.

⁸ Cfr. KIPER, Claudio M. y LISOPRAWSKI, Silvio V., *Tratado de fideicomiso*, Lexis Nexis-Depalma, Bs. As., 2003, 568.

⁹ Cfr. ERPEN y FANELLI, 83.

En tanto, desde el punto de vista del inversor, el atractivo finca en la posibilidad de disponer de un producto apreciable en la medida en que sus rendimientos y seguridad sean superiores, o al menos similares, a otras alternativas de inversión. La minimización del riesgo, o su eliminación en términos relativos, es un factor decisivo en el proceso de securitización¹⁰.

Se puede afirmar entonces que la titulización o securitización es el procedimiento por el cual activos ilíquidos, flujos de fondos futuros o proyectos de inversión son convertidos en activos líquidos a través de la emisión de valores negociables representativos de deuda o capital que se colocan en el mercado, en forma pública o privada¹¹.

Desde otro punto de vista, “la securitización es una forma de acelerar el ciclo del flujo de distintos negocios, utilizando como base diversos activos agrupados y creando con ellos estructuras convenientemente aisladas para que aseguren un grado suficiente de garantías a las fuentes de financiamiento, que se alcanzarán mediante la colocación de títulos-valores o participaciones en el flujo de fondos producidos por esos activos subyacentes”¹².

Su incorporación como alternativa o herramienta del mercado de capitales obedece al objetivo de política económica del Estado de reducir el denominado “costo argentino”, en este caso, el costo de acceso al capital o, como lo expresan los fundamentos de la res. 237 CNV, el costo financiero¹³.

Los aspectos esenciales de todo esquema de una estructura de titulización son los siguientes¹⁴: a) transferencia de un conjunto de activos financieros; b) los activos transferidos se “aislan” en un “vehículo especial”; c) se emiten valores negociables; d) por lo general el originante administra los activos; y e) intervienen otros participantes, como el organizador y colocadores, el administrador, depositario y custodio, calificadoras de riesgo y garantes.

La venta real de los activos es una cuestión medular en el proceso de titulización, porque aun cuando se trate de disimular bajo ciertas apariencias, el riesgo latente es que se sospeche y ataque la transmisión afirmando que en sustancia se trata de un préstamo con garantía¹⁵.

¹⁰ Cfr. KIPER y LISOPRAWski, 580.

¹¹ Cfr. VÁSQUEZ, Rafael D., “Temas actuales del fideicomiso financiero”, ED, 23/09/2009.

¹² KIPER y LISOPRAWski, 566.

¹³ Cfr. HIGHTON, Elena I. – MOSSET ITURRASPE, Jorge – PAOLANTONIO, Martín E. – RIVERA, Julio C., *Reformas al derecho privado*, Rubinzal-Culzoni, Santa Fe, 1995, 60.

¹⁴ Cfr. VILLEGAS, Marcelo y KENNY, Mario O., “El fideicomiso financiero y los bancos”, en *Revista de derecho privado y comunitario - 2005-3 - Contratos bancarios*, Rubinzal-Culzoni, Santa Fe, 2006, 242-247.

¹⁵ Cfr. KIPER y LISOPRAWski, 583.

A su vez, cuando se recurre a la securitización, el objetivo es la emisión de valores negociables, los cuales pueden ser colocados de dos formas posibles: por oferta pública o por oferta privada. En la mayoría de los casos, la colocación se hace por oferta pública fundamentalmente por dos motivos: por la posibilidad de captar ahorro del público inversor y de ahorradores institucionales y por los beneficios impositivos que la colocación por esa forma produce¹⁶, beneficios que a partir del año 2008 se han visto reducidos, fundamentalmente con el dictado del dec. 1207/2008.

Esta forma de financiamiento acentúa la tendencia actual de los mercados a la desintermediación. A diferencia del sistema de financiación indirecta del mercado tradicional, el proceso de titulización pone en contacto directo a los tomadores de fondos y a los inversores, menguando así la actuación de los intermediarios con la consecuente disminución del costo final del endeudamiento. Así el negocio bancario se va tornando más una actividad de prestación de servicios, siendo las comisiones en lugar del *spread* la principal fuente de ingresos de las entidades financieras¹⁷.

2.- Ventajas e inconvenientes

i) Ventajas

El procedimiento de titulización o securitización de activos ofrece las siguientes ventajas respecto de otras fuentes de financiamiento, a saber:

a) Para el originante (tomador de fondos):

a.1) Mejora la liquidez: la titulización de los activos posibilita aumentar su liquidez a un titular de activos homogéneos o susceptibles de ser homogeneizados, que no eran endosables o transables en el mercado secundario, transformándolos en valores negociables, libremente transmisibles por endoso o simple entrega, a los que se les abre un mercado secundario amplio mediante la oferta pública o privada de los mismos. Otorga liquidez donde previamente no la había o se producía a costo de quebranto.

a.2) Menor costo de financiamiento: en la titulización una empresa separa determinados activos de los riesgos generalmente asociados a la compañía en su conjunto, y los afecta como garantía respecto de valores negociables, logrando así obtener recursos en los mercados de capitales a un costo menor ya que se adscribe a los valores que se emiten un riesgo crediticio asociado al activo subyacente, independientemente de la calificación del originante y todos sus riesgos inherentes.

a.3) Permite reciclar flujos de recursos financieros: en el caso de bancos y empresas financieras, esto les posibilita hacer disponibles y prestables recursos financieros

¹⁶ Cfr. CAMERINI, Marcelo A., "El fideicomiso civil y el fideicomiso financiero", LL 2007-F, 998.

¹⁷ Cfr. HIGHTON – MOSSET ITURRASPE – PAOLANTONIO – RIVERA, 67-68.

inmovilizados, recreando el ciclo de préstamos. Así se hace más eficiente y rentable la gestión operativa y se minimizan los costos de captación de fondos. La securitización permite en consecuencia mejorar las tasas de rentabilidad sobre el capital invertido, por el hecho de convertir el negocio de intermediación con un *spread* en una fuente de ingresos con menor requerimiento de capital y mayor rotación de activos financieros (uso más eficiente del capital)¹⁸. Además, las entidades financieras, sujetas a exigencias de capital y a otras restricciones en materia crediticia, tienen una oportunidad de sacar de sus balances los créditos que se securitizan, mejorando su situación para cumplir con las regulaciones bancarias¹⁹.

a.4) Mejora la calidad de los créditos: sobre la base de una cartera de créditos de calidad B o C se pueden emitir valores de una calidad mejor debido a la atomización de los riesgos. La clave de ese proceso es la precisa identificación del índice de siniestralidad de la cartera securitizada. Si se determina con acierto ese índice y se lo cubre adecuadamente, el riesgo de los nuevos valores será ínfimo²⁰.

a.5) Elimina el peligro de descalce: la titulización posibilita al originante mejorar su relación de activos y pasivos, permitiéndole calzar el fondeo de dichos activos con el de los fondos obtenidos. Puede reestructurar la distribución de los flujos de fondos producidos por los activos mediante la combinación de los diversos plazos de maduración de los activos reunidos para la securitización²¹.

a.6) Mejora el resultado o *performance* financiera: cuando los activos son transferidos al vehículo con un rendimiento menor al que tiene dicho activo, el originante obtiene una ganancia (*spread*).

a.7) Diversifica las fuentes de financiación: la titulización permite diversificar las fuentes de financiamiento, constituyendo una nueva alternativa.

a.8) Otros beneficios: permite recomprar en el mercado sus propias obligaciones en caso de tener excedentes de caja, lo que les permite mantener su endeudamiento en los niveles estrictamente necesarios; a veces puede tener un beneficio impositivo, acotado con el dictado del dec. 1207/2008.

b) Para los inversores (o ahorristas):

b.1) Reducción del riesgo crediticio: la afectación de una masa de activos, que se aíslan para responder exclusivamente al pago de las rentas y el capital de los valores negociables emitidos, importa una mejor garantía de pago. El valor negociable

¹⁸ Cfr. VILLEGAS y KENNY, “El fideicomiso...”, 247-252.

¹⁹ Cfr. HIGHTON – MOSSET ITURRASPE – PAOLANTONIO – RIVERA, 63-67.

²⁰ Cfr. VILLEGAS y KENNY, “El fideicomiso...”, 247-252.

²¹ Cfr. KIPER y LISOPRAWSKI, 569-570.

tradicional conlleva en su calificación de riesgo la capacidad de repago del emisor, o sea, el riesgo empresa. En cambio, en los valores respaldados por activos sólo se califica el riesgo del valor en sí mismo y los activos que lo respaldan, independientemente de la calidad del originante y del riesgo empresario de éste²². Además la securitización puede incorporar mecanismos complementarios que reducen el riesgo crediticio (*credit enhancement*).

b.2) Mejor retorno en relación al riesgo asumido: la tasa de rendimiento de los valores negociables emitidos vía securitización aprovecha a favor del inversor la reducción del costo de intermediación bancaria, pudiendo obtener un rendimiento de su inversión superior al que obtendría en el sistema financiero tradicional²³. Se le ofrece así al inversor un papel con mejores niveles de rendimiento en comparación con valores de deuda de igual calidad crediticia.

b.3) Es una nueva opción de inversión que le permite al ahorrista ampliar y diversificar su portafolio.

b.4) Simplifica la evaluación del riesgo porque permite elegir según la calificación del valor, con retornos que guardan relación con la calidad de dichos valores y de los activos securitizados.

b.5) Merced a la separación de los activos del originante, se atrae al inversor extranjero al reducirse el riesgo país por medio de técnicas de neutralización.

b.6) Permite hacer líquido el valor respectivo en el mercado secundario, o transmitirlo en pago, o darlo en garantía.

b.7) Permite al pequeño ahorrista el acceso a inversiones sofisticadas o antes vedadas²⁴.

c) Para el mercado de capitales:

Conforme lo señala la doctrina²⁵, la titulización contribuye al desarrollo del mercado de capitales:

c.1) Es una alternativa de financiamiento por medio de la venta de activos inmovilizados.

c.2) Suministra nuevos valores negociables a la oferta pública, posibilitando ampliar y diversificar los portafolios de inversión de los grandes inversores.

c.3) Forja una nueva área de actividades para los operadores tradicionales (agentes de mercado, bancos comerciales y de inversión, compañías aseguradoras, consultoras financieras, etc.).

²² Cfr. *ibid.*

²³ Cfr. HIGHTON – MOSSET ITURRASPE – PAOLANTONIO – RIVERA, 1995, 63-67.

²⁴ Cfr. KIPER y LISOPRAWSKI, 569-570.

²⁵ Cfr. *ibid.*

- c.4) Es un instrumento para provocar la desintermediación financiera y modificar el rol de la banca tradicional.
- c.5) Al securitizar se puede reorganizar el flujo de caja de los activos subyacentes y presentar un instrumento con las características del inversor al cual se quiere llegar.
- c.6) Disminuye los costos de financiamiento –al aislarse el crédito o al establecerse garantías adicionales- permitiendo a las empresas y bancos la obtención de fondos en el mercado de capitales a un costo menor que las demás alternativas tradicionales (v.g. bonos de deuda).
- c.7) La operatoria permite un financiamiento que no afecta la relación deuda-patrimonio y, por ende, no influye en los márgenes y límites de endeudamiento de las empresas. Permite a las empresas sacar de sus balances sus activos y su deuda asociada, mejorando esos balances y los *ratios* financieros. En el caso de entidades financieras con alto grado de inmovilización de sus carteras o largos plazos de amortización readquieren capacidad prestable, sin violar normas del BCRA sobre relación entre capital y endeudamiento.
- c.8) Al ampliar la capacidad de negocios provoca un efecto multiplicador en la economía. Es un importante impulsor del crédito.
- c.9) Suprime el descalce financiero (riesgo liquidez) que generalmente se produce cuando las entidades toman fondos a corto plazo y financian a plazos mayores (asincronía entre activos y pasivos o *gap funding*).
- c.10) Posibilita el *spread* o ganancia por diferencial entre la tasa del crédito y el “precio” de la securitización, cuando se transmiten los activos.
- c.11) Posibilita una mayor atomización del crédito.

ii) Inconvenientes

Como contrapartida, se pueden señalar como riesgos ínsitos en la titulización²⁶, los siguientes:

- a) Riesgo de evicción: consiste en la posibilidad de que dentro de la cartera de créditos cedidos, existan vicios en su formación o instrumentación, o de fraude del transmitente, lo que puede menoscabar los derechos cedidos, ocasionando una pérdida patrimonial para el vehículo que puede afectar el repago de los valores negociables emitidos²⁷.
- b) Riesgo de mora: todo crédito conlleva la posibilidad de que el deudor no cumpla en tiempo y forma con su obligación. Existe la mora transitoria y la definitiva. Resulta

²⁶ Si bien tales riesgos no eclipsan totalmente las ventajas del sistema, al menos ponen una nota de atención acerca de la consideración de la securitización como una alternativa de financiación sin fallas o puntos negativos (cfr. HIGHTON – MOSSET ITURRASPE – PAOLANTONIO – RIVERA, 63-67).

²⁷ Cfr. CAMERINI, “El fideicomiso...”.

fundamental: la determinación del nivel de mora de los créditos, ya que si el mismo es elevado puede dar lugar a la imposibilidad de atender los servicios de los valores emitidos; y el mecanismo de reemplazo (sustitución) cuando el activo entra en mora definitiva y debe pasar a reclamo legal²⁸.

c) Riesgo de performance: este riesgo está íntimamente ligado con lo que se denomina *reevolving*, es decir, la circunstancia de que la cartera de créditos cedidos para garantizar la emisión se renueva varias veces hasta la amortización total de los títulos. Ello obliga al originante a generar nuevos créditos futuros²⁹.

d) Complejidad de las transacciones: la puesta en funcionamiento de un proceso de securitización ocasiona la actuación de un equipo interdisciplinario, lo que importa costos y gastos asociados al desarrollo de la estructura. Además, puede suponer riesgos derivados de la estructura financiera debido a las complejidades propias de las transacciones que importa la titulización de activos; “cuantos más elementos deban funcionar correctamente al mismo tiempo, mayor es la probabilidad de que algo salga mal”³⁰.

e) Marco normativo incierto: aunque ello depende de cada derecho positivo aplicable, aun en los países que cuentan con una regulación legal de la securitización, ella no es completa y no cierra todos los aspectos importantes en la estructuración del proceso³¹.

f) Riesgo de *servicing*: el caso Bonesi obligó al replanteo de este riesgo referido a la gestión de cobro de los créditos titulizados, que aunque no ignorado en doctrina, fue tradicionalmente vinculado a los aspectos operativos y no legales de la estructura. Máxime considerando que la conjunción de los roles de originante y agente de cobro es muy frecuente en la práctica, lo que se explica por razones de eficiencia en el proceso (reducción de costos), en tanto: el originante mantiene la relación jurídica y desea mantener la relación comercial con los –en sentido lato- deudores cedidos; y el cambio de agente de cobro obligaría a una notificación expresa de esa circunstancia, lo que de otro modo se evita normalmente por lo dispuesto por los arts. 70 a 72, ley 24.441³².

III.- Fideicomiso financiero

1.- Concepto

²⁸ Cfr. *ibid.*

²⁹ Cfr. *ibid.*

³⁰ HIGHTON – MOSSET ITURRASPE – PAOLANTONIO – RIVERA, 63-67.

³¹ Cfr. *ibid.*

³² Cfr. PAOLANTONIO, Martín E., “La insolvencia del fiduciante en el fideicomiso financiero”, LL, 29/10/2009.

El fideicomiso financiero³³, como uno de los vehículos de titulización, es aquel contrato en el cual el fiduciario es una entidad financiera o una sociedad especialmente autorizada por el organismo de contralor de los mercados de valores para actuar como tal, siendo los beneficiarios los titulares de valores negociables fiduciarios garantizados con los bienes así transmitidos³⁴. Se erige como una alternativa de financiamiento de la empresa y una opción de inversión en el mercado de capitales.

Por medio de esta figura, una o múltiples empresas agrupan determinados activos ilíquidos caracterizados por reunir condiciones de homogeneidad y los segregan de su patrimonio, transfiriéndolos a un patrimonio de afectación separado³⁵, contra el cual se emiten valores fiduciarios para su colocación en el mercado de capitales. De esta manera obtienen los fondos necesarios para financiarse.

Los bienes fideicomitados son parte del patrimonio de afectación, no confundiendo con el patrimonio de fiduciario ni del fiduciante³⁶.

Dichos activos separados atenderán el servicio financiero de los valores emitidos, constituyendo a su vez la garantía básica del cumplimiento de las obligaciones de pago asumidas, aunque en mejora de las posibilidades de cobro pueden establecerse otras garantías.

El fideicomiso financiero por un lado canaliza activos ilíquidos desde el fiduciante hacia el fiduciario; por el otro canaliza excedentes de ahorro público desde los inversores (beneficiarios) hacia el fiduciario financiero. En la conjugación de ambos movimientos, el circuito se cierra cuando el fiduciante recibe a cambio de sus activos ilíquidos nuevos recursos financieros para aplicar a sus negocios, y los beneficiarios, a cambio de sus excedentes de ahorro, reciben valores fiduciarios. El regulador de esos canales conductores, bidireccionales, es el fiduciario financiero³⁷.

Desde el punto de vista jurídico, el fideicomiso financiero es una especie dentro del género del fideicomiso determinado por las características de que el fiduciario es: a) una

³³ La particularidad que distingue al *trust* anglosajón –uno de los antecedentes de nuestro fideicomiso junto al negocio fiduciario de origen romano- de otras formas jurídicas similares, está dada por el reconocimiento de la existencia de dos categorías distintas del derecho de propiedad, que recaen simultáneamente sobre la misma cosa; el *trustee* es considerado el propietario legal y el beneficiario el propietario en equidad (CARREGAL, Mario A., *El fideicomiso. Regulación jurídica y posibilidades prácticas*, Universidad, Bs. As., 1982, 28).

³⁴ Cfr. KIPER y LISOPRAWski.

³⁵ Los arts. 1666 a 1707, Cód. Civil y Com. tratan a los bienes fideicomitados como patrimonio separado; el fiduciario es propietario, pero de un patrimonio especial separado del resto de los bienes del fiduciario (cfr. MARTORELL, Ernesto E., *Tratado de los contratos de empresa*, Depalma, Bs. As., 2000, t. II, 1010).

³⁶ Cfr. CNCom., Sala C, *Comafi Fiduciario Financiero S.A. c. Textil 56 S.R.L. y otros*, 08/09/2009, Lexis N°1/70056955.

³⁷ Cfr. CAMERINI, Marcelo A., “Reflexiones en torno al caso Fideicomiso Financiero Saturno Hogar X”, ED, 12/11/2010.

entidad financiera o b) una sociedad especialmente autorizada por el organismo de contralor de los mercados de valores, y los beneficiarios son: a) titulares de certificados de participación o b) titulares de títulos representativos de deuda³⁸. A ello se suma la delegación reglamentaria conferida, en el art. 1691 *in fine*, Cód. Civil y Com., a la CNV³⁹.

En el plano patrimonial, el fideicomiso se apoya en dos principios: el de la separación e inmunidad de los bienes, según los arts. 1685 y 1686, Cód. Civil y Com.; y el de la gestión del fiduciario conforme a los arts. 1674 y 1688⁴⁰.

La operación se ha convertido en vehículo ideal para las titulaciones en virtud de su gran versatilidad, sin perjuicio de algunas características legales que lo hacen especialmente apto, entre las que se destacan⁴¹: a) el efectivo “aislamiento” de los riesgos por la constitución de un patrimonio separado; b) el no estar sujeto a la ley de concursos (en caso de insolvencia la ley prevé, para proceder a su reestructuración o liquidación, procedimientos más ágiles y menos onerosos sin intervención judicial); c) la posibilidad de conformación de negocios de inversión colectiva bajo una figura distinta de la sociedad, en un marco normativo menos formal, fundamentalmente contractual y menos imperativo y más adaptable a los distintos tipos de bienes y finalidades a cumplir, y d) en algunos casos, ciertas ventajas impositivas, las que se han visto reducidas con el dictado del dec. 1207/2008.

De lado de la demanda, esta figura tuvo desde sus orígenes un claro beneficio para las empresas originantes: éstas la consideran *off balance sheet* debido a que la titulación es juzgada, a los efectos contables, como una venta de activos y no como un financiamiento o endeudamiento, de tal forma que el originador no registra la transacción como un pasivo en su balance. Ello significa que los activos se transfieren sin recurso, excepto la garantía de evicción respecto de la validez legal de los títulos⁴².

De lado de la oferta, el público inversor asume sólo el riesgo de incobrabilidad de la cartera y no le es oponible el propio de las demás partes del contrato, fundamentalmente los que involucran al fiduciante y al fiduciario (art. 1686, Cód. Civil y Com.). Además, ese riesgo es acotado por la ingeniería legal y financiera de los valores fiduciarios,

³⁸ Cfr. Juzg. de 1ª Inst. Civil, Com. y Minas N°11 de Mendoza, *Atuel Fideicomiso S. A. c. Morales, Vicente R.*, 28/02/1999, LL Gran Cuyo, 2000-255.

³⁹ Cfr. LISOPRAWski, Silvio V. y MARTORELL, Ernesto E., “El fideicomiso financiero -a la argentina- ante el ‘chubasco’ nacional e internacional (validez del famoso cuento ‘El rey desnudo’)”, ED, 27/05/2009.

⁴⁰ HAYZUS, Jorge R., “El patrimonio fideicomitado. En procura de esclarecimiento”, ED, 15/08/2001.

⁴¹ Cfr. MÉNDEZ, Agustina M. y MÉNDEZ, Héctor O., “La crisis económica global y el fideicomiso argentino”, ED, 21 y 22/05/2009.

⁴² Cfr. MÉNDEZ y MÉNDEZ.

mediante calificación, emisión de series subordinadas, garantías, tasa de incobrabilidad descontada, etcétera⁴³.

Según los bienes fideicomitidos y el objeto del fideicomiso, se pueden enumerar varios tipos de fideicomisos que se han emitido en el mercado local. La importancia relativa de cada sector en el total de emisiones se va modificando con el tiempo de acuerdo al auge de las distintas esferas en la actividad económica.

Entre los fideicomisos emitidos hasta la actualidad se pueden contar los siguientes: hipotecarios, inmobiliarios de construcción, de consumo, de tarjetas de crédito, agrícolas y forestales, comerciales, de exportación para grandes empresas y para PyMES, estructurados de bonos públicos, obligaciones negociables, cheques de pago diferido y otros.

2.- Participantes principales y secundarios

En todo fideicomiso financiero existen tres partes principales: el originante y cedente – que pueden o no coincidir en una misma persona-, el fiduciario y los inversores. Sin embargo, otros participantes cumplen un relevante papel cuando existe una estructura más compleja. Estos participantes secundarios son: el organizador y colocadores, el administrador, el depositario y custodio, las calificadoras de riesgo, los garantes, el agente de control y revisión, y los asesores legales y financieros⁴⁴.

a) Fiduciante: es aquella persona física o jurídica titular de los activos que se transmiten en fideicomiso, y quien instruye al fiduciario acerca del encargo que éste deberá cumplir. La reglamentación de la CNV no deja duda acerca de la posibilidad de que haya multiplicidad de fiduciantes⁴⁵.

En general cumple este rol en el fideicomiso financiero una entidad que procura obtener liquidez mediante la titulización de sus activos. A tal efecto suscribe con el fiduciario financiero el respectivo contrato de fideicomiso y transmite a éste último la propiedad

⁴³ Cfr. MEDINA, Hugo R., “Acerca del conflicto sobre el interés protegido en el marco de la tutela cautelar en un concurso de acreedores. Comentario sobre las resoluciones de segunda instancia en el caso ‘Bonesi’”, ED, 28/06/2010.

⁴⁴ Cfr. VILLEGAS y KENNY, “El fideicomiso...”, 245-247; Kiper y Lisoprawski clasifican a los participantes en el proceso de titulización, según la necesidad de su intervención, “en primarios o necesarios, y en secundarios o contingentes. Los segundos pueden no aparecer en la estructura del negocio de titulización, dependiendo ello del tipo o complejidad de la operación. Son considerados necesarios: el originador, el vehículo, el tomador-colocador de los títulos-valores y el inversor. Son contingentes o secundarios: el administrador de la cartera, el depositario de los instrumentos transmitidos, la calificadora de riesgo, el garante y los proveedores de fondos” (KIPER y LISOPRAWSKI, 575).

⁴⁵ Cfr. FERNÁNDEZ, Raymundo L. – GÓMEZ LEO, Osvaldo R., *Tratado teórico práctico de derecho comercial*, Lexis Nexis – Depalma, 2004, Lexis N°1612/003433.

de esos activos para conformar el patrimonio separado, a cambio de una parte o la totalidad de los fondos que obtenga en la colocación primaria de valores fiduciarios emitidos por el fiduciario o garantizados con los bienes de otro fideicomiso financiero. Según el negocio de que se trate, el fiduciante puede recibir esos títulos en lugar de los fondos⁴⁶.

Puede el fiduciante ser a la vez el beneficiario o el fideicomisario. Asimismo, amén de ser quien crea los activos (v.g. préstamos) que van a ser afectados a la securitización, usualmente los atiende⁴⁷.

El fiduciante puede exigir rendiciones de cuentas al fiduciario y accionar ante su incumplimiento; puede también reclamar la transmisión de los bienes y designar fideicomisarios sustitutos.

b) Fiduciario: es quien asume la propiedad fiduciaria y la obligación de darle el destino previsto en el contrato. En caso de incumplimiento de sus deberes, puede ser removido. El fiduciario debe ser una entidad financiera o una sociedad autorizada por el organismo de contralor de los mercados de valores para este rol contractual⁴⁸.

El *trustee* es el intermediario entre el *servicer* y los inversores, y entre el *credit enhancer* y éstos últimos. Su responsabilidad incluye la compra de los activos del originante en beneficio del *trust* y la emisión de los valores fiduciarios para los inversores. Por otra parte, transfiere a éstos los fondos provenientes de los activos fideicomitidos⁴⁹.

El art. 2, Cap. IV del Tít. V, Normas CNV (N.T.2013) –en adelante, Normas⁵⁰, establece que no pueden constituirse –en ninguna forma- fideicomisos por acto unilateral, entendiéndose por tales aquéllos en los que coincidan las personas del fiduciante y del fiduciario, ni pueden reunirse en un único sujeto las condiciones de fiduciario y beneficiario. Deben encontrarse claramente diferenciadas las posiciones del

⁴⁶ Cfr. LISOPRAWski y MARTORELL, “El fideicomiso financiero...”.

⁴⁷ Cfr. HIGHTON – MOSSET ITURRASPE – PAOLANTONIO – RIVERA, 74-75.

⁴⁸ Fernández y Gómez Leo, respecto de la posibilidad de designar cofiduciarios, han dicho: “...de la normativa surge claramente que sólo una persona puede ser investida en este carácter [fiduciario]. Esto es un acierto en lo que se refiere a la claridad de la reglamentación, ya que la res. 271/1995 se contradecía al exponer en su art. 12 que la solicitud de la oferta pública podía ser realizada por el o los fiduciarios. Salvado expresamente este punto, no caben dudas de la imposibilidad de constituir un fideicomiso con cofiduciarios. Esto no impide que se los disponga para actuar uno después del otro cuando el primero cese en su cargo” (FERNÁNDEZ – GÓMEZ LEO).

⁴⁹ Cfr. HIGHTON – MOSSET ITURRASPE – PAOLANTONIO – RIVERA, 74-75.

⁵⁰ Dice Camerini: “La CNV, después de muchos años, dictó la resolución general 530, por la cual cerró el tema del fideicomiso financiero unilateral (en el que coinciden en una misma persona fiduciante y fiduciario), prohibiendo también que se reúnan en un mismo sujeto las condiciones de fiduciario y beneficiario” (CAMERINI, Marcelo A., “Sugerencias para una mejora en la regulación de los fideicomisos financieros”, S.J.A. 05/11/2008 – J.A. 2008-IV-1024).

fiduciario y del fiduciante como partes esenciales del contrato, respecto de la que pueda corresponder a los beneficiarios.

c) Beneficiario: es aquella persona física o jurídica en cuyo beneficio se administran los bienes fideicomitidos, es decir, el titular de los valores negociables fiduciaros garantizados con los activos transmitidos.

Es un sujeto distinto al fideicomisario, pues el beneficiario es el que recibe los frutos del fideicomiso o le son repartidos bienes, durante la vigencia del contrato⁵¹. Se puede designar más de un beneficiario.

Los beneficiarios no son técnicamente “partes”, sino terceros que pueden o no aceptar la estipulación que en el contrato de fideicomiso se hace a su favor (art. 1562, Cód. Civil y Com.). Cuando aceptan, en el mismo acto de celebración del contrato o con posterioridad, integran el contrato y asumen a su respecto los derechos y obligaciones establecidos en el mismo para el aceptante⁵².

Puede o no existir al tiempo del otorgamiento del contrato, en cuyo caso se deben detallar los datos que permitan individualizarlos en el futuro. La ley no autoriza la indeterminación absoluta, sino que requiere la posibilidad de identificar al beneficiario inicialmente anónimo. En el fideicomiso financiero basta identificarlo como el inversor que adquirirá los valores fiduciaros⁵³, lo que dependerá del resultado de la colocación de los mismos⁵⁴.

d) Fideicomisario: es quien se queda con la propiedad de los bienes fideicomitidos al vencimiento del fideicomiso, no durante su vigencia. En la mayoría de los casos los fideicomisarios son los beneficiarios del fideicomiso. Tiene derechos y obligaciones semejantes a las de éstos.

Puede cumplir tal rol contractual la persona del fiduciante, no así el fiduciario⁵⁵.

e) El organizador y colocadores: el rol de organizador y colocador es desempeñado generalmente por un banco de inversión (*investment bank*), o por agentes de colocación, que colaboran con el originante en la estructuración de la transacción y en la formación del sindicato que participa en la colocación de los valores fiduciaros a emitirse⁵⁶.

El organizador asesora al titulante en la estructuración de la operación, fundamentalmente en los aspectos financieros y del mercado de capitales, y en la elección del fiduciario –si no es el mismo organizador-, abogados, auditores, asesores impositivos y demás entidades o profesionales que deban participar.

⁵¹ Cfr. FERNÁNDEZ – GÓMEZ LEO.

⁵² Cfr. LISOPRAWski y MARTORELL, “El fideicomiso financiero...”.

⁵³ Cfr. FERNÁNDEZ – GÓMEZ LEO.

⁵⁴ Cfr. LÓPEZ DE ZAVALÍA, Fernando J., *Teoría de los contratos*, Zavalía, Bs. As., 2003, t. 5, 820.

⁵⁵ Cfr. FERNÁNDEZ – GÓMEZ LEO.

⁵⁶ Cfr. VILLEGAS y KENNY, “El fideicomiso...”, 245-247.

Los arts. 112 y 119, ley 26.831, incluyen a los organizadores, en tanto partícipes en una emisión o colocación de valores negociables, como responsables por la difusión de información errónea o equívoca relativa a los valores ofrecidos y sus emisores. El mismo ordenamiento, en su art. 120, los responsabiliza por la revisión diligente de la información proporcionada en el prospecto. Tales responsabilidades existen no sólo respecto de los inversores, sino también frente a la CNV como sujetos a los que se pueden aplicar las sanciones establecidas en el art. 132, ley 26.831⁵⁷.

Por su parte, la función del colocador de los valores fiduciarios resulta trascendental en la estructura del negocio. De él depende parte del éxito de la operación, dado su carácter de vendedor del producto.

Para formalizar el proceso, la emisora y la entidad colocadora firman un convenio de colocación que puede adoptar las siguientes características⁵⁸:

-Colocación en firme (*underwriting*): el colocador suscribe la totalidad de la emisión para su ulterior venta entre los inversores. La emisora se asegura así la colocación del total de los valores con prescindencia de las condiciones de mercado.

-Mejor esfuerzo (*best efforts*): la entidad colocadora se compromete sólo a realizar el mejor esfuerzo de venta entre los posibles inversores.

-Mejor esfuerzo con suscripción del remanente (*underwriting stand by*): el colocador se compromete a realizar el mejor esfuerzo de venta y, adicionalmente, a suscribir el remanente que no sea colocado entre los inversores.

Los costos de tales servicios financieros dependen del grado de compromiso que asume la entidad colocadora.

Además el proceso de colocación requiere determinar el método de adjudicación de los valores negociables entre los potenciales inversores. El mismo debe asegurar transparencia, información plena, igualdad de condiciones y trato entre los inversores, y respetar el acceso a pequeños inversores.

Con el objetivo de darle a la colocación primaria mayor visibilidad aprovechando las posibilidades que brinda la infraestructura informática disponible actualmente en el mercado, y los desarrollos que se producirán con el avance de la tecnología en materia comunicacional, que interactuará con el mayor uso de esas herramientas, la reglamentación de la CNV prescribe que la colocación primaria de valores fiduciarios con oferta pública debe efectuarse mediante subasta o licitación pública abierta llevada a cabo a través de un sistema informático presentado por un Mercado –bajo su responsabilidad- ante la Comisión para su previa aprobación (art. 27, Cap. V del Tít. II, Normas).

⁵⁷ Cfr. *idem*, 281.

⁵⁸ Cfr. ERPEN y FANELLI, 86.

La licitación pública puede ser, a elección del emisor, ciega (de “ofertas selladas”, en las que ningún participante –incluidos los colocadores- tienen acceso a las ofertas presentadas hasta después de finalizado el período de subasta) o abierta (de ofertas conocidas a medida que van ingresando por intermedio del mismo sistema de licitación) (art. 4, inc. d, Cap. IV del Tít. VI, Normas).

Vencido el plazo de subasta o licitación pública, no pueden modificarse las ofertas ingresadas ni pueden introducirse nuevas.

f) El administrador: generalmente es el originante, quien con base en un acuerdo de administración y por una comisión como contraprestación, se encarga de la tarea de continuar con la gestión de los activos transferidos, operando como agente de cobro del producido de los mismos. Así el originante mantiene una fuente de ingresos respecto de los activos transferidos obteniendo un beneficio adicional en la transacción⁵⁹.

Debe cobrar los créditos y en su caso accionar para percibir aquéllos impagos. Debe además proveer al fiduciario, al fiduciante y al beneficiario la información atinente a su gestión, con las modalidades que se hubieran pactado⁶⁰.

g) Agentes de calificación de riesgos (*rating agency*): son sociedades profesionales e independientes o universidades públicas que determinan el riesgo de repago (*credit risk*) de los valores negociables a emitirse, permitiendo que los mismos ingresen al mercado con una calificación profesional, lo cual resulta indispensable cuando los valores se emiten en el ámbito de la oferta pública o cuando los inversores o destinatarios finales de los valores son inversores institucionales que sólo pueden invertir en papeles de una determinada calidad⁶¹.

Cumplen la significativa función de permitir al inversor sortear el estudio detallado de los sofisticados instrumentos financieros utilizados en los mercados. Su rol, de especial trascendencia en la titulización, apunta a dos aspectos principales: la calidad de los activos afectados a la securitización y el carácter de *bankruptcy remote* del emisor⁶².

Mientras que en una emisión de deuda las agencias especializadas califican la capacidad de repago del emisor, en una estructura de securitización con respaldo en activos, la calificación se centra en la calidad de los mismos, en su capacidad para generar en tiempo los recursos necesarios para satisfacer el compromiso asumido con los inversores, así como en las fuentes alternativas o garantías adicionales que realcen la

⁵⁹ Cfr. VILLEGAS y KENNY, “El fideicomiso...”, 245-247.

⁶⁰ Cfr. HIGHTON – MOSSET ITURRASPE – PAOLANTONIO – RIVERA, 74-75.

⁶¹ Cfr. VILLEGAS y KENNY, “El fideicomiso...”, 245-247.

⁶² Cfr. HIGHTON – MOSSET ITURRASPE – PAOLANTONIO – RIVERA, 74-75.

capacidad de pago. Las calificadoras de riesgo abordan el análisis desde tres perspectivas: a) riesgo crediticio; b) flujos de caja; y c) seguridad jurídica⁶³.

Además, no sólo califican a los valores negociables sino también al fiduciario financiero⁶⁴.

En el proceso de calificación los agentes deben adoptar, aplicar y hacer cumplir medidas adecuadas para velar por que las calificaciones de riesgo que emitan se basen en un análisis completo de toda la información disponible y que sea pertinente para su análisis con arreglo a sus manuales de procedimientos. Deben adoptar cuantas medidas resulten necesarias para que la información que utilicen a efectos de la asignación de una calificación de riesgo sea de suficiente calidad y provenga de fuentes fiables (art. 39, Cap. I del Tít. IX, Normas).

En el caso de valores negociables, la calificación obtenida deberá ser publicada en la AIF y en los sitios *web* de los agentes de calificación de riesgos (art. 61, Cap. I del Tít. IX, Normas).

h) Depositario y custodio: es el custodio de los instrumentos que representan o respaldan los activos transferidos y que son mantenidos bajo su cuidado y guarda, hasta la finalización y pago de los valores fiduciarios emitidos.

La delegación de la ejecución de la función de custodia no puede ser realizada en el fiduciante, a menos que se desempeñe como tal una entidad financiera autorizada a actuar como tal en los términos de la ley 21.526, y observándose en ese caso las demás previsiones que contiene el art. 21, Cap. IV del Tít. V, Normas, es decir, destacando en el prospecto los riesgos que pueden derivar de la custodia de la documentación por parte del fiduciante, y describiendo en forma detallada las medidas adoptadas a los fines de asegurar la individualización de la documentación correspondiente al fideicomiso y el ejercicio por el fiduciario de los derechos inherentes al dominio fiduciario.

i) Garante (*credit enhancer*): de existir, es otra entidad financiera o un fondo especializado (v.g. sociedades de garantía recíproca), cuya función es cubrir el riesgo de los activos titulizados, de modo que se permita reducir el riesgo de crédito de la emisión, mejorando así la calificación.

Además, el propio originante puede otorgar algún tipo de garantía implícita, ya sea mediante una sobrecolateralización de la transacción (transfiriendo una cantidad de activos inicialmente mayor a la necesaria para cubrir el repago de los valores a emitir), o bien mediante la emisión de una clase subordinadas de valores fiduciarios que sólo tiene

⁶³ Cfr. KIPER y LISOPRAWSKI, 595.

⁶⁴ Cfr. ERPEN y FANELLI, 67.

derecho a recibir fondos una vez que se hayan cancelado los valores suscriptos por los inversores⁶⁵.

j) Agente de control y revisión: los fideicomisos generalmente prevén, con cargo del patrimonio fideicomitado, la designación de este agente (se suelen desempeñar como tales las principales empresas contables y de auditoría), a fin de controlar y supervisar las funciones del administrador. El agente de control y revisión elabora, en primer lugar, un informe de *due dilligence* respecto de la cartera que formará parte del activo fideicomitado. Ya durante la vigencia del fideicomiso, se encarga de controlar el desempeño del *servicer* en la administración de la cartera conforme a lo establecido en el contrato de administración correspondiente⁶⁶.

3.- Valores de deuda fiduciaria y certificados de participación

Los valores negociables emitidos a partir de un contrato de fideicomiso financiero, según representen un activo de renta fija o de renta variable, se denominan valores representativos de deuda (o valores representativos de deuda fiduciaria) y certificados de participación, respectivamente⁶⁷.

Dichos valores se garantizan con los activos subyacentes (v.g. hipotecas, prendas, pagarés, cupones de tarjetas de crédito, etc.), y su flujo de fondos asociado⁶⁸.

Los valores de deuda fiduciaria otorgan un derecho al reintegro del valor nominal y, en su caso, al pago de un interés determinado en las condiciones de emisión. La renta podrá fijarse en base a una tasa fija o flotante.

En tanto, los certificados de participación otorgan un derecho a participar en forma total o parcial del patrimonio fideicomitado, luego de restados todos los gastos deducibles y toda otra afectación que se efectúen conforme a los términos del contrato, en la proporción de su participación en conjunto con los demás certificados⁶⁹.

El art. 1694, Cód. Civil y Com., permite la emisión en series y la división en clases de valores fiduciarios. Asimismo dispone que dentro de cada clase se deben otorgar los mismos derechos.

En general, las diferentes clases se distinguen entre sí por el grado de prelación en el cobro al que dan derecho (lo que se denomina técnicamente subordinación), y son identificadas con distintas letras. Así, un valor representativo de deuda fiduciaria Clase

⁶⁵ Cfr. VILLEGAS y KENNY, “El fideicomiso...”, 245-247.

⁶⁶ Cfr. *idem*, 277.

⁶⁷ Cfr. ERPEN y FANELLI, 67.

⁶⁸ Cfr. LISOPRAWSKI y MARTORELL, “El fideicomiso financiero...”.

⁶⁹ Cfr. KENNY, Mario O. - MALUMIÁN, Nicolás - FOSSATI, Gastón, “La oferta pública de valores fiduciarios y el artículo 18 de la ley 17.811”, ED, 22/04/2003.

A o ‘*Senior*’ tiene prioridad en el cobro respecto del tenedor de un valor Clase B o ‘Subordinado’. Las distintas clases suelen tener diferente calificación de riesgo crediticio, tasa de cupón y plazo de emisión, entre otras características⁷⁰.

Cabe destacar que la norma no contiene la restricción que el art. 2, ley 23.576, impone a la facultad de emitir obligaciones negociables en serie, esto es, la prohibición de emitir nuevas series de la misma clase mientras las anteriores no estén completamente suscriptas⁷¹.

Los valores fiduciarios, por previsión expresa del art. 1691, Cód. Civil y Com., son considerados valores negociables y pueden ser objeto de oferta pública. La disposición no excluye la colocación privada (*private placement*) de los mismos⁷².

La doble posibilidad resulta atinada, ya que si bien es cierto que el régimen de oferta pública produce beneficios, también lo es que requiere el cumplimiento de mayores exigencias informativas y de transparencia, las cuales irrogan un costo que puede ser evitado si la emisión se hace por oferta privada⁷³.

En ambos casos queda sujeto a la reglamentación de la CNV (art. 1691, Cód. Civil y Com.)⁷⁴.

Los valores fiduciarios pueden ser cartulares o escriturales. Mientras que los primeros se documentan por escrito en láminas individuales o certificados globales, los segundos lo hacen por las constancias en un registro. Por imperio de la ley 24.587 y su decreto reglamentario 259/1996, deben ser nominativos, no endosables. Si llevan cupones, éstos pueden ser al portador. Sin adoptar el régimen escritural, el emisor del título fiduciario puede emitir certificados globales de los valores fiduciarios, para su inscripción en regímenes de depósito colectivo. A tal fin se consideran definitivos, negociables y divisibles (art. 1693, Cód. Civil y Com.)⁷⁵.

Así se potencia la versatilidad de la negociación de los títulos a través de un sistema más simplificado y veloz de transferencia mediante asientos en los agentes de depósito colectivo⁷⁶, que recibe el depósito de esos certificados globales, atribuyendo a los

⁷⁰ Cfr. ERPEN y FANELLI, 68-69.

⁷¹ Cfr. LISOPRAWski, Silvio V. y KIPER, Claudio M., *Fideicomiso. Dominio fiduciario. Securitización*, Depalma, Bs. As., 1995, 442; MARTORELL, 1116; FERNÁNDEZ – GÓMEZ LEO.

⁷² Cfr. LISOPRAWski y KIPER, *Fideicomiso...*, 436.

⁷³ Cfr. CAMERINI, “El fideicomiso...”.

⁷⁴ Cfr. FAVIER DUBOIS (H.), Eduardo M., “Fideicomiso financiero, flujo de fondos y concurso preventivo. El caso ‘Bonesi’: conclusiones provisorias y temas abiertos”, en http://www.favierduboisspagnolo.com/trabajos_doctrina/web11.fideicomiso_financiero.pdf (acceso el 17/V/2010).

⁷⁵ Cfr. LISOPRAWski y MARTORELL, “El fideicomiso financiero...”.

⁷⁶ Cfr. MARTORELL, 1115-1116.

inversores los valores representados por ese certificado, mediante acreditación en las subcuentas respectivas del depósito colectivo⁷⁷.

Por otra parte se prevé la preparación de un prospecto como antecedente necesario de la colocación de los certificados de participación, aunque la norma es aplicable a los valores representativos de deuda.

No obstante la generalidad de la enunciación, el prospecto sólo es esencial cuando se pretende la oferta pública de la emisión (cfr. 15, Cap. IV del Tít. V, Normas).

De todas maneras, aun en las emisiones privadas se suele preparar un documento informativo de características similares a la de un prospecto⁷⁸.

Conforme a la normativa de la CNV, los prospectos y las emisiones de los valores fiduciarios deben contener una expresa declaración respecto del alcance de la responsabilidad de los fiduciarios, y cuando así también corresponda, la de los emisores. Cuando los valores representativos de deuda o los certificados de participación sean emitidos en forma cartular corresponderá transcribir en el reverso de ellos una síntesis de los términos y las condiciones del fideicomiso, y cuando fueren emitidos en forma escritural habrá que transcribir esa síntesis en los contratos de suscripción. Además se deberá entregar al inversor, si éste lo solicitare, un ejemplar del prospecto de emisión⁷⁹.

Además se hace extensivo a los valores negociables, en el ámbito del fideicomiso financiero, el régimen de calificación de riesgo⁸⁰.

En el Tít. IX, Normas, se establece que, en el proceso de calificación, los agentes deben adoptar, aplicar y hacer cumplir medidas adecuadas para velar por que las calificaciones de riesgo que emitan se basen en un análisis completo de toda la información disponible y que sea pertinente para su análisis con arreglo a sus manuales de procedimientos. Deben adoptar cuantas medidas resulten necesarias para que la información que utilicen a efectos de la asignación de una calificación de riesgo sea de suficiente calidad y provenga de fuentes fiables (art. 39, Cap. I del Tít. IX, Normas).

La calificación de valores negociables debe basarse en metodologías de calificación que sean rigurosas, sistemáticas y, en la medida de lo posible, que den como resultado calificaciones que puedan someterse a cierta forma de validez objetiva basada en la experiencia histórica.

Los agentes de calificación de riesgos deberán revisar en forma continua y permanente las calificaciones de riesgos que hayan emitido, distribuyendo adecuada y equilibradamente los informes durante el período de vigencia del riesgo calificado,

⁷⁷ Cfr. LISOPRAWski y MARTORELL, "El fideicomiso financiero...".

⁷⁸ Cfr. HIGHTON – MOSSET ITURRASPE – PAOLANTONIO – RIVERA, 96.

⁷⁹ Cfr. FERNÁNDEZ – GÓMEZ LEO.

⁸⁰ Cfr. KIPER y LISOPRAWski, 659.

debiendo efectuar como mínimo 4 informes por año. Tales revisiones se llevarán a cabo especialmente cuando se produzcan cambios sustanciales que puedan afectar a una calificación de riesgo (art. 47, Cap. I del Tít. IX, Normas).

En el caso de valores negociables, la calificación obtenida deberá ser publicada en la AIF y en los sitios *web* de los agentes de calificación de riesgos (art. 61, Cap. I del Tít. IX, Normas).

Finalmente se destaca que es de aplicación la doctrina del art. 1820, Cód. Civil y Com., sobre la amplia libertad para la creación de valores negociables en el ámbito de la oferta pública, interpretación ya elaborada en función del art. 744, Cód. de Com. derogado y el art. 40, ley 23.697, siempre que su tipo, denominación y condiciones no se confundan con el tipo, denominación y condiciones de valores previstos en la legislación vigente⁸¹.

Valores de deuda fiduciaria

Los valores representativos de deuda fiduciaria poseen las características propias de un instrumento de renta fija, y por lo tanto confieren al inversor el derecho al cobro de los pagos periódicos de renta y amortización que realice el fiduciario conforme a las condiciones de emisión⁸². Dicho derecho se encuentra garantizado con el activo fideicomitido.

Los valores de deuda fiduciaria deben registrarse como pasivo fiduciario⁸³.

En este tipo de instrumento, en el respectivo prospecto de emisión, se informa el flujo de fondos (denominado “flujo teórico o proyectado”) que el fiduciario espera recibir durante la vigencia del contrato de fideicomiso, el cual puede diferir al efectivamente ingresado. Esto último puede ocurrir cuando los activos fideicomitados son préstamos, que pueden ser precancelados, acelerando el cobro y acortando el flujo de fondos teórico⁸⁴.

La reglamentación de la CNV establece que los valores representativos de deuda garantizados por los bienes fideicomitados podrán ser emitidos por el fiduciante, el fiduciario o un tercero (art. 29, Cap. IV del Tít. V, Normas).

Ahora bien, cuando los valores representativos de deuda fueren emitidos por el fiduciario, los bienes de éste no responderán por las obligaciones contraídas en la ejecución del fideicomiso, las que sólo serán satisfechas con los bienes fideicomitados.

En este caso, los valores representativos de deuda deberán contener la siguiente leyenda: “Los bienes del fiduciario no responderán por las obligaciones contraídas en la

⁸¹ Cfr. MARTORELL, 1112.

⁸² Cfr. ERPEN y FANELLI, 68.

⁸³ Cfr. FERNÁNDEZ – GÓMEZ LEO.

⁸⁴ Cfr. ERPEN y FANELLI, 68.

ejecución del fideicomiso. Estas obligaciones serán satisfechas exclusivamente con los bienes fideicomitidos, conforme lo dispone el artículo 16 de la Ley N°24.441 (*rectius*: art. 1687, Cód. Civil y Com.)⁸⁵ (art. 30, Cap. IV del Tít. V, Normas).

Cuando los valores representativos de deuda fueran emitidos por el fiduciante o por un tercero, las obligaciones contraídas en la ejecución del fideicomiso podrán ser satisfechas, según lo establecido en las condiciones y términos de emisión e informado en el prospecto respectivo:

a) Con la garantía especial constituida con los bienes fideicomitidos sin perjuicio que el emisor se obligue a responder con su patrimonio o

b) Con los bienes fideicomitidos exclusivamente. En este supuesto, la leyenda prevista deberá ser la siguiente: “Los bienes del fiduciario y del emisor no responderán por las obligaciones contraídas en la ejecución del fideicomiso. Estas obligaciones serán exclusivamente satisfechas con los bienes fideicomitidos” (art. 31, Cap. IV del Tít. V, Normas).

Finalmente corresponde señalar que resulta aplicable en forma subsidiaria, respecto de los valores de deuda fiduciaria, la ley 23.576 de obligaciones negociables, en atención a su misma naturaleza de papeles de comercio⁸⁶.

Certificados de participación

Los certificados de participación poseen las características propias de un instrumento de renta variable, y por lo tanto se los puede asimilar a una acción, ya que su tenedor goza del derecho a cobrar los fondos remanentes del fideicomiso una vez cancelados los servicios de los valores de deuda fiduciaria y los gastos del fideicomiso⁸⁷.

De la mecánica del fideicomiso y de la emisión misma, el tenedor de los certificados de participación resulta fideicomisario en dicho fideicomiso⁸⁸.

Los certificados de participación deben registrarse como patrimonio neto fiduciario; su valuación (en principio) resulta de aplicar la proporción de la respectiva tenencia de certificados al patrimonio neto fiduciario. En ningún caso dicha valuación deberá exceder su valor recuperable⁸⁹.

⁸⁵ “El problema radica en que no se establece ninguna consecuencia si no lo hace. Y teniendo en cuenta la entidad que tiene para los terceros de buena fe la notificación cierta, podrían plantearse inconvenientes. En realidad, sólo cabría una acción por negligencia o similar, ya que el art. 16, Ley de Fomento a la Vivienda, 24.441, expresamente establece que el fiduciario no responde con sus bienes personales en la situación descrita anteriormente” (FERNÁNDEZ – GÓMEZ LEO).

⁸⁶ Cfr. LORENZETTI, Ricardo L., *Tratado de los contratos*, Rubinzal-Culzoni, Santa Fe, 2000, 347; LÓPEZ DE ZAVALÍA, *Teoría...*, 825; KIPER y, 659.

⁸⁷ Cfr. ERPEN y FANELLI, 68-69.

⁸⁸ Cfr. FERNÁNDEZ – GÓMEZ LEO.

⁸⁹ Cfr. *ibid.*

Los certificados de participación deben ser emitidos por el fiduciario financiero⁹⁰ y pueden adoptar cualquier forma, incluida la escritural, conforme lo dispuesto en los arts. 8 y concordantes, ley 23.576, y en las Normas (art. 34, Cap. IV del Tít. V, Normas).

Deben contener la leyenda: “Los bienes del fiduciario no responderán por las obligaciones contraídas en la ejecución del fideicomiso. Estas obligaciones serán exclusivamente satisfechas con los bienes fideicomitidos, conforme lo dispone el artículo 16 de la Ley N°24.441 (*rectius*: art. 1687, Cód. Civil y Com.)”.

Los certificados de participación deben ser ofrecidos al público en general; la naturaleza y alcances de la información deben adaptarse al perfil subjetivo de todos los destinatarios de la oferta y como elemento complementario, en todos los casos, los certificados de participación deben contar con, por lo menos, una calificación de riesgo, cuyo dictamen debe ser suficiente y adecuadamente glosado en el prospecto y/o suplemento informativos.

Finalmente aquí resulta aplicable en forma subsidiaria la ley 24.083 de fondos comunes de inversión, en lo relativo a las cuotapartes representativas de capital⁹¹.

4.- Mejoras internas y externas

Para reducir el riesgo crediticio de los valores fiduciarios (valores de deuda fiduciaria y certificados de participación) a emitirse, se puede recurrir a distintas técnicas de realce, potenciación o mejora del crédito (*credit enhancement*). Por ellas se añade garantías adicionales a los activos fideicomitidos, con la finalidad esencial de mejorar la calificación de riesgo de la emisión, y con ello, el precio y las posibilidades de colocación.

Tales mejoras pueden ser internas o externas a la transacción entre el originante y el fiduciario. En el caso de las técnicas internas, las garantías están incorporadas a la estructura; en las externas, en tanto, las mismas provienen de terceros ajenos a la misma.

Mejoras internas

La magnitud de las distintas técnicas internas debe guardar relación con el porcentaje de siniestralidad de los activos, de modo que tal operación pueda ser considerada “fuera de balance” para el originante, lo que no ocurrirá si tales garantías por parte del originante

⁹⁰ “La ley decide que el fiduciario, y decide bien, porque estos certificados serán títulos abstractos garantizados con el patrimonio separado y el fiduciario es el titular de ese patrimonio” (LÓPEZ DE ZAVALÍA, *Teoría...*, 829).

⁹¹ Cfr. LORENZETTI, 346.

exceden dicho porcentaje, permitiendo presumir que no se está en presencia de una “venta” de la cartera⁹².

Las mejoras internas pueden vincularse directamente con el activo subyacente o con la estructura.

a) Entre las vinculadas con el activo subyacente se pueden mencionar:

a.1) Sobregarantía u *over collateralisation* o sobrecolateralización de la cartera: esta técnica se relaciona con la valuación del activo subyacente y consiste en la relación existente entre el valor de mercado del activo y su valor de incorporación al fideicomiso. Los créditos fideicomitados exceden la cuantía de los valores a emitir, de modo que el exceso cubra en primer término los siniestros o irregularidades del flujo de fondos, funcionando esa sobrecolateralización como un “aforo”.

a.2) Sustitución de activos: se prevé un mecanismo de sustitución para los créditos que en el curso del proceso de repago de los valores varíen de categoría, en la medida en que aumenta el riesgo de incobrabilidad⁹³.

a.3) También el activo subyacente puede tener garantías sobre su existencia o su valor de liquidación, como puede ser la cobertura de un seguro (incendio, destrucción total, seguro de vida).

b) En cuanto a los realces internos que hacen a la estructura, los mismos derivan de la asignación de los fondos cuyo flujo resulta comprometido al pago, y que es generado por los activos fideicomitados. Entre éstos se pueden mencionar:

b.1) Emisión de valores de diferente rango: es por la asignación antedicha que los títulos pueden ser principales (*senior*) o subordinados (*junior*). Los principales serán los que reciban en primer término los recursos generados por el patrimonio fideicomitado, quedando los subordinados totalmente postergados hasta la total cancelación de los primeros o habilitados para recibir pagos una vez satisfecho un determinado porcentaje del crédito de los principales, o en el caso de existir reservas suficientes que cubran el pago de cuotas futuras⁹⁴. Los valores *senior* o preferenciales se colocan entre inversores que no desean correr riesgos, por lo que perciben rendimientos menores. Los valores subordinados a los primeros, en tanto, se colocan entre inversores que, a cambio de una compensación mayor, asumen el riesgo de no cobrar. Generalmente el originante adquiere los valores subordinados.

b.2) Exceso de flujo de caja o *spread account*: la operación de securitización tiene previsto un margen diferencial o excedente entre el rendimiento generado por los

⁹² Cfr. PAOLANTONIO, “La insolvencia...”.

⁹³ Cfr. KIPER y LISOPRAWski, 593-595.

⁹⁴ Cfr. PINTOS, Ma. Teresa, “Fideicomiso financiero según ley 24.441”, *Revista de derecho privado y comunitario - 2001-3 - Fideicomiso*, Rubinzal-Culzoni, Santa Fe, 2002, 98-99.

activos fideicomitidos y la tasa de interés pagada al inversor. Con dicho exceso se constituye un fondo de garantía⁹⁵.

Cabe resaltar que hoy la casi totalidad de las emisiones utilizan mecanismos de mejora crediticia (*credit enhancement*) internos, como la sobrecolateralización o subordinación de deuda.

Mejoras externas

Los mecanismos de mejora externa a la estructura consisten en garantías otorgadas o provenientes de la obligación asumida por terceros. Son raramente utilizados en la práctica, ya que resultan comparativamente costosos y quitan así atractivo financiero para los participantes, tanto los originantes como los potenciales inversores⁹⁶.

Entre estas técnicas se pueden mencionar: pólizas de seguros (que pueden cubrir el riesgo total de cobro de los valores emitidos o restringirse a un monto determinado o proporcional), *letters of credit* o cartas de crédito (líneas de crédito disponibles para solucionar problemas de iliquidez durante el repago a los inversores), *surety bonds* o bonos de caución, fondos de SGR, avales de terceros (v.g. limitada a una primera pérdida por un porcentaje del valor total de los activos), garantías a primera demanda de una entidad internacional de primera línea, garantías de terceros, etc.

5.- Autoridad de aplicación

Uno de los principios con vigencia en el ámbito del derecho del mercado de capitales es el de adaptación reglamentaria, que es primariamente una consecuencia de la imperatividad de una gran parte de sus normas, del contenido necesariamente casuístico de muchos aspectos de la regulación legal y de la rápida evolución de las circunstancias del mercado con su vinculación a las medidas de política económica. Todos esos factores hacen que, contrariamente a lo que suele ocurrir en el derecho privado, aquí sea forzoso recurrir a normas reglamentarias, las cuales han de tener, por supuesto, el apoyo en disposiciones con rango formal de ley⁹⁷.

Es habitual en esta materia que la legislación de fondo o sustancial establezca principios y soluciones básicas, difiriéndose el dictado de normas de aplicación a la reglamentación de la autoridad de control del mercado⁹⁸.

⁹⁵ Cfr. KIPER y LISOPRAWSKI, 593-595.

⁹⁶ Cfr. PAOLANTONIO, “La insolvencia...”.

⁹⁷ Cfr. HIGHTON – MOSSET ITURRASPE – PAOLANTONIO – RIVERA, 92.

⁹⁸ Cfr. PAOLANTONIO, Martín E., “El conflicto de intereses entre los beneficiarios del fideicomiso: pautas de interpretación de la resolución general 530 de la CNV”, ponencia en *Primer congreso argentino sobre mercado de capitales*, Bs. As., 2008.

Así pues, respecto de los fideicomisos financieros la autoridad de aplicación resulta la CNV (art. 1691, Cód. Civil y Com., y arts. 19 y 20, ley 26.831).

La CNV puede en consecuencia establecer pautas de ordenamiento para el mejor funcionamiento de los fideicomisos financieros, vía las reglamentaciones que considere pertinentes.

Sin embargo esta facultad tiene un límite, que consiste en que la reglamentación que dicte nunca puede exceder las disposiciones contenidas por la ley⁹⁹.

En efecto, la actividad reglamentaria de la CNV debe circunscribirse al ejercicio de aquellas facultades que le son expresamente conferidas por la ley sin exceder sus límites, los cuales resultan de la ley 26.831 (el control de legalidad en materia de oferta pública de valores negociables) y de los arts. 1666 a 1707, Cód. Civil y Com. (la CNV sólo puede reglamentar el contrato de fideicomiso, en lo referido a los fideicomisos financieros)¹⁰⁰.

La normativa reglamentaria de la CNV, salvo algún comentario crítico, mejoró la regulación con el objetivo de fortalecer la seguridad del instituto. La CNV capitalizó las experiencias vividas desde al año 1995, de modo que “ahora nos encontramos con una normativa rica respecto de la protección del inversor y ejemplar en su categoría. Por lo demás, las normas son claras y lo suficientemente abarcativas como para continuar con el desarrollo de la titulización de activos”¹⁰¹.

Ahora bien, respecto de los fiduciarios financieros que sean entidades financieras –que por imperio de la ley tienen *per se* la facultad de actuar como tales-, coexisten como autoridades de control, la CNV y también el BCRA. Por supuesto que la coordinación de la reglamentación que sobre el particular dicten las referidas entidades públicas es fundamental para el funcionamiento del fideicomiso financiero¹⁰².

En lo que al BCRA respecta, en la práctica interviene en el ejercicio de la actividad fiduciaria sólo en el establecimiento de un régimen de autorización de constitución de aquellos fideicomisos financieros en cuyos activos se encuentren carteras de créditos originados por entidades financieras, condiciones para la autorización de realizar ciertas operaciones especiales, regímenes informativos, de previsionamiento de certificados de participación, entre otros aspectos¹⁰³.

6.- Oferta pública y cotización

⁹⁹ Cfr. CAMERINI, “El fideicomiso...”.

¹⁰⁰ Cfr. GIOVENCO, Arturo C., “La delegación de funciones en el fideicomiso financiero. Límites, condiciones y deberes de control”, LL, 04/08/2009.

¹⁰¹ KIPER y LISOPRAWSKI, 657.

¹⁰² Cfr. *idem*, 648.

¹⁰³ Cfr. *ibid*.

Una de las funciones principales del fiduciario, también compartida con el organizador, es la de llevar adelante las gestiones tendientes a obtener las autorizaciones de oferta pública y cotización. La admisión al régimen de oferta pública es concedida por la CNV, organismo de control del mercado de capitales y autoridad de aplicación respecto de los fideicomisos financieros, en tanto que la autorización de cotización es conferida por el mercado que se elija para que coticen los valores fiduciarios a emitir.

Cabe destacar que la autorización de la oferta pública interesa al emisor para la captación del ahorro público. En tanto, el inversor procura, además del control de la legalidad de las emisiones, que haya liquidez suficiente en el mercado para poder comercializar los valores negociables en el momento en que lo desee, y no tener que aguardar al cumplimiento de las condiciones de emisión. En definitiva son los mercados de valores quienes le brindan liquidez a los activos que en ellos se cotizan¹⁰⁴. La cotización puede existir o no, en cuyo caso sólo se privará de liquidez al valor negociable de que se trate.

La relación entre los emisores y los mercados de valores es de carácter privado, y se rige por las disposiciones que éstos establecen como exigencias de información a cumplir por los emisores, siendo ajena la intervención del Estado que queda reservada para la oferta pública y, en su caso, para el control de los mercados de valores como tales. Es decir que el sistema de oferta pública y cotización de valores negociables es un doble régimen tuitivo, en donde el emisor queda sometido, por propia voluntad, a brindar información al Estado y al privado¹⁰⁵.

Oferta pública ante la CNV

Las Normas de la CNV establecen una serie de requisitos a cumplir por la emisora, necesarios para estudiar las bases del negocio de inversión que constituirá el objeto de la oferta y la capacidad de aquélla para cumplir apropiadamente con los deberes que le impone el régimen de la oferta pública.

Así el organismo ejerce el control de legalidad –que descarta examen de oportunidad o conveniencia–, poniendo atención en la capacidad de la empresa para suministrar toda la información relevante que debe llegar a los inversores para la toma de decisiones de inversión. Esa información –en la titulización, relativa a las características de los activos a titular, las funciones asignadas al originante, al fiduciario y, eventualmente al

¹⁰⁴ Cfr. CAMERINI, “Reflexiones...”.

¹⁰⁵ Cfr. *ibid.*

administrador y demás participantes en la operatoria, y las condiciones de emisión en los valores fiduciarios- debe ser completa, precisa y veraz¹⁰⁶.

La incumbencia de la CNV en materia de autorización de oferta pública comprende sólo a los valores negociables privados –es decir aquéllos cuya emisión no resulta de normas de derecho público-, ejerciendo sobre los mismos, y sus emisores, el control de legalidad¹⁰⁷.

Una vez presentada la solicitud de oferta pública, se da inicio al expediente administrativo respectivo. La Gerencia de Productos de Inversión Colectiva¹⁰⁸ (y la correspondiente subgerencia de Fideicomisos Financieros) es la encargada de llevar adelante la tramitación, formulando observaciones en caso de existir, solicitando información y aclaraciones adicionales, etc., a través de las vistas correspondientes. Finalmente el Directorio del organismo es quien otorga la autorización definitiva, a menos que se trate de la emisión de nuevas series constituidas bajo un programa previamente aprobado por el Directorio, en cuyo caso la autorización es conferida por la Gerencia de Productos de Inversión Colectiva.

Desde que se solicita la oferta pública hasta que se concede la autorización transcurre un plazo que será mayor o menor, dependiendo de si se trata de la emisión de una nueva serie dentro de un programa ya conocido y aprobado por la CNV o si se trata de un nuevo programa y serie¹⁰⁹.

En el proceso de colocación primaria de los valores fiduciarios, se debe publicar el prospecto en su versión definitiva por un plazo mínimo de cuatro días hábiles con anterioridad a la fecha de inicio de la subasta o licitación pública, informando tipo de

¹⁰⁶ Cfr. VILLEGAS y KENNY, “El fideicomiso...”, 286-289.

¹⁰⁷ Existe la posibilidad legal de que un ente público –v.g. un banco estatal- emita valores negociables cuyo producido sea utilizado en un negocio privado sin finalidad pública alguna, o la situación exactamente inversa, que un fiduciario privado emita valores cuyo producido se destine al financiamiento del Estado. La CNV ha considerado que, de ser el emisor un ente público autárquico, no resulta competente en la autorización de los valores fiduciarios, al estar encuadrada la situación en el art. 83, ley 26.831. Sería deseable, no obstante, que la citada norma sea interpretada en línea con su finalidad y se incluya en su órbita sólo a la oferta pública de valores –cualquiera fuere su naturaleza- cuya emisión sea consecuencia de la aplicación de normas del derecho administrativo y cuyo producido se aplique al financiamiento del Estado o de sus actividades de derecho público, comprendiendo en ese término lato a los estados nacional y provincial, municipalidades, o entes autárquicos que no cumplan actividades empresarias, sin importar si su emisor es una entidad pública o privada. De otro modo, se impide el control de legalidad por parte de la entidad estatal especializada respecto de valores fiduciarios que, si bien son emitidos por una entidad pública, son colocados en el mercado persiguiendo un interés privado, y para financiar a particulares (cfr. KENNY - MALUMIÁN - FOSSATI).

¹⁰⁸ Fondos comunes de inversión, fideicomisos financieros y otros vehículos del mercado de capitales que, a criterio de la CNV, posean características semejantes que ameriten su sometimiento a la competencia del organismo.

¹⁰⁹ Cfr. VILLEGAS y KENNY, “El fideicomiso...”, 286-289.

instrumento, monto o cantidad ofertada indicando si se trata de un importe fijo o rango con un mínimo y máximo, unidad mínima de negociación del instrumento, precio, moneda, tasa de interés, plazo, amortización, forma de negociación, comisión de negociación primaria, fecha y horario de inicio de la subasta o licitación, límites de recepción de ofertas, fecha y horario de liquidación (art. 4, Cap. IV del Tít. VI, Normas).

Se deben definir las variables, que pueden incluir: precio, tasa de interés, rendimiento u otra variable fija y determinada, detallando las reglas de prorrateo si las ofertas excedieran el monto licitado; y por competencia de precio, tasa de interés, rendimiento u otra variable, y la forma de prorrateo de las ofertas al valor de corte, si fuera necesario. Para este último supuesto se debe implementar un tramo no competitivo cuya adjudicación no puede superar el 50% del total adjudicado, salvo que se trate de valores fiduciarios a ser adquiridos por inversores calificados conforme art. 4, Cap. VI del Tít. II, Normas.

La licitación pública puede ser, a elección del emisor, ciega (de “ofertas selladas”) o abierta (de ofertas conocidas a medida que van ingresando por intermedio del mismo sistema de licitación).

Vencido el plazo de subasta o licitación pública, no pueden modificarse las ofertas ingresadas ni pueden introducirse nuevas.

La autorización de oferta pública admite dos variantes de emisión de valores fiduciarios, pudiendo ser requerida para una determinada emisión de dichos valores, o bien solicitarse para un programa global, para la emisión de esos valores, hasta un monto máximo.

Esta última alternativa aporta tiene como objetivo simplificar el camino para obtener la autorización de oferta pública de las emisiones, reduciendo los tiempos, costos y actividad administrativa involucrados.

En efecto, la autorización se solicita por un monto total global que puede colocarse en forma fraccionada, bajo la forma de series o tramos, dentro de un plazo de cinco años desde obtenida la aprobación del programa. De este modo, el prospecto completo con toda la información relevante se presenta una única vez, al momento de solicitar el programa global. Con respecto a las autorizaciones de las series, sólo requieren de un prospecto suplementario en el que se describan las características de cada tramo en particular y se actualice la información contable¹¹⁰. Además se debe incluir toda otra información, hecho o acto relevante ocurrido con posterioridad a la aprobación del último prospecto o suplemento respectivo, según fuere el caso.

¹¹⁰ Cfr. ERPEN y FANELLI, 84-85.

Esta alternativa también permite a la empresa decidir eficientemente, en función de sus necesidades de financiamiento y el contexto de mercado, cuál es el momento más apropiado para la colocación de los valores: al tener el programa global aprobado, la serie es autorizada por la CNV en un plazo que no puede exceder de los cinco días desde la presentación de la solicitud (cláusula decimoprimer, “Convenio para la tramitación simultánea de solicitudes de oferta pública y cotización de títulos valores”), evitándose así demoras que podrían perjudicar el éxito de la colocación. Además, las características de los distintos tramos pueden ser diferentes para adaptarse a las condiciones de mercado (v.g. plazo, tasa, etc.). En todos los casos el programa puede ser utilizado o no en su totalidad¹¹¹.

Prospecto de oferta pública

La autorización de oferta pública implica la aprobación y difusión de un prospecto relativo a la emisión de que se trate. Así, al presentarse ante la CNV la solicitud de oferta pública de valores fiduciarios, se debe acompañar –entre los documentos y demás recaudos previstos en el art. 21, Cap. IV del Tít. V, Normas- un prospecto de emisión que reúna la información requerida para el otorgamiento de la autorización respectiva, el cual es sometido al control de legalidad que realiza el organismo.

El prospecto es un documento que produce el emisor, aunque también puede incluir declaraciones provenientes de otras personas, como el organizador, el agente colocador, auditores, asesores impositivos, abogados, etc., quienes se responsabilizan de toda la información que ellos proporcionen en los términos del art. 119, ley 26.831.

Este documento resulta fundamental para el análisis de riesgo que efectúan los inversores o sus asesores de inversión. Por lo tanto, la empresa debe suministrar toda la información que permita la evaluación de los valores negociables ofrecidos.

Las principales cuestiones que se incluye en el prospecto de emisión, de conformidad a lo establecido por el art. 21, Cap. IV del Tít. V, Normas, son:

- a) Portada: 1. Denominación del fideicomiso financiero referenciando el programa, serie y/o emisión individual, según corresponda. 2. Identificación de los principales participantes. 3. Monto de emisión e identificación de los valores negociables fiduciarios a ser emitidos. 4. Leyenda contenida en el art. 7, Cap. IX del Tít. II, Normas. 5. Fecha de autorización definitiva de la emisión.
- b) Advertencias.
- c) Consideraciones de riesgo para la inversión.

¹¹¹ Cfr. *ibid.*

d) En los casos en que la custodia del activo fideicomitado sea ejercida por el fiduciante en el caso de entidades financieras autorizadas a actuar como tales en los términos de la ley 21.526 y modificatorias, se deberá destacar en el prospecto y/o suplemento de prospecto los riesgos que pueden derivar de la custodia de la documentación por parte del fiduciante, describiendo las medidas adoptadas a los fines de asegurar la individualización de la documentación correspondiente al fideicomiso y el ejercicio por el fiduciario de los derechos inherentes al dominio fiduciario.

e) Resumen de términos y condiciones: 1. Programa. 2. Serie. 3. Monto de emisión. 4. Denominación social del fiduciario. 5. Denominación del fiduciante. 6. Identificación del emisor. 7. Identificación del fideicomisario. 8. Identificación de otros participantes (organizador, agente de administración, cobro y/o recaudación, custodia, agente de retención, desarrollistas, entidades intermedias, agente de control y revisión, asesores legales y/o impositivo, agentes de colocación, etc.). 9. Relaciones económicas y jurídicas entre fiduciario financiero y fiduciante y entre éstos y los sujetos que cumplan funciones vinculadas a la administración. 10. Bienes Fideicomitados. 11. Valores representativos de deuda y/o certificados de participación: i. Valor Nominal. ii. Clase y tipo. iii. Renta y forma de cálculo. iv. Servicios de renta y amortización. v. Período de devengamiento. vi. Fecha de pago. vii. Precio de suscripción. viii. En caso de corresponder, forma de integración. ix. Proporción o medida de participación que representan los valores negociables fiduciarios. 12. Fecha de corte. 13. Forma en que están representados los valores negociables fiduciarios. 14. Denominación mínima y unidad mínima de negociación. 15. Fecha de liquidación. 16. Fecha de emisión. 17. Fecha de vencimiento del fideicomiso. 18. Fecha de cierre de ejercicio. 19. Destino de los fondos provenientes de la colocación. 20. Ámbito de negociación. 21. Calificación de riesgo, indicando denominación social del agente de calificación de riesgo, fecha de informe de calificación, notas asignadas a los valores negociables fiduciarios y su significado. 22. Datos de las resoluciones sociales y/o autorizaciones vinculadas a la emisión. 23. Normativa aplicable para la suscripción e integración de los valores negociables fiduciarios con fondos provenientes del exterior. 24. Normativa sobre encubrimiento y lavado de activos de origen delictivo aplicable a los Fideicomisos Financieros. A los efectos del cumplimiento de los apartados e.23 y e.24 resulta suficiente la identificación de la normativa aplicable a la materia y la remisión a la página web de consulta de la misma. No obstante ello, se deberá informar sobre el cumplimiento de los sujetos obligados en materia de normativa de lavado de dinero.

f) Descripción del fiduciario: Denominación social, domicilio, datos de la inscripción, respectivas autorizaciones si se trata de una entidad financiera, miembros de sus órganos de administración y fiscalización y gerentes de primera línea, estados

financieros de los tres últimos ejercicios anuales, historia y desarrollo, descripción de la actividad, relaciones económicas y jurídicas entre fiduciario financiero y fiduciante.

g) Descripción del fiduciante: Denominación social, domicilio, datos de la inscripción, respectivas autorizaciones si se trata de una entidad financiera, miembros de sus órganos de administración y fiscalización y gerentes de primera línea, estados financieros de los tres últimos ejercicios anuales, evolución de la cartera de créditos, flujo de efectivo por los últimos seis meses, número de empleados, indicación de las series emitidas y vigentes con detalle del saldo remanente de valores fiduciarios en circulación, historia y desarrollo, descripción de la actividad.

h) Descripción de otros participantes. Descripción del organizador, agente de control y revisión y del o los subcontratantes designados para la ejecución de las funciones de administración, cobro, custodia: 1. Denominación social, CUIT, domicilio y teléfono, fax y dirección de correo electrónico. 2. Datos de la respectiva inscripción en el Registro Público de Comercio u otra autoridad de contralor que corresponda. 3. En caso de tratarse de entidades financieras, detalle de las respectivas autorizaciones. 4. Nómina de los miembros de sus órganos de administración y fiscalización. 5. Breve descripción de la actividad principal.

i) Declaraciones del fiduciario: 1. Que ha verificado que el/los subcontratante/s cuentan con capacidad de gestión y organización administrativa propia y adecuada para prestar el respectivo servicio y que no existen hechos relevantes que puedan afectar el normal cumplimiento de las funciones delegadas. 2. Sobre la existencia de hechos relevantes que afecten y/o pudieran afectar en el futuro la integridad de la estructura fiduciaria, y el normal desarrollo de sus funciones. 3. Que su situación económica, financiera y patrimonial le permite cumplir las funciones por él asumidas bajo el Contrato de Fideicomiso. 4. En caso de corresponder, sobre la existencia de atrasos y/o incumplimientos respecto de la cobranza del activo fideicomitado, así como también respecto de la rendición de la cobranza del activo fideicomitado de las series anteriores. 5. En caso de que la transferencia de los activos fideicomitados haya sido efectuada total o parcialmente con anterioridad a la autorización de oferta pública, que la misma ha sido perfeccionada en legal forma. 6. En caso de haber suscripto algún convenio de *underwriting* con motivo de la emisión, informar si se emitieron valores fiduciarios provisorios. 7. De corresponder, que todos los contratos suscriptos vinculados a los bienes fideicomitados se encuentran debidamente perfeccionados, vigentes y válidos.

j) Descripción de haber del fideicomiso. Deberán detallarse los activos que constituyen el haber del fideicomiso y/o el plan de inversión correspondiente.

k) La leyenda aplicable de acuerdo a lo dispuesto para el caso de los valores representativos de deuda y/o certificados de participación, según corresponda.

l) Cronograma de pagos de servicios de interés y capital de los valores representativos de deuda y/o certificados de participación, indicando el nivel de mora, incobrabilidad, gastos, impuestos y demás variables ponderadas para su elaboración.

m) Régimen de comisiones y gastos imputables.

n) El prospecto y/o suplemento de prospecto deberá contener una descripción gráfica, adecuada y suficiente sobre el funcionamiento del fideicomiso que posibilite a cualquier interesado tener una visión clara y completa del funcionamiento del correspondiente negocio, con especial atención al aporte de fondos efectuado por los inversores, a la contraprestación que deban recibir los mismos y a la exhaustiva descripción del activo subyacente. Cuando los flujos dependan de la ocurrencia de ciertos eventos deberán incorporarse ejemplos de los flujos de fondos contemplando si ocurriesen esos eventos o no. El prospecto deberá contener una consideración razonable de los aspectos ambientales involucrados en el correspondiente negocio, o una indicación de por qué estos aspectos no son pertinentes en su caso.

o) En caso que la estructura fiduciaria contemple actividades que se consideren riesgosas para el medio ambiente se deberá incluir información sobre los aspectos ambientales involucrados y las medidas adoptadas para la prevención del daño ambiental.

p) Descripción del procedimiento de colocación de los valores negociables fiduciarios que deberán contener entre otras, la siguiente información: 1) precio de suscripción y forma de integración; 2) período de colocación, 3) datos de los agentes de colocación.

q) Tratamiento impositivo aplicable.

r) Transcripción del contrato de fideicomiso.

En el caso de programas globales para la emisión de valores fiduciarios, se debe presentar un prospecto global conteniendo una descripción de las características generales de los bienes que pueden ser afectados al repago de cada serie de valores que se emitan bajo el marco de dicho programa. A su vez cada serie debe contener un suplemento¹¹², en el que se debe indicar los activos que en particular responden a esa serie¹¹³.

Los prospectos y suplementos deben, antes de la colocación de los respectivos valores, ser impresos en un número suficiente de ejemplares para cubrir la demanda de los posibles interesados, y publicarse en la AIF y en los sistemas de información de los Mercados en que vayan a negociar (art. 3, Cap. IX del Tít. II, Normas).

¹¹² Cfr. KIPER y LISOPRAWSKI, 668-669.

¹¹³ Cfr. PAYÁ (H.), Fernando H., *Régimen de jubilaciones y pensiones*, Lexis Nexis – Abeledo-Perrot, 2008, Lexis N°2515/006800.

Cabe subrayar que conforme lo estipulan los arts. 8 y 9, Cap. IX del Tít. II, Normas, una vez presentada la solicitud de oferta pública y previamente a la autorización respectiva, la emisora puede distribuir un prospecto preliminar, que no requiere ser aprobado por la CNV, y en cuya portada se debe consignar tal carácter, que la información suministrada no puede ser considerada definitiva, y que su distribución no constituye una oferta de venta ni invitación a formular ofertas de compra. También puede convocar en forma personalizada a reuniones informativa¹¹⁴.

Ahora bien, aprobado el prospecto definitivo, el prospecto preliminar debe ser sustituido por el prospecto definitivo y el fiduciario debe remitir un ejemplar a cada uno de los asistentes a las reuniones informativas. El fiduciario y los colocadores deben en su caso asegurar la difusión del prospecto definitivo en idénticas condiciones a la otorgada respecto del prospecto preliminar¹¹⁵.

Cotización ante el Mercado de Valores de Buenos Aires

Conforme lo dispone el Reglamento de Listado del Mercado de Valores de Buenos Aires, la solicitud de listado de valores fiduciarios debe ser formulada por el emisor. A tal fin debe presentar la documentación y cumplir con los recaudos exigidos por la CNV y además la siguiente:

a) Denominación del fiduciario, domicilio social y sede de su administración, datos de su inscripción registral y de su inscripción como fiduciario financiero en el registro pertinente de la CNV; b) Acreditación de la decisión de constituir el fideicomiso y solicitar el listado de los valores fiduciarios; c) Salvo que se tratare de un fideicomiso de dinero, denominación del fiduciante, su domicilio social y sede de su administración, datos de su inscripción registral y acreditación de la decisión de constituir el fideicomiso; d) Si el fiduciante garantizara en forma total o parcial la cobranza, últimos estados contables; e) Copia del contrato de fideicomiso, y de los restantes contratos vinculados al mismo y a la emisión; f) El prospecto exigido por la CNV; g) Facsímiles y numeración de las láminas individuales; o modelo del certificado global; o bien descripción del sistema de registro escritural y, si se lleva en forma computarizada, la constancia de la aprobación por la autoridad de control; y h) Oportunamente, acreditación de la cesión o transferencia de los activos al fideicomiso, y firma de los contratos correspondientes.

Los fideicomisos financieros deberán sujetarse a los siguientes requisitos:

a) Asignar la denominación de “valores de deuda fiduciaria” o similar a las clases de valores fiduciarios cuyas condiciones de emisión prevean el pago de servicios en

¹¹⁴ Cfr. VILLEGAS y KENNY, “El fideicomiso...”, 286-289.

¹¹⁵ Cfr. *ibid.*

concepto de una renta periódica predeterminada y de amortización de su valor nominal, con preferencia a una o más clases de certificados de participación que den derecho a participar del remanente de los bienes fideicomitidos o su producido; b) Los bienes fideicomitidos deben estar determinados con claridad e individualizados con precisión. Si ello no resultara posible a la fecha de celebración del contrato de fideicomiso, en el mismo constará la descripción de los requisitos y características que deben reunir tales bienes; y c) Cuando los valores fiduciarios se emitieran como contrapartida del patrimonio fideicomitado que tuviera como única o principal fuente de pago un flujo de fondos originado en uno o más créditos, éstos deberán integrar efectivamente el patrimonio fideicomitado.

No serán admitidos al régimen de listado de los valores fiduciarios los certificados de participación en cuyas condiciones de emisión se previera la posibilidad de rescate anticipado, si éste pudiera ser resuelto en situaciones no susceptibles de determinación objetiva; ni los valores fiduciarios emitidos en fideicomisos financieros cuyos patrimonios fideicomitados estén integrados exclusivamente -o en parte relevante- por uno o más créditos, aun cuando estén garantizados, de los que sea deudora la empresa que se financia directa o indirectamente con recursos del mercado de capitales a través de esos fideicomisos.

El mercado podrá considerar su autorización cuando se trate de una emisión de valores fiduciarios que reúna las características precedentemente descritas y ésta constituya el único medio para que una entidad que no se halle en condiciones de emitir obligaciones negociables que califiquen como tales en los términos de la ley 23.576, obtenga financiación en el mercado de capitales.

En ese supuesto, como en cualquier otro cuando el patrimonio del fondo esté integrado por créditos correspondientes a un conjunto reducido de deudores, podrá requerirse el cumplimiento de un régimen de información similar al exigido respecto de las emisiones de obligaciones negociables.

Se podrá solicitar la aprobación de un programa de emisión de valores fiduciarios, conforme a lo establecido sobre el particular en las Normas de la CNV.

Autorizada la oferta pública, los fiduciarios deben remitir al mercado un ejemplar del prospecto de oferta pública del programa y/o del fideicomiso para su difusión.

Los fiduciarios de los valores autorizados deben remitir al mercado para su difusión, la información contable relativa a los fideicomisos determinada por la CNV y aquella que determine el mercado en la respectiva autorización de listado.

7.- Fideicomisos financieros para el financiamiento de MiPyMES

La CNV ha reglamentado en los arts. 43 y 44, Secc. XVII, Cap. IV del Tit. V, Normas, la constitución de programas globales y emisiones individuales de fideicomisos financieros para el financiamiento de micro, pequeñas y medianas empresas (MiPyMES) –en los términos del art. 1, ley 25.300 y complementarias-, a fin de favorecer su fortalecimiento competitivo.

Con ese propósito se establece que:

-Los suscriptores iniciales de los valores fiduciarios asumirán la condición de fiduciantes.

-El patrimonio fideicomitado, inicialmente, estará constituido por los desembolsos efectuados por los nombrados.

-Los aportes efectuados por los fiduciantes serán destinados a la adquisición de valores emitidos por MiPyMES.

-Los valores fiduciarios sólo podrán ser adquiridos por inversores calificados comprendidos en las categorías enunciadas en el art. 4, Cap. VI del Tít. II, Normas, y deberán cotizar o negociarse en mercados.

-El plazo de amortización de los valores fiduciarios de cada serie no será inferior a dos años.

-Resultan de aplicación las demás disposiciones del Cap. VI del Tít. II, Normas.

-En su caso, deberá acompañarse calificaciones de riesgo de los valores negociables fiduciarios producidas de acuerdo con metodologías específicas que, entre otras cuestiones, evalúen “el desempeño, la solidez y el riesgo crediticio de las pequeñas y medianas empresas” (art. 8, ley 24.467).

IV.- Conclusión

La titulización, en general, y el fideicomiso financiero, en particular, han cobrado vital importancia en el desarrollo del mercado de capitales argentino.

Merced a las virtudes que exhibe, el fideicomiso financiero se ha constituido en la principal herramienta de financiamiento y ahorro en la plaza.

Del lado de la oferta, la herramienta se ha convertido en la más utilizada para financiarse a través del mercado de capitales, permitiendo así el ingreso al mercado de capitales de una gran cantidad de empresas (sobre todo medianas y pequeñas) y una importante diversidad de activos titulizados.

El instrumento posibilitó que compañías de industrias tales como los servicios, construcción, electrónica, agropecuaria, alimenticia, refuercen las ventas de sus productos o servicios a través de financiarlas a tasas de mercado más o menos predecibles. Para ello han tenido que ajustarse a los requisitos de la oferta pública, tanto

en lo normativo como en los usos y costumbres del mercado, logrando homologar sus procesos y dar a conocer sus negocios.

Al mismo tiempo ha financiado de manera indirecta principalmente a los sectores menos bancarizados de la economía.

Por el lado de la demanda, el fideicomiso financiero se posicionó al frente en el apetito del inversor, en virtud de su bajo riesgo y rentabilidades razonables.

Este vehículo se ha convertido en una importante alternativa de inversión gracias a su comportamiento durante la crisis y por el bajo nivel de *default* que ha mantenido a lo largo del tiempo.

Por todo ello, se ha constituido en una importante fuente de monetización de activos e inversión que permite el desarrollo de nuevos negocios y, como consecuencia de este crecimiento, la posibilidad de mayores ingresos fiscales.

Adviértase que el mercado de capitales promueve la economía formal y permite mayores controles sobre los distintos sujetos, por lo cual en todos los mercados existen beneficios para que las compañías (principalmente medianas y pequeñas) ingresen al mercado de capitales, obteniéndose finalmente mejoras para la economía en su conjunto.

Al respecto se destaca que las PyMES cumplen un significativo rol en la economía argentina, generando fuentes de trabajo, valor agregado, producción nacional tanto de productos y servicios, como de manufacturas. Son un eslabón esencial para el crecimiento de la economía nacional por su efecto multiplicador.