



UNIVERSIDAD DE BELGRANO

Las tesinas de Belgrano

Facultad de Derecho y Ciencias Sociales
Carrera de Abogacía

La titulización de activos en la Argentina

Nº 67

Rodrigo Menéndez

Departamento de Investigación
Octubre 2002

1. Introducción

1. a) Denominación: El problema de la denominación de un instituto relativamente nuevo dentro del contexto jurídico, no es un dilema menor. Ello así por cuanto es importante que el nombre dé una idea, lo más aproximada posible, del proceso que se esconde tras su etimología. No se trata de una simple cuestión semántica.

Todo esto se refuerza si tenemos en cuenta que para denominar el tema que nos ocupa se utiliza, de manera indistinta, los vocablos securitización o titulización. Veremos que este último es el correcto.

El término original nace, obviamente, en el lugar en el que se originó el proceso que estamos tratando, o sea Estados Unidos, país de habla inglesa. Debido a que éste es un proceso que implica la emisión de títulos valores, y dado que estos últimos se denominan *securities* en inglés, los americanos, utilizando la idea que hemos explicitado precedentemente, esto es, tratar de que el término de una idea del significado, lo han denominado *securitization* (*securitisation* en inglés británico).

Lamentablemente, el proceso de traducción de este vocablo no ha sido tan feliz entre nuestros autores. Sucede que, en lugar de utilizar el mismo procedimiento que los americanos, aquí hemos optado simplemente por castellanizar un término extranjero simplemente cambiándole una letra, denominando al proceso en cuestión securitización. Esto atenta contra todas las reglas de la etimología.

El término correcto es el de titulización de activos por cuanto sigue los mismos lineamientos que el término original. En esta inteligencia, *securitization* deriva en *securities* y titulización deriva en títulos.

Reiteramos que no se trata de un tema meramente semántico y carente de relevancia. Es un objetivo importante difundir este método alternativo de financiación, que tantas ventajas otorgaría a nuestra dañada economía. Es trascendente, a estos efectos, la correcta utilización del nombre, dado que si una persona que no conoce el tema se encuentra por primera vez con el término erróneo puede llegar a formarse un preconcepto acerca de cual es su verdadero significado, o simplemente restarle interés. En suma a ello, siempre es mejor, en atención a la finalidad de difusión, utilizar vocablos que prescindan, en la medida de lo posible, de ese hábito de tecnicismo que suelen rodear a todos los contratos modernos (*franchising*, *leasing*, *factoring*, *underwriting*, etc.), y que significan siempre un escollo para el acercamiento al común de la gente.

Vemos con desagrado que la mayoría de la doctrina utiliza los términos de manera indistinta, y lo que es peor aún, algunos utilizan el término inadecuado. Más preocupante nos parece que la resolución 237/93 de la Comisión Nacional de Valores, piedra basal en el ingreso de la titulización en nuestro país, incurra en dicho error.

Por todo lo antedicho este trabajo lleva el título que lleva, y a consecuencia de ello el término securitización no volverá a ser escrito en lo que resta del mismo.

1. b) Introducción: Hoy en día, cualquier institución financiera o productiva que aspire a mantenerse en el tiempo con cierto éxito comercial, no puede prescindir del crédito, herramienta insoslayable para la obtención de dicho objetivo. La financiación se erige, de esta manera, como *conditio sine qua nom* para desenvolverse dentro del marco que importa el comercio moderno, y podemos afirmar, sin temor a equivocarnos, que toda emprendimiento que implique una inversión a gran escala, debe contar con su proceso financiero previo.

Empero, no todo es tan sencillo. No solo resulta complicada y riesgosa para una empresa, la obtención de una línea de crédito, es también extremadamente dificultoso y riesgoso para una entidad financiera otorgarlas.

Así las cosas, y analizando el costado pasivo de esta operatoria, esto es quien recibe el crédito, veremos que obtener un préstamo en una entidad financiera (tomando éste caso como el más típico, pero sin descartar que pueden existir otras entidades prestatarias u otras formas de financiarse), implica varios inconvenientes. En primer lugar, los costos financieros que se derivan de un financiamiento tradicional, suelen ser bastante elevados. Más aún si tomamos como base la situación coyuntural argentina, en donde las tasas de intereses que deben afrontar las empresas argentinas son cuasi-usurarias, y completamente desproporcionadas con el capital solicitado. En suma a ello, sabemos que las entidades prestamistas suelen exigir garantías que pueden resultar muy gravosas para el normal desarrollo del giro comercial de la empresa prestataria (la calificación crediticia de una empresa que tiene buena parte de sus bienes prendados, hipotecados, o sujetos a cualquier otra garantía, obviamente no será óptima).

En el otro platillo de la balanza tenemos a las entidades acreedoras que, a *contrario sensu* de lo creído por el común de la gente, no gozan de una situación mucho más favorable que las *ut supra* mencionadas. Ello es así por cuanto existen diversos riesgos inherentes a la actividad intermediadora que las entidades financieras realizan, de los cuales no quedan exentas por la supuesta posición "privilegiada" que éstas

ocupan. El riesgo de descalce es uno de los más temibles, dado que, como es sabido, los recursos son otorgados a largo plazo y son tomados a corto plazo, en la gran mayoría de los casos. La realidad bancaria argentina es una prueba contundente del peligro que ello representa. Asimismo, es también grave acumular grandes cantidades de activos ilíquidos, como lo son los préstamos a largo plazo, en detrimento de la cuota mínima de liquidez que estas entidades precisan para moverse con soltura dentro del mercado de dinero. Los niveles mínimos de encaje que los bancos deben tener depositados dentro del Banco Central, representan una merma considerable de liquidez que éstos deben afrontar. Las líneas de financiamiento tradicionales no hacen más que agravar dicha escasez.

Dentro de éste marco agobiante que representa la operatoria financiera tradicional, se inserta la titulización de activos como un bálsamo descongestivo, y las ventajas que ha significado en los países que la han adoptado como método financiero son notorias.

Otro factor que ha propiciado el nacimiento de la titulización, es el hecho de que la economía moderna, sobre todo la occidental, se ve completamente "titularizada". Parafraseando a Gualtieri-Winisky¹, podemos decir que toda la riqueza actual circula por distintos documentos: las reservas del Estado, por papel moneda; el patrimonio de las empresas, en acciones; los fondos depositados en los bancos, en cheques; las mercaderías por warrants o cartas de porte. En este contexto, es plausible decir que los activos ilíquidos que generan un flujo de fondos relativamente constantes, pueden circular en los llamados *asset backed securities* o títulos respaldados por activos, mediante el procedimiento que pretendemos describir por la presente.

De modo previo a adentrarnos de lleno en el análisis del tema de marras, dejaremos en claro que el presente trabajo se propone, humildemente, dos objetivos principales:

- Estudiar un procedimiento relativamente nuevo dentro de nuestra práctica comercial, a la luz de las experiencias internacionales en la materia, para arribar al análisis del marco legal existente en nuestro país, enfatizando las ventajas que se derivan de su uso para cada una de las partes intervinientes;
- Demostrar de que manera puede resultar un paliativo para el congestionamiento que sufre el sistema financiero argentino.

1. c) Concepto: La tarea de conceptualizar un procedimiento que, en esencia, es complejo, resulta poco grata. En esta inteligencia, el legislador, en una conducta que consideramos muy valiosa, ha optado por no conceptualizar este proceso, sino tan solo se limitó a otorgar un marco propicio para el desarrollo del mismo de manera natural, y siguiendo los lineamientos que le insufla la práctica comercial, sin regulaciones que restrinjan su correcto y espontáneo desenvolvimiento. Liminarmente haremos una reseña de los conceptos que han esbozado los juristas consultados, para luego arribar a un concepto propio y abarcativo de lo que consideramos requisitos imprescindibles para que se configure una titulización de activos propiamente dicha.

Lisoprawsky, sin dudas el jurista argentino que más ha escrito acerca del tema que nos ocupa, nos dice que "*...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 se aseguren un grado suficiente de garantías a las fuentes de financiamiento, que se alcancen mediante la colocación de títulos valores o participaciones en el flujo de fondos producidos por esos activos subyacentes.*"² Consideramos que el principal defecto del que adolece esta definición radica en que no se puede comenzar a definir proceso alguno, empezando por sus consecuencias. Si tal definición cayera en manos de un neófito en la materia, no terminaría de comprender de que, en definitiva, es de lo que se está hablando, tan solo sabría que estamos ante *una forma de acelerar el ciclo del flujo de distintos negocios*. Pero no finalizaría de enterarse si la securitización es un procedimiento, un contrato, o una mera técnica de financiación. No dudamos de que este gran doctrinario, tan solo dio por sobreentendido de que se trata de un proceso complejo, y omitió involuntariamente aclararlo.

Refuerza esta convicción, el hecho de que a continuación cita una definición de Berasategui, en la que nos instruye de que se trata de "*un cuidadoso proceso, por el cual determinados activos crediticios son estructurados y reunidos en un paquete para ser afectados al pago del capital y de los intereses de ellos. Es decir, el titular de los activos crediticios los utiliza como respaldo de la emisión de títulos que le facilitan la obtención de fondos.*"³ Sin embargo, si bien esta definición salva el defecto antedicho recae en otro muy común dentro de la doctrina que se refiere a este tema, cual es el de acotar la utilización de este proceso a los activos crediticios. Más adelante veremos que, si bien es cierto que es el aspecto más utilizado, no es la única variante que reviste tan versátil procedimiento.

1. GUALTIERI, Giuseppe y WINISKY, Ignacio *Títulos Circulatorios*, Abeledo Perrot, Buenos Aires, 1984, p.15

2. LISOPRAWSKY, Silvio, *Fideicomiso. Dominio Fiduciario. Securitización.*, Depalma, Bs. As., 1995, p. 11.

3. LISOPRAWSKY, Silvio, obra citada, p. 12.

Decimos que este último es un lugar común dentro de los autores dado que encontramos que varios han incurrido dentro de esta definición restrictiva de las posibilidades que la titulización nos ofrece. En este sentido se manifiestan Barbour, Norton & Slover⁴, Paolantonio, Highton, Mosset Iturraspe y Rivera⁵, entre otros.

Una definición que consideramos cercana a nuestro concepto de titulización es la dada por Muguillo. En ella el destacado doctrinario afirma que la titulización es "...la transformación de préstamos o inversiones ilíquidas en títulos valores negociables colocados entre el público"⁶. Aunque no tenemos nada que achacarle a este concepto, pensamos que sería algo incompleto, ya que omite ciertos factores que consideramos imprescindibles para arribar a la definición ideal.

De toda la doctrina compulsada, la definición que encontramos más compatible con nuestra idea es la dada por Kenny. Este egregio abogado comercialista nos adoctrina de la siguiente manera en relación al concepto abordado: "*Es el procedimiento consistente en agrupar determinados activos o derechos a cobro, presentes o futuros, según ciertas condiciones de homogeneidad, que se transfieren a un patrimonio separado (el denominado vehículo), sobre el que se adquieren fondos del mercado mediante la emisión de valores mobiliarios que dan un derecho de participación sobre esos activos*". La única dolencia que sufre esta definición es la omisión de los títulos de deuda que pueden ser emitidos con el respaldo de ese agrupamiento de activos, y que no dan un derecho de participación sino un derecho de cobro.

En este orden de ideas, y luego de haber hecho un somero repaso sobre las definiciones dadas por la doctrina que consideramos más autorizadas para tratar el tema, estamos en condiciones de arribar a una idea propia de lo que entendemos como titulización de activos.

Se trata de un proceso consistente en la transmisión de un conjunto o *pool* de activos, presentes o futuros, de reducida liquidez y que tengan cierta homogeneidad, a un patrimonio separado, mediante la utilización de un vehículo que será el encargado de aislar esos activos del originante, tendientes a obtener fondos del mercado a través de la emisión de certificados de participación o de títulos de deuda respaldados por el flujo de fondos (*cash flows*) provenientes de dicho *pool*.

1. d) Evolución histórica mundial: Hemos ya dejado entrever donde nació la titulización. En efecto, fueron los Estados Unidos el lugar de origen de la misma, siendo su época de gestación la famosa crisis del 30'. Al igual que lo que sucedió en nuestro país, y en la mayoría de los mercados en los que se desarrolló, vino a intentar remediar el problema habitacional, y terminó vislumbrando un horizonte mucho más amplio, actuando así no solo dentro del mercado secundario de hipotecas (*mortgages*), sino abarcando un espectro bastísimo del que hablaremos infra.

Así, podemos decir que la "abuela" de la titulización fue la *Federal National Mortgages Association* (más conocida como Fannie Mae), organización gubernamental creada en 1.938, con el objetivo de favorecer la instalación de un mercado secundario de hipotecas líquido, para lo cual contaba con acceso directo al crédito del Tesoro.

La labor de esta entidad tuvo el escollo de atravesar "épocas de dureza monetaria"⁷, lo que derivó en la división de la misma en 1.968 en dos organizaciones: la Fannie Mae, propiamente dicha y la *Government National Mortgage Association* (más conocida como Ginnie Mae). Si dijimos que la Fannie Mae fue la "abuela" de la titulización, no podemos soslayar que la "madre", en este sentido, sería la Ginnie Mae.

Durante décadas el mercado hipotecario en EEUU, debido a la fuerte regulación, y a la consecuente restricción de la libre competencia, adolecía una suerte de monopolio por parte de ciertas instituciones de ahorro o bancos comerciales, que se veían beneficiados con esta política. Una característica de este mercado, era que los préstamos hipotecarios eran otorgados a largo plazo y con una tasa de interés fija. Este sistema colapsó en la década de los 70' y de los 80' (recordemos la nefasta crisis bancaria de finales de los 80'), épocas de gran inflación y de tasas de interés erráticas. Este fue un factor generador del nacimiento de

4. BARBOUR, Demian, NORTON; Joseph y SLOVER, Thomas, *Asset securitization in emerging market economies: fundamental considerations*, The London Institute of international Banking, Finance & Development Law, Londres, 1998, p. 6. Ellos nos dicen que la "...securitization refers to the practice of collecting large number of illiquid loans or receivables into pools that are used to collateralize securities for eventual sale to investors. The securities issued from the pool are backed by the strength of the pool.". Vemos que estos autores solo se refieren a préstamos ilíquidos (illiquid loans) y no a activos en general.

5. HIGHTON, Elena, MOSSET ITURRASPE, Jorge, PAOLANTONIO, Martín y RIVERA, Antonio, *Reformas al derecho privado*, Rubinzal-Crunzoni, Rosario, 1995, p. 61. Empiezan realizando una conceptualización con lo que no tenemos ninguna objeción, diciendo que "...es el proceso consistente en hacer que activos, considerados tradicionalmente como ilíquidos y por lo tanto de baja rotación, puedan ser objetos de transacción en los mercados organizados de valores". Empero, y a renglón seguido caen dentro del susodicho error al decir que "La securitización importa el agrupamiento de créditos y su conversión a títulos valores...".

6. MUGUILLO, Roberto, "*Ley 21.526 de entidades financieras. Contratos bancarios y financieros*", Ediciones Fasto, 1999, p. 261.

7. PAOLANTONIO, Marín, ob. Citada, p. 77.

la titulización, ya que las entidades afectadas por ésta situación buscaban desprenderse desesperadamente de estos activos. Un paso previo, fue la venta de cartera a los intermediarios, práctica ésta que se empezó a desarrollar en los 60', pero este sistema dependía básicamente de los depositantes de fondos.

En 1970, el gobierno autorizó a la Fannie Mae a adquirir tanto hipotecas aseguradas como no aseguradas por las distintas agencias del gobierno, cosa que antes no podía hacer. Y la Ginnie Mae complementaba ésta labor, garantizando los títulos emitidos por entidades privadas, colateralizándolos con el flujo de dinero provenientes de éstas hipotecas.

La primera titulización propiamente dicha fue en 1.968, y fue realizada por la Ginnie Mae. En ella se emitieron unos títulos llamados "*G.N.M.A. pass trough*", garantizado esa emisión por un *pool* hipotecario. Solo pueden formar parte de este *pool*, hipotecas que hayan sido previamente garantizadas por una agencia gubernamental, y la emisión mínima debe ser de U\$S 25.000.

En 1.981, la Fannie Mae realizó su primera titulización, emitiendo unos títulos llamados, *Mortgages Backed Securities*.

El mercado de titulización de hipotecas en Estados Unidos ha avanzado a un punto tal que en el año 1.993, el monto corriente de los activos hipotecarios titulizados ascendía a U\$S 1,6 billones. Algunos reportes estiman que el valor total de los activos titulizados en USA en 1.996, excede los U\$S 1,9 trillones.⁸

El éxito producido en los mercados americanos, juntamente con otros factores económicos globales como el incremento del acceso directo a los mercados de capitales y la reducida liquidez de los prestamistas tradicionales, ha generado gran interés en la titulización fuera de los EEUU. De cualquier modo, es dable destacar, que el crecimiento de la titulización en el resto del mundo, ha sido lenta a consecuencia de la falta de experiencia en las transacciones con activos titulizados, la complicada naturaleza del proceso y las regulaciones restrictivas. No obstante ello, en la actualidad, podemos decir que el mercado de activos titulizados existe con un grado de intervención en la vida económica bastante importante en varios países de Europa, y se encuentra en un estadio inicial en algunos mercados de países emergentes de Latinoamérica y sudeste de Asia.

Sin embargo, y como ya hemos dicho, la titulización no solo ha servido para incrementar la liquidez en el mercado secundario de hipotecas. A la operatoria así iniciada, se incorporaron otros activos tales como, créditos sobre ventas de automotores, créditos por consumos con tarjetas de créditos, créditos originados en leasings, en el flujo de caja de un peaje en una autopista, créditos provenientes de ventas de electrodomésticos (en nuestro país es una costumbre de empresas como Garbarino o Frávega), y hasta inclusive algunos músicos como David Bowie o los Rollings Stones, financian sus giras mundiales, titulizando el flujo de caja de las ventas futuras de sus discos.

Otra variante que han tenido actualmente es el desarrollo de emprendimientos inmobiliarios, en los llamados fideicomisos inmobiliarios, en donde un fiduciante transmite en fideicomiso, a un fiduciario un terreno para que éste lo administre durante un tiempo determinado, y lo desarrolle, ya sea construyendo o mejorando lo construido, financiando esa construcción mediante la emisión de certificados de participación o títulos de deuda. De esta manera se han construido la mayoría de los clubes de campo, y gran cantidad de edificios nuevos. La zona que actualmente conocemos como Puerto Madero, ha sido muy beneficiado por esta técnica.

1. e) Evolución histórica en Argentina: Si bien la técnica en nuestro país, con el enfoque comercial que se le impone en la actualidad, es relativamente novel, podemos encontrar ciertos antecedentes en nuestra práctica bastante añejos. Así, las famosas cédulas hipotecarias del Banco Hipotecario Nacional, que estaban garantizadas por hipotecas (ley 1.804), práctica que data de 1.887, y se prolongó durante casi sesenta años, no era otra cosa que la titulización de un crédito hipotecario. En este mismo sentido, podemos citar, como directo antecesor, a los Fondos Comunes de Inversión, que no son sino la titulización de la participación en un portfolio común de inversiones.

Sin ningún lugar a dudas la piedra basal del nacimiento de la titulización de activos en nuestro país, sobre la cual se cimientan el resto de las construcciones ulteriores, es la resolución general 237 de la Comisión Nacional de Valores, del año 1.993. En efecto en ella, se dieron los presupuestos básicos para insuflar en la Argentina el ímpetu titulizador que tenían en ese entonces las naciones desarrolladas del mundo. El hecho de que nuestro país pasaba por ese entonces (año 1993), por un proceso de apertura económica, y en pleno auge de la ley de convertibilidad (23.298), fueron factores trascendentales para entender el porque del nacimiento en ese momento de una técnica que ya tenía unos 20 años, aproximadamente, de consolidación internacional. Más allá de que los "entendidos" de nuestro país tienen una extraña virtud, que consiste en retrasar sobremanera el arribo a nuestra normativa, superponiendo escollos a la

8. BARBOUR, NORTON & SLOVER, Ob. Citada, p. 5.

gestación, de todos los institutos exitosos en el mundo desarrollado. Mas esta es una cuestión de índole cuasi-sociológica, lides éstas, que exceden a las pretensiones de este trabajo, y a la capacidad analítica de este autor.

Volviendo a la mentada resolución, debemos decir que la *ratio legis* de la misma, en palabras del Dr. Martín Redrado, entonces presidente de la C.N.V., en su exposición llevada a cabo en el marco del *Argentine Real State & Securitization Seminar*, es disminuir el llamado “costo argentino”; es decir el costo de acceso al capital o el costo financiero. Con este objetivo, se buscó darle un marco normativo más claro, o bien más certero, al tema de la titulización, sacándolo de la nebulosa jurídica en la que se encontraba, dado a los dispares criterios doctrinarios que se habían vertido dentro de nuestro ámbito.

Verbigracia, a la época de la sanción de la ley 24.441, aún era un tema que ocasionaba rispideces entre nuestros autores, la posibilidad de crear o no un fideicomiso, a pesar de lo dispuesto en el art. 2662 de nuestro Código Civil. Pensamos que todo ello fue producto de los resquemores (sin mayor fundamento, según nuestro criterio), ocasionados por la falta de una regulación más abarcativa de un instituto tan complejo como es el fideicomiso. Menos claro estaba aún si podía ser utilizado como vehículo para una operadora titulizadora.

Otro tanto ocurría con los Fondos de Inversión Cerrados, ya que si bien habían sido recientemente regulados por la ley 24.083, que los había incorporado en su art. 21⁹, ingresaron en nuestro derecho sin especiales consideraciones, lo que lo colocaba en un plano de inseguridad con respecto a su posibilidad de ser un vehículo apropiado para la titulización de activos. Así la resolución 237 creó los Fondos Comunes Cerrados de Créditos, como un desarrollo particular de aquellos, que se organizan bajo el modelo de los *Fonds Communs de Creances*, incorporados en la legislación francesa en el año 1.988. Según los considerandos de la resolución, la razón de esta elección radica en “...que los fondos comunes de inversión, son la prolongada vigencia de su régimen jurídico, la constitución de un patrimonio indiviso separado y la confianza que han inspirado en el público inversor, han representado el principio de dispersión en la titularidad de carteras, lo que los plantea como vehículos extremadamente idóneos para el desarrollo de esquemas de titulización”.

En este entendimiento, la resolución sancionada el 26 de agosto de 1.993, incorpora a las normas de la C.N.V. el art. 20 bis, por el cual dispone que “*Las emisoras de obligaciones negociables podrán garantizar el pago de las mismas mediante la prenda a favor de los tenedores de dichos títulos valores de carteras variables o fijas de derechos creditorios, con o sin garantía real, o de otros conjuntos variables o fijos de activos análogos u homogéneos entre sí*”. Continúa diciendo que “*Se considerarán obligaciones negociables con garantía especial también a aquellas obligaciones negociables cuyo pago fuere garantizado por las respectivas emisoras mediante la afectación de derechos creditorios garantizados con hipotecas constituidas sobre bienes inmuebles. A estos fines, la emisora deberá ceder a favor del fiduciario, en los términos del art. 2662 del Código Civil, la titularidad de los créditos hipotecarios en cuestión*”.

En una primera etapa, la titulización de activos en la Argentina tiene como actor principal a los Fondos Comunes Cerrados de Créditos, quizás por su primigenia regulación en comparación de la carencia normativa de la que adolecía el fideicomiso como vehículo apto para su desarrollo. Empero, esta situación se fue modificando, primeramente con la sanción de la resolución 237, que echó un halo de luz sobre la oscuridad que afectaba al desarrollo del fideicomiso, y en segundo término, con la sanción de la ley 24.441, en el año 1995, la que no solo reguló el fideicomiso, despejando así todas las dudas que lo aquejaban, sino que también incluyó dentro de su articulado al fideicomiso financiero, lo que prácticamente relegó al olvido a los Fondos Comunes Cerrados de Créditos. En la actualidad, dado que el tratamiento fiscal es uniforme para ambos vehículos, el más conveniente es el fideicomiso financiero, que muestra costos de estructuración menores, que los de los fondos, y asimismo un marco regulatorio más flexible.

Para ilustrar muy sucintamente la importancia de esta figura, cabe mencionar que desde el año 1.995 hasta mayo del 2.001 inclusive, la Comisión Nacional de Valores ha autorizado un monto aproximado de \$ 46.916 millones de los que se emitieron \$ 9.543 millones.¹⁰

9. Art. 21 de la ley 24.083 “La emisión de cuotapartes podrá acrecentarse en forma continua conforme a su suscripción, o disminuir en razón de los recates producidos. Esta disposición no se aplicará cuando el fondo común se constituya con una cantidad máxima de cuotapartes, las que una vez colocadas no podrán ser rescatadas hasta la disolución del fondo, o finalización del plan de inversiones determinado en el reglamento de gestión. Las cuotapartes correspondientes a este tipo de fondos son susceptibles de ser autorizadas a la oferta pública, conforme a la ley 17.811”.

10. MALUMIAN, Nicolás; DIPLOTTI, Adrián y GUTIERREZ, Pablo “Fideicomiso financiero y securitización, LL, 2001, p. 125.

2. Tipos básicos de titulización

2. a) Diversos tipos: Si bien es cierto que la práctica internacional y la nacional, como así también los autores que se han dedicado al tema, reconocen la existencia de tres tipos básicos o puros, de los que nos ocuparemos infra, no resulta menos cierto que la dinámica del comercio moderno va creando nuevos esquemas de titulización, o bien le va agregando matices diferenciadores a los tipos tradicionales, todo lo cual acomete directamente contra la pretensión de efectuar una enumeración taxativa de todos los existentes.

Sentado ello, pasaremos a caracterizar a los tres tipos que llamamos básicos: *Pass trough*, *pay trough* y *asset backed bonds*. Sin embargo, es intención de este autor, a riesgo de pecar de reiterativo, dejar en claro que no pretendemos agotar con ellos el sinfín de variantes que hacen de la titulización una técnica de financiamiento más que interesante, las que dependerán de diversos factores, que serán sopesados por las partes intervinientes en mérito a sus pretensiones.

2. b) Pass Trough: Este tipo se da cuando el originador de los activos los transmite, mediante venta, cesión o endoso (según sea la ley de circulación de los activos), a un vehículo, que será el encargado de emitir certificados de participación, con respaldo en el flujo de caja provenientes de esos activos, y los colocará entre los inversores. La característica principal para que se de una titulización del tipo *pass trough*, es que la transmisión de los activos del originador al vehículo, debe hacer que estos salgan fuera de su balance, a la vez que los certificados de participación no deben pesar como un pasivo de su patrimonio.

La única forma de que el originador, esto es el acreedor primigenio, vuelva a tener contacto con estos activos, es que, como sucede en la mayoría de los casos, se mantenga como *servicer* o gestor del *pool* de activos transmitidos. De esta forma conserva la administración de la cartera o agrupamiento de activos, elaborando la información de su desarrollo, haciendo el seguimiento de los deudores, cobrando el producido de los activos transferidos, los que (previa deducción de la comisión por administración) son liquidados a los cuotapartistas o tenedores de los certificados¹¹ (depende si se trata de un *trustee* o de un fondo común cerrado de créditos). El procedimiento podría sintetizarse de la siguiente forma: los pagos realizados por los deudores cedidos son depositados en una cuenta especial del fondo o del *trust*, según corresponda, que se denomina, *collection account* o cuenta de recolección. Los pagos realizados por los deudores en esa cuenta son destinados en primer término a pagar los servicios de intereses y la amortización de los certificados de participación emitidos a favor de los inversores, para luego satisfacer los gastos de administración, comisiones y depósitos de los activos titulizados, de modo tal que se transfiere todo el flujo de caja a los inversores, sin que se reconfigure el cash flows del portafolio de activos que respalda la emisión. En esa cuenta hacen los pagos los garantes o aseguradoras de crédito, cuando se producen situaciones de morosidad o incumplimiento de los deudores cedidos, que interrumpen el flujo de pagos en beneficio de los inversores en activos titulizados.

Los beneficiarios del fideicomiso o los cuotapartistas del fondo, o sea los tenedores de los certificados de participación, tienen una fracción del dominio de los activos subyacentes, y son beneficiados con su producido en la medida que haya sido pactada en el contrato de emisión.

El tipo *pass trough* es el denominado por la ley 24.441, al ocuparse del fideicomiso financiero (art. 21), como "certificados de participación". En el otro vehículo de titulización regulado por esta ley (los fondos comunes de inversión cerrados que integran sus patrimonios con activos creditorios), la categoría en cuestión está reflejada en las "cuotapartes de propiedad" (art. 78, inc. a).

2. c) Asset Backed Bonds: Este tipo es muy similar a una financiación normal con garantía real, ya que "no existe en este caso el efecto financiero de financiación fuera de balance, característico de las estructuras de securitización..."¹²

Ello es así por cuanto, si bien al igual que en la estructura anterior, la emisión de los títulos se encuentra respaldada por una cartera de activos análogos u homogéneos entre sí, en este caso esos activos subyacentes no salen de los registros contables del originador, y los títulos figuran como deuda en sus balances. Otro rasgo diferenciador es el hecho de que los activos titulizados no están afectados exclusivamente al pago de los intereses y la amortización de los títulos de deuda, sino que estos fondos provienen de las ganancias generales del originador.

A consecuencia de ello, es que este tipo de titulización, suele ser acompañado de lo que en la jerga se denomina *overcollateralization* o sobregarantización.

11. LISOPRAWASKY, Silvio, Ob. Citada, p. 20.

12. HIGHTON, Elena, Ob. Citada, p.72.

Esta estructura, encuentra su reflejo en la normativa nacional, en las obligaciones negociables con garantía especial (prendaria o hipotecaria), de la ley 23.576, modificada por la ley 23.962, art. 3, incluyendo en esta categoría a las obligaciones negociables mentadas por el art. 20 bis de las Normas de la Comisión Nacional de Valores.

2. d) Pay Trough Bonds o Securities: En una estructura que podríamos denominar como ecléctica, entre las dos antedichas, encontramos a este esquema de titulización. En ella, si bien hay una transmisión de activos, los títulos emitidos en función de su flujo de fondos figuran como deuda en el balance del originador, en lo que se asemejaría a un *asset backed bond*. Sin embargo, y acercándose a la estructura *pass trough*, los servicios de intereses y amortización de estos títulos están garantizados por el *cash flows* proveniente de los activos subyacentes de la cartera de activos titulizados, el cual es reconfigurado para atender a estos menesteres.

Esta variante está identificada en la ley 24.441, al ocuparse del fideicomiso financiero (art. 21), como “títulos representativos de deuda”. La misma ley, al tratar a los fondos comunes de inversión cerrados que integran su patrimonio con activos creditorios, denomina a esta modalidad, con la variante “cuotaparte de renta” (art. 78, inc. a).

3. Ventajas y desventajas

3. a) Desventajas:¹³ Por una cuestión metodológica hemos optado por comenzar exponiendo los inconvenientes que podría ocasionar la elección de ésta vía de financiamiento, junto con sus posibles soluciones, para luego pasar si a enumerar las ventajas que la titulización genera. De este modo quedará en claro que los beneficios que esta técnica financiera implica para todas las partes intervinientes y para la economía en general, son de tamaño magnitud que dadas las condiciones de infraestructura jurídicas y económicas indispensables para su desarrollo, su utilización resulta harto recomendable.

Así las cosas podemos comenzar enumerando al riesgo de evicción. En efecto, en el caso de que se traten de derechos que no pueden ser cedidos mediante endoso, la eventual existencia de vicios que determinen la inexistencia, nulidad o ineficacia de los derechos, o de su negocio causal, o del acto de transferencia al vehículo, podría trasuntar en la disminución del valor de colocación de los títulos que estos activos riesgosos vengan a respaldar. Ello por cuanto según nuestro ordenamiento civil, en toda cesión de derechos el cedente siempre es responsable por la existencia y legitimidad de los mismos. No obstante, no consideramos que este escollo sea patrimonio exclusivo de la titulización, sino que está incito en cualquier acto que implique una transferencia de derechos, salvo el supuesto nombrado de los títulos transmisibles mediante endoso. Empero no se trata de una dificultad insalvable, dado que existen varios métodos para atenuar este riesgo. Primeramente es de vital importancia que el proceso de originación de los créditos en el originante, y su instrumentación, sean compatibles con las normas legales aplicables. Otro método práctico al efecto es la mentada *overcollateralization* o refuerzo de la garantía del cedente, por ejemplo mediante la constitución de garantías reales o personales extras a la garantía legal. En otros países es muy utilizado la contratación de seguros que cubran este riesgo, pero en nuestro país ello deviene en antieconómico. Finalmente un método muy eficaz es el sobredimensionamiento de cartera, es decir transferir créditos al vehículo utilizado por un monto nominal mayor al efectivamente titulado, de modo que la porción exuberante permita acceder al riesgo de evicción.

En el caso de que los activos subyacentes sean créditos, un riesgo que aparece implícito es el riesgo de mora. La mora puede ser transitoria o estructural. La mora transitoria es aquella referida a meros atrasos en el pago de los vencimientos, pero que finalmente son atendidos, si bien no en tiempo y forma, pero con el consecuente incremento del monto proveniente de los intereses moratorios. A *contrario sensu*, la mora estructural es la que implica el no pago, afectando al recupero normal del crédito. Es esta última la que es necesario combatir. Para evitar los inconvenientes que podría acarrear la inversión en títulos respaldados por un *pool* de créditos, es necesario hacer un minucioso estudio de la mora histórica de esa cartera, sobretodo a los efectos de obtener una tasa promedio de la mora estructural de la que la misma adolece. Hay varios factores a tener en cuenta en ese estudio: el nivel socio-económico de los deudores (cuando se trata de créditos para consumo, existen estudios sociológicos que establecen que los deudores de niveles más bajos muestran mayor grado de cumplimiento que los de estratos medios o altos); el destino de los créditos (en el caso de créditos para viviendas únicas el recupero siempre será elevado); es también muy importante el factor macroeconómico en el que se encuentran inmersos tanto el originante de los créditos como los

13. Para el desarrollo de este acápite hemos seguido los lineamientos dados por Kenny en la obra citada.

deudores. Los mismos remedios utilizados para morigerar el riesgo de evicción que tratamos en el párrafo precedente, pueden resultar eficaces en aras de alivianar el riesgo de mora. Tal cual nos avisora Kenny¹⁴, para salvaguardar el inconveniente de la mora transitoria, el originador suele asumir el compromiso de aportar fondos para cubrir el flujo de fondos teórico de los créditos ante atrasos en los pagos de las cuotas. Pero consideramos que esta maniobra conculcaría contra la naturaleza misma de la titulización, ya que afectaría la financiación fuera de balance, pudiendo llegar a ocasionar en el originador un pasivo eventual. El error parte de creer que el riesgo de mora es una desventaja de la titulización. Primeramente, y al igual que el riesgo de evicción no debemos imaginarlo como una dolencia característica de este tipo de procedimiento, y tratar de ingeniar cualquier cura, inclusive en detrimento de las ventajas únicas que la titulización aporta. Además debemos siempre tener en cuenta de que en el caso de una cartera con una tasa elevada de mora transitoria, el título que será emitido con ese respaldo tendrá la calificación crediticia acorde con las reglas del mercado, y el inversor que tome un título con una calificación bajo el *investment grade*, o con un *investment grade* bajo, tendrá el consecuente incremento en su rentabilidad, ya que sabemos que a mayor riesgo asumido, mayor es la tasa de interés pactada.

Más allá de todo esto debemos dejar en claro que el mejor paliativo para disminuir el riesgo de mora y precancelación (que es otro de los riesgos que aqueja a la titulización), es la emisión de distintas series de títulos con relación a un mismo conjunto de activos, con distintos derechos, asignando a cada serie un diferente nivel de riesgo. La estructura más simple es un título principal o senior y un título subordinado, aunque también se suele utilizar un título intermedio o *mezzanine*. Los derechos a cobro del título subordinado está postergado total o parcialmente a los del intermedio, y los de este a los del senior. Cuando se emiten distintas clases de títulos es usual que la clase subordinada total sea asignada al mismo titulizante, o sus accionistas, o inversores sofisticados (fondos comunes de inversión, AFJP, etc.) acostumbrados a tomar riesgos. Partiendo de la base de que todo método de cobertura tiene un costo, este último muestra la ventaja de que ese costo es determinado por el mercado, al asignar un determinado valor a las diferentes clases de títulos ofertados.

Otro riesgo que ha de tenerse muy en cuenta es la demora en la ejecución de los créditos impagos. Por esta razón, tener un ordenamiento procesal que cuente con un proceso ejecutivo con la celeridad necesaria, es fundamental para la calificación crediticia de los títulos respaldados en créditos. Sin dudas este factor acomete directamente contra el ingreso de fondos extranjeros en las operaciones titulizadoras argentinas.

En los casos en que estemos frente a la titulización de créditos futuros, o de derechos de cobro que no son créditos, aparece en escena el llamado riesgo *performance*, esto es el riesgo de no generación de derechos de cobro, ya sea por culpa o dolo del originante, o por causas extrínsecas.

3. b) Ventajas: Resulta complejo poder realizar una enumeración de los beneficios que irroga una práctica tan noble como lo es la titulización de activos. No solo porque la cantidad de ventajas son enormes, como enormes son sus variantes, sino que además las partes que pueden resultar beneficiadas son tantas como tantas son esas variantes que este procedimiento puede adoptar. Sentado ello, dejamos en claro que lejos de la intención de este acápite esta la de realizar una enumeración taxativa de las ventajas que la titulización podría generar, para lo cual sería adecuado hacer un extenso estudio casuístico que escapa a los objetivos de este trabajo, y aún así no se abarcaría adecuadamente todas sus aristas benéficas. Así veremos que no solo se benefician los originantes, los vehículos y los inversores, sino que también resulta muy beneficiado el sistema económico en general, cuando sus miembros rotan sus activos haciéndolos circular, insuflándole liquidez al mercado.

Sin intentar establecer un orden descendente en cuanto a la mayor preponderancia de una ventaja por sobre otra, dado que ello dependerá de los objetivos que se tengan en miras al iniciar una operación titulizadora, empezaremos citando una característica que, si bien no podemos decir que es la más importante, sin dudas fue uno de los factores que impulsó la gran expansión de la titulización a lo largo del mundo: la disminución del costo de financiación. Más aún, Muguillo la califica como "El objetivo" de la titulización¹⁵. En efecto, la apertura de una línea de crédito tradicional conlleva, sobretodo en nuestro país, a afrontar una tasa de interés que, debido a que se estructuran sobre el riesgo de la empresa que solicita el crédito, puede llegar a hacerse tan excesiva como para quitarle el atractivo al crédito. Esta es una de las causas de la gran cantidad de quebrantos de las pequeñas y medianas empresas en la Argentina actual. La titulización reduce los costos de financiación posibilitando a las empresas y bancos la obtención de fondos en el mercado de capitales a un costo menor que las demás alternativas tradicionales (verbigracia: bonos de deuda). Pero no debemos pensar que un crédito tradicional resulta riesgoso solo para el tomador del mismo, y es un claro ejemplo de ello la situación por la que están atravesando los acreedores hipotecarios en nuestro país.

14. KENNY, Mario, ob. citada, p.69.

15. MUGUILLO, Roberto, ob. citada, p. 268.

La titulización de activos disminuye en gran escala, el excesivo costo de financiamiento de la financiación tradicional. La desintermediación financiera que significa cada operatoria titulizadora redundante en el abaratamiento mencionado, dado que mediante la utilización del vehículo, todo el *pool* de activos queda completamente aislado de sus originadores, y por ende alejado de sus riesgos. El gran atractivo, a partir de este proceso de desintermediación, reside en el enfrentamiento directo entre inversores y originantes, abaratando los costos debido a la disminución de las tareas a ser remuneradas a las entidades financieras. Las fuentes alternativas de financiamiento, mediante los recursos que suministra el mercado de capitales, alimentado por la inversión en títulos valores resultantes de los procesos de titulización, llevan paulatinamente a la ansiada reducción de costos financieros, en una economía cada vez más abierta y competitiva¹⁶. De esta manera el inversor que toma títulos provenientes de esta operatoria, no afrontará el riesgo de la empresa originante, sino el riesgo de los deudores del portafolio transmitido, con lo cual desaparecería el rol intermediador de los bancos, haciendo inclusive más líquido el mercado. Así empresas que tenían cerrado el acceso al crédito vuelven a tener financiación gracias a la titulización, dado que en el caso de que posean entre sus derechos a cobro acreencias que recaigan sobre empresas de mejor posición en el mercado, pueden formar un *pool* de activos, tomando aquellos de mayor calidad, y obtener ingresos que si bien no ascenderían al 100% de su valor nominal significan liquidez instantánea. De este modo, dado que los inversores miran primigeniamente la calidad crediticia de los activos subyacentes más que del originante, las condiciones adversas experimentadas por el originante no afectarían el atractivo de la titulización. Comprenderemos mejor esto con el siguiente ejemplo: es conocida la situación por la que atraviesan en nuestro país los productores primarios agropecuarios y ganaderos; seguramente para ellos obtener un crédito en cualquier entidad financiera le significaría tasas anuales cuasi-usurarias; sabido es también lo dificultoso que les resulta cobrarle a las grandes cadenas de supermercados que son sus principales deudores, quienes aprovechan la mejor situación de negociación que les da el mercado y atrasan sus pagos a su antojo; sin dudas les sería mucho menos caro obtener disponibilidades mediante la transmisión a un vehículo de un *pool* conformado por los derechos a cobro sobre dichos supermercados, emitiendo títulos respaldados en el flujo de fondos provenientes de dichos activos.

Al permitir la emisión de valores con mejor calificación que el originante, otorga la posibilidad de que las PYME accedan a un tipo de inversor, como es el institucional, al que de otro modo no podrían acceder. Atento a que en la titulización los activos están en mayor o menor medida aislados de los riesgos inherentes al desenvolvimiento de la empresa que los originó, si tales activos son de buena calidad la calificación de riesgo que merezcan los títulos emitidos por el vehículo recibirán una nota mejor que la que se asignaría a dicha compañía si emitiera obligaciones negociables respaldadas por su patrimonio. Inclusive, en el caso de que los deudores fueren extranjeros, la titulización es un buen método para evadirse del temido riesgo país que asola a nuestras empresas.

Otro de los atractivos que la titulización contiene es que ofrece una financiación fuera de balance. Ello por cuanto, según ya hemos dicho, la transmisión de los activos que conformaran el *pool* que respaldará las emisiones, significará una verdadera transmisión del originante hacia el vehículo, de modo tal que el originante no los seguirá manteniendo dentro del activo de su balance. De ésta manera, el originante obtendrá un balance más "limpio", ya que esta es una forma de convertir activo ilíquido e inmovilizado, en activo líquido y disponible, mejorando de esta manera su estructura de capital¹⁷. Tomando la titulización desde el punto de vista contable, activo y pasivo serán removidos del documento del balance, liberando, de esta forma reservas de capital que las instituciones financieras y las compañías deben mantener para atender al riesgo de que esos activos caigan en *default*. Las reservas liberadas pueden ser usadas para préstamos o para otros usos productivos. Consideramos que cualquier intento titulizador que no implique la total transferencia de los activos del originante, no sería una titulización propiamente dicha porque carecería de uno de los principales beneficios que la misma aporta.

En suma a ello, esto reduciría el riesgo de iliquidez de la empresa originante, lo cual no es un beneficio menor sino que reporta grandes beneficios. Afirmamos esto dado que la iliquidez de una empresa, es en nuestro ordenamiento jurídico, un hecho revelador de la cesación de pagos, presupuesto objetivo para la apertura de un procedimiento concursal. Mediante la titulización se otorga liquidez a un activo que no era endosable o transable en el mercado secundario, dándole así valor de mercado a activos que tradicionalmente no la tenían. Da liquidez donde antes no la había o se producía a costo de quebranto.

Otro beneficio que complace directamente a las entidades financieras, pero que indirectamente beneficia a todo el mercado, es que la titulización amplía la capacidad prestable de las entidades financieras. En efecto, las entidades financieras pueden otorgar, por ejemplo, préstamos hipotecarios o prendarios, a sa-

16. LISOPRAWISKY, Silvio, ob. citada, p. 13.

17. BARBOUR, NORTON & SLOVER, ob. citada, p. 10.

biendas de que podrán, titulización mediante, desprenderse de ellos y volver a generar más préstamos, lo que devendría en una mayor capacidad prestable, y en un menor costo financiero de los créditos afectados al proceso de originación. Todo este círculo virtuoso, no haría más que estimular el crédito a largo plazo, ya que, al disminuir el riesgo de iliquidez, permite romper la clásica relación plazo promedio de depósito/plazo promedio de préstamos. Las entidades financieras con gran cantidad de activos inmovilizados en sus carteras, o largos plazos de amortización, readquieren capacidad prestable, sin violar las estrictas normas del B.C.R.A. sobre la relación entre capital y endeudamiento (niveles mínimos de encaje), debido al mejoramiento de la estructura de capital de la que hablamos *ut supra*. Ergo la titulización proporciona una herramienta importante para remover del balance activos de baja rotación, sobre los cuales se toma el porcentaje para el encaje. Es también altamente relevante para los bancos que han sido asediados con préstamos de bajo nivel y quieren mejorar la calidad de su cartera de créditos.

Una de las virtudes que provoca la titulización es que permite la generación de negocios de inversión colectiva sin estructura societaria. El desarrollo de proyectos inmobiliarios mediante la utilización de la figura del fideicomiso financiero, ha tenido una notable repercusión en nuestro país. En el caso, el titular de un lote, Fiduciante, transfiere el dominio fiduciario a favor de otro sujeto, Fiduciario, quien recibe un dominio imperfecto, al verse afectadas sus características de absolutez y perpetuidad, para que desarrolle en él un proyecto inmobiliario determinado, en beneficio de los tenedores de títulos de deuda o certificados de participación (art. 19 ley 24.441, beneficiarios), y al fin de determinado plazo o condición le transferirá las unidades funcionales de dicho proyecto a los Fideicomisarios. Decimos que se ven afectadas sus características de absolutez, porque si bien tiene facultades de disposición, inclusive prescindiendo del consentimiento del fiduciante o del beneficiario (art. 17 ley 24.441), ellas se hallan sujetas al cumplimiento de la finalidad específica previamente pactada, y la de perpetuidad, ya que el titular del dominio fiduciario lo será hasta que ocurra el cumplimiento del plazo o condición pactadas contractualmente (art. 4 inc c ley 24.441). Según opinión del escribano Marcelo de la Hoz¹⁸, en la utilización de este régimen en la comercialización de departamentos en construcción las partes se hallan más protegidas que dentro del régimen de prehorizontalidad de la ley 19.724. La esencia de la protección, dice, se halla en la consagración del patrimonio de afectación y no en la afectación del dominio ni en la inscripción de los boletos. Por dicha razón se diluye el carácter de orden público de la normativa de la ley 19.724, si la esencia de la misma (protección a los terceros adquirentes de unidades funcionales), es ampliamente captada por las disposiciones de otra normativa (ley 24.441).

Hemos ya dejado entrever que una de las ventajas de la titulización a nivel macroeconómico, es la inyección de liquidez que la misma insufla al mercado. Las entidades que actúan como prestamistas, lo que hacen es vender sus activos a plazos provenientes de créditos otorgados, mediante la titulización y reciben efectivo a cambio. Este efectivo puede ser prestado a un nuevo grupo de prestatarios. El período de tiempo requerido por los activos en ser reciclados en efectivo para ser afectados al otorgamiento de nuevos créditos se reduce. Esta reducción en la rotación de los activos incrementa la liquidez de los originantes, y con ello la del mercado, y puede también guiar una baja en el costo de las empresas para captar fondos del mercado de dinero o de capitales.

No debe soslayarse la importancia de la titulización como fuente de honorarios. Esto es así, ya que no solo el originante obtiene fondos mediante la transmisión de una cartera de activos, sino que en la mayoría de los casos este no se desliga totalmente de los mismos dado que se mantiene como *servicer* o administrador, tarea por la cual cobrará los respectivos emolumentos. Un originante puede, inclusive, convenir en administrar los activos de otros originantes generando de este modo ingresos extras.

Por último, un punto trascendente dentro de la enumeración de ventajas es que la titulización disminuye el riesgo de desfalco financiero. Uno de los problemas que deben afrontar las entidades financieras, es la hacer coincidir los vencimientos o *maturities* de los fondos que ellos prestan con los fondos que ellos toman. Es que usualmente los bancos intermedian en el mercado de dinero, tomando fondos a corto plazo y financiando a plazos mayores. Cuando la brecha entre los préstamos y los depósitos es muy grande se puede producir lo que en la jerga se denomina *gap founding* o asincronía entre activos y pasivos, es decir un problema de liquidez. La coyuntura financiera argentina es un claro ejemplo de lo que ello puede significar. La titulización no solo puede actuar como preventivo, sino que además y ante el hecho consumado puede resultar un bálsamo, y operar como un método de salida alternativo, tal como lo expondremos en el último capítulo. La crisis bancaria estadounidense de fines de la década del 80' fue causada en mayor parte por esta falta de coordinación entre los activos y los pasivos a plazo. La práctica era otorgar préstamos a largo plazo (por ejemplo hipotecas pagaderas a treinta años) y financiarlas tomando fondos a corto plazo. Cuando la tasa de interés empezó a crecer, los bancos fueron forzados a ofrecer un mayor interés a sus depósitos

18. Charla dada el 15/04/02 dentro del marco del Seminario sobre Fideicomiso Financiero en la sede de La Ley S.A., Buenos Aires, Argentina.

para captar fondos. De modo tal que al mismo tiempo que ellos seguían percibiendo ingresos provenientes de las hipotecas mencionadas a una tasa de interés fija, pagaban una tasa mucho mayor por sus depósitos. Esta situación no tuvo más que eclosionar en una profunda crisis, de la cual la titulización fue un eficaz paliativo.

4. Los partícipes en la titulización

4. a) Los partícipes: Hemos dicho ya en diversas ocasiones que no estamos ante un procedimiento simple, sino complejo. Esta complejidad se ve reflejada en que no podemos estandarizar, *prima facie*, la cantidad de partes intervinientes en un proceso de titulización de activos. Si tomamos al azar dos titulizaciones distintas y las comparamos, de seguro nos encontraremos con que en una hay mayor cantidad de sujetos participando que en la otra, y que en esta las funciones que cumple uno de esos sujetos es cumplida por otro en aquella. En fin, dejamos en claro con este interludio que no necesariamente todos los sujetos que enumeraremos a continuación deban necesariamente, participar en cada proceso titulizador, sino que ello dependerá siempre de las circunstancias y del negocio en particular.

Lisoprawsky, siguiendo a Alegría, divide a los partícipes en necesarios, entre los que incluye al originador, el vehículo, el tomador/colocador de los títulos valores y el inversor, y en contingentes o secundarios, incluyendo dentro de este grupo al administrador de cartera, el depositario de los instrumentos transmitidos, la calificadora de riesgo, el garante y los proveedores de fondos.¹⁹

4. b) El originante: Se trata de la compañía que, como su nombre lo indica, origina los activos que se agruparán y se transmitirán respaldando, con su flujo de fondos, la emisión de los títulos. Este puede ser una entidad crediticia, una empresa minorista en cadena, un banco hipotecario, una constructora, o empresa especializada, una persona física que tituliza derechos a cobro futuros (recordemos el caso de David Bowie o de los Rolling Stones), etcétera, que se beneficia con esta fuente alternativa de financiamiento de su actividad, dando así liquidez a sus activos inmovilizados.

El rol del originante no resulta ser un rol menor dentro del complejo proceso titulizador. *A contrario sensu* de lo que se podría pensar el buen originante debe ser lo suficientemente apto para identificar, primeramente si es preferible financiarse mediante la titulización de sus activos de baja liquidez, o bien si le conviene emitir títulos de deuda respaldados por su propio patrimonio debido a que se trata de una empresa que goza de buena calificación crediticia en el mercado; en caso de que la mejor opción sea la titulización, debe decidir que activos son los que van a formar parte del *pool* que se va a transmitir. Estos activos, según pacífica doctrina, deben guardar cierta homogeneidad entre ellos para conformar así un *pool* atrayente para los inversores, con amplia información de su contenido y un alto grado de predictibilidad acerca de la evolución y cumplimiento, que este dirigido a un mercado específico de modo tal que permita el análisis estadístico del mismo, así como un flujo de ingresos previstos capaz de alimentar la emisión de títulos sobre la base de ellos, o como garantía de su cumplimiento. Asimismo debe estudiar con detenimiento la conveniencia de conservar la administración de la cartera de créditos a los efectos de quedarse con los honorarios, empero debe sopesar esta ventaja con las responsabilidades que ello implica y que serán tratadas en el parágrafo siguiente.

Una alternativa a la titulización *one off* o de primer grado, que es la que consta de un solo originante, es la de originadores múltiples o titulización de segundo grado, en la que el patrimonio a titular se integra con activos homogéneos transferidos al vehículo por una pluralidad de originantes. Este procedimiento permite a muchas empresas minimizar los costos a través de la utilización de un vehículo común.

4. c) Administrador o *servicer*: Como hemos dicho, puede ser el mismo originante o bien un tercero independiente. Se trata del encargado de administrar la cartera conformada por los activos que integran el *pool*, y de perseguir el cobro de los mismos en el caso de tratarse de derechos de cobro. Debe informar o rendir cuentas periódicamente al vehículo titulizador y/o a los inversores, perseguir el cobro ya sea judicial o extrajudicialmente a los deudores morosos, girar en la forma preestablecida los fondos obtenidos a las cuentas de los inversores o tenedores de los títulos, etcétera. La mayor o menor cantidad de funciones depende del contrato de administración que se haya instrumentado al momento de estructurar la titulización.

19. LISOPRAWSKY, Silvio, ob. citada, p. 25.

Resulta vital al momento de elegir por un administrador optar por alguno que posea solvencia (tanto desde el punto de vista económico como desde el punto de vista moral), y experiencia en la administración de carteras similares.

4. d) El vehículo: Sin dudas, estamos frente a la parte más importante dentro de un proceso titulizador. Importancia esta que se asienta en la calidad de las funciones que recaen en ella.

Es la categoría o especie jurídica del sujeto al cual se le transmiten los activos, ya sea mediante venta, cesión o endoso. Más allá de la forma que adquiera, lo trascendental en cuanto a la función del vehículo es que debe cumplir adecuadamente su finalidad aisladora de los activos transmitidos, de modo tal que queden completamente fuera del alcance de los acreedores, tanto del originante como del vehículo mismo. Esto es, para que se de acabadamente este extremo debe tratarse de lo que en la jerga se conoce como una entidad *bankruptcy remote* o de quiebra remota. Desde que este verdadero patrimonio de afectación esta alejado de la quiebra del originante, los inversores que adquieran los títulos emitidos por el vehículo, o por el emisor en su caso, tendrán en cuenta la solvencia de los activos en si mismos en lugar de la solvencia del originante. Ello explica el hecho de que el éxito de la titulización dependa de que los activos titulizados resulten atrayentes, independientemente del originante.

Según el negocio de que se trate esta entidad puede o no existir con anterioridad a la celebración del acuerdo base de la titulización. Así las cosas habrá supuestos en los que la entidad securitizadora existirá primero y buscará una cartera de activos que adquirir, mientras que en otros el originador tendrá definida la cartera y buscará, o bien creará una entidad titulizadora. En el primero de estos casos, suele ocurrir que se trata de entidades intermediarias entre el originante de los activos y el vehículo titulizador, denominados *conduits* o conductos, cuya función es realizar un relevamiento del mercado a los efectos de conformar un *pool* homogéneo de activos en los términos antedichos para transmitirlos a una entidad titulizadora o vehículo. Las Agencias Federales de Crédito Hipotecario existentes, por ejemplo, en Estados Unidos, o los bancos mayoristas de inversión son los que suelen cumplir esta función.

La estructura jurídica que manifiesten los vehículos, dependerá del ordenamiento normativo existente en el país en el que se vaya a materializar la titulización de activos. Por ejemplo en Estados Unidos a un *trustee* (fiduciario), a una *bankruptcy remote society* (sociedad de quiebra remota), o bien a un *special purpose vehicle* (sociedad de objeto especial). En Chile, según lo establece la ley 18.045, los activos a ser titulizados deben ser transferidos a una Compañía de Securitización, que entre sus requisitos tipificantes debe tener en su denominación el término "securitizadora".

En nuestro país existen tres tipos posibles de vehículos: el fideicomiso financiero, regulado por los arts. 19 y subsiguientes de la ley 24.441, los fondos comunes cerrados de crédito, regulados por la ley 24.083, y por último las sociedades de objeto específico:

Sociedades de objeto específico: Este vehículo ha tenido gran acogida en mercados extranjeros, y desde esa experiencia podemos decir que la existencia de este tipo de sociedades hace que adquieran un tipo de especialización en el tema que no se obtiene mediante otro tipo de vehículos, ya que éstos se dedican a otros negocios además de la titulización. En gran medida, esta favorable recepción de los mercados a este tipo de sociedades, se debe a que ellos tienden a buscar una suerte de estandarización en los productos que facilite los procesos de colocación de estos. Esta estandarización es conseguida con mayor facilidad por una sociedad que tiene dentro de su cartera, y porque no dentro de su experiencia en el rubro, la administración de gran cantidad de *pools*, siendo ese su único objeto social.

Si bien es jurídicamente viable, la constitución en nuestro país de una sociedad de este tipo se torna en desaconsejable. Ello por cuanto, al no estar acabadamente regulada, hay numerosas aristas que pueden ser óbices al correcto desempeño de esta sociedad, lo que acometería directamente contra la especial dinámica que ella debe mostrar en su desarrollo.

Dentro de nuestro ordenamiento jurídico, en comparación con los otros dos vehículos posibles, muestra una considerable desventaja, cual es la de que aquellos permiten aislar más eficientemente el negocio cuya financiación se encara respecto de riesgos ajenos al mismo.

Sería recomendable, que se siga en este punto la experiencia obtenida por los países, como Chile y Estados Unidos, que han desarrollado esta figura exitosamente. De *lege ferenda* podemos decir junto Lisprawsky²⁰, que la reglamentación que ponga fin a la oscuridad existente en este tema debe contar con restricciones estatutarias, que apunten a la limitación de la asunción de riesgos ajenos al objeto específico que motivó su constitución. Se podría imponer una cláusula dentro del contrato social en la que se disponga que los directores solo podrán solicitar la quiebra de la entidad en supuestos taxativamente limitados. Sería también conveniente, que al igual que sucede con la reglamentación chilena, se deba adicionar a la razón

20. Ibidem, p. 82.

social la frase “compañía titulizadora”, lo cual no solo favorecería la claridad en los negocios, sino que también sería una importante pauta publicitaria y difusora del método.

Fondos Comunes Cerrados de Crédito: Sin perjuicio de la explicación somera de este vehículo titulizador, que haremos a continuación, su tratamiento *in extensu* será realizado, junto con los fideicomisos financieros, en el capítulo siguiente.

Los fondos comunes de inversión son grandes inversores institucionales que toman fondos proporcionados por pequeños ahorristas, conformando así patrimonios de afectación que están separados de los de estos ahorristas, a quienes se les entrega títulos valores denominados cuotaparte que les otorga derechos de copropiedad sobre los beneficios del fondo, y que están destinados a invertir en carteras de activos diversificados: valores mobiliarios con oferta pública, metales preciosos, divisas, derechos y obligaciones derivados de operaciones de futuros y opciones, instrumentos financieros autorizados por el B.C.R.A. y dinero.

Su regulación en la Argentina está dada por la ley 24.083. Sin embargo, su utilización como vehículo apto para la titulización fue generada por la R.G. 237 (C.N.V.), y perfeccionada por el art. 78 de la ley 24.441, mediante la implantación dentro de nuestro medio de los Fondos Comunes Cerrados de Crédito. Se trata de fondos comunes de inversión cerrados, constituidos con una cantidad máxima de cuotapartes, las que una vez colocadas no podrán ser rescatadas hasta la disolución del fondo o finalización del plan de inversiones determinado en el reglamento de gestión (art. 2, ley 24.083). Según el art. 15 del decreto reglamentario 174/93, se trata de fondos con un objeto especial de inversión: activos financieros.

Fideicomiso Financiero: Si bien el dominio fiduciario había sido introducido por Velez Sarsfield en el art. 2.662 del Código Civil, por diversos factores que no tiene mayor asidero jurídico, y que serán debidamente tratados en el capítulo siguiente, había un sector de la doctrina y la jurisprudencia que se resistía a aceptarlo.

Fue la ley 24.441 la que impulsó su gran desarrollo en nuestro país a partir mediados de la década pasada, introduciéndole una regulación más adecuada a un contrato que cuanta con una complejidad tal, que no puede ser regulado correctamente con un solo artículo.

El art. 1 nos da un concepto de fideicomiso que consideramos adecuado: “*Habrá fideicomiso cuando una persona (fiduciante) transmita la propiedad fiduciaria de bienes determinados a otra (fiduciario), quien se obliga a ejercerla en beneficio de quien se designe en el contrato (beneficiario), y a transmitirlo al cumplimiento de un plazo o condición al fiduciante, al beneficiario o al fideicomisario*”. Este concepto introduce la figura del beneficiario, figura que nuestro codificador no había tenido en cuenta, al menos al redactar el mentado art. 2.662.

En el art. 19 se introduce en nuestro ordenamiento jurídico al fideicomiso financiero, como figura apta para vehiculizar una titulización de activos. En resumidas cuentas se trata de un fideicomiso común y corriente, en donde el beneficiario está identificado con el tenedor de un título valor (títulos de deuda o certificados de participación), y el fiduciario debe ser una persona jurídica que debe cumplir una serie de requisitos. Todo ello, reiteramos, será tratado con la debida extensión infra 5.2, a donde nos remitimos *brevitatis causae*.

4. e) El tomador/colocador: Si bien se puede dar el supuesto de que sea el mismo originante el encargado de emitir y colocar los títulos valores respaldados por activos, lo cierto es que en la mayoría de los casos esta función está delegada en un tercero que puede ser un banco de inversión o un *underwriter*. Más aún, en ciertos casos se subdivide esta función entre un sujeto encargado de la emisión y otro en el que se delega la tarea de colocar los títulos.

En este entendimiento este sujeto es quien hará de puente entre el originante de los activos y los inversores, emitiendo y/o colocando los títulos, alejando de esta manera el riesgo empresarial de aquel. Ergo debe tratarse de una entidad *bankruptcy remote*.

El emisor o *issuer*, puede ser el mismo vehículo o bien una sociedad de objeto especial (*special purpose vehicle* o S.P.V.). Su función, como su denominación lo indica, consiste en tomar los activos, y emitir un *asset backed securitie* o título valor respaldado por activos, en función del *pool* de activos que respaldará dicha emisión y de lo que puede llegar a absorber el mercado.

Lo usual es que junto al emisor actúe un banco de inversión (*investment bank*), vinculado a la operación por un contrato de *underwriting*. La intervención de este *underwriter* es a los efectos de diseñar títulos que satisfagan las necesidades específicas de determinados inversores, en cuanto a tasas, plazos, flujos y otras variables decisivas (tributación, calificación de riesgo, etc.). Para lo cual, en virtud de sus conocimientos previamente adquiridos en su experiencia en el tema, hace un análisis del mercado sobre las perspectivas generales y particulares del título, cantidades que el mercado absorbería y precio de la colocación.

Siguiendo a Barreira Delfino²¹ podemos decir que la práctica bancaria le ha dado a este contrato dos modalidades: la primera es la adquisición en firme de toda una emisión de títulos valores y la otra es la adquisición de los títulos, prefinanciando la emisión, y adquiriendo en firme aquellos que a un determinado plazo no han podido ser colocados entre los inversores. De cualquier forma, si bien jurídicamente la adquisición en firme no difiere del contrato de suscripción (el *underwriter* se obliga a integrar el monto suscrito, adquiriendo los derechos propios del accionista), económicamente, su funcionalidad es bien distinta. Así las cosas, el *underwriter* ocupa la función de un intermediario financiero, dado que si bien ha adquirido en firme todos los títulos suscritos, su intención es desprenderse de ellos rápidamente ganando con el *spread* o diferencia, entre el precio de suscripción y el de posterior reventa de los títulos. Es decir no se trata de un inversor, sino de un intermediario entre el sujeto que necesita financiarse y los verdaderos inversores.

Esta colocación de los títulos puede ser pública o privada. Si bien la colocación privada es la más económica, dado que no se deberá correr con los costos que implica obtener una autorización de la Comisión Nacional de Valores para hacer oferta pública, el título en cuestión adolecerá de una liquidez mucho menor que un título que puede ser realizado en el mercado de capitales. De esta manera un título destinado a la oferta privada deberá contar con una prima de emisión (el valor nominal del título deberá ser mayor al valor de suscripción) suficientemente atractiva para los inversores. La elección del tipo de colocación será ponderada en relación al negocio de que se trate, y a un pormenorizado análisis del mercado, en donde la tarea del *underwriter* adquiere gran relevancia.

4. f) El depositario: Se trata del sujeto que se queda (va de suyo que en el carácter de depositario) con la tenencia de los documentos que instrumentan la existencia de los créditos transmitidos por la operatoria. Puede tratarse de una entidad financiera o una caja de valores, o bien, y al igual que en el caso del administrador, puede ser el mismo originante el que conserve la tarea, la cual será una fuente de ingresos extra por los honorarios que puede percibir por los servicios prestados. De más está decir que no se trata de una figura necesaria para el desarrollo de la titulización de activos, pudiendo prescindirse de la misma sin mayores consecuencias.

4. g) El garante: La función de esta figura es la de otorgar garantías adicionales a las que representan los mismos activos titulizados, disminuyendo los niveles de riesgo o mejorando la calificación del título. Puede tratarse de fiadores, avalistas, deudores hipotecarios o prendarios, o bien una compañía de seguros que asegure los pagos, aunque ya hemos dicho que su utilización en la Argentina se torna antieconómica por la excesiva onerosidad que ello implica.

4. h) El proveedor de fondos: Cuando se titulan activos que proveen un flujo regular de fondos, suele aparecer esta figura que consiste en una especie de garante del *cash flows* pretendido, para el supuesto de que se produzcan asincronías entre los vencimientos de los intereses y la amortización de los títulos y el ingreso de fondos. Este lugar puede ser ocupado por un banco, o suele ser práctica común que sean ocupados por los mismos originantes, los que constituyen un fondo de garantía para el supuesto de que suceda este bache o *gap funding*. Pensamos que esta última variante conculca contra el espíritu de esta práctica, dado que el originante debe desprenderse totalmente de los activos transmitidos y dentro de su pasivo no debe quedar ningún resquicio de los mismos, y este fondo vendría a ser una provisión que no haría más que ensuciar el balance (hemos dicho que una de las ventajas más importantes que la titulización otorga es la financiación fuera de balance).

4. i) Las calificadoras de riesgo o *rating agency*: Las empresas calificadoras de riesgo son sociedades dedicadas al análisis del riesgo crediticio de una emisión de títulos. Desde su nacimiento en 1.902, solo se calificaban las colocaciones públicas. Sin embargo actualmente han extendido su aplicación a las colocaciones privadas, por los beneficios que trae aparejada. Es importante destacar la economía que le significa al inversor, quien se verá al margen de largos y costosos análisis del negocio. La calificación no se expide sobre la conveniencia de invertir o no en determinada emisión, sino que se limita a advertir sobre cual es la capacidad de pago de un emisor con respecto a una obligación futura.

Su rol dentro de la titulización de activos, gira en torno a dos aspectos fundamentales: el carácter de *bankruptcy remote* del emisor, y la calidad de los activos que integran el portafolio titulizado. El objetivo es obtener una tasación denominada rango de inversión o *investment grade*, en los títulos mejor posicionados y una tasación mejor que la del originante.

21. BARREIRA DELFINO, Eduardo, "Contratos Bancarios Modernos", Ed. Abeledo Perrot, Buenos Aires, p. 237.

Las cuatro agencias más prestigiosas a nivel mundial son *Standars & Poors Rating Group*, *Moody's Investor's Service Inc.*, *Fitch Investor's Service Inc.* y *Duff & Phelps*. Las siguientes son las tasaciones otorgadas por las dos primeras agencias mencionadas:²²

	S & P		Moddy's
La más alta calificación	AAA		Aaa
Alta calificación	AA		Aa
Más que término medio	A		A
Término medio	BBB	<i>Investment grade</i>	Baa
Predominantemente especulativa	BB		Ba
Especulativa, grado bajo	B		B
Pobre, sin capacidad de repago	CCC		Caa
El más alto grado especulativo	CC		Ca
La más baja calificación, sin interés	C		C
En <i>default</i>	DDD		DDD
Valor cuestionable	DD		DD

El decreto 219/93 ("B.O.", 4/10/93) dispuso una adecuación del decreto 656/92, que estableció la doble calificación de riesgo, por empresas calificadoras registradas en la Comisión Nacional de Valores, para los títulos de deuda privados con oferta pública, en concordancia con la titulización por medio de los fondos comunes de crédito de la R.G. 237 de la C.N.V. Conforme el art. 1 del citado decreto 656/92 la Comisión Nacional de Valores no otorgará autorización de oferta pública para ninguna emisión de títulos valores privados representativos de deuda, sin la previa presentación de dos calificaciones de riesgo otorgadas por sociedades calificadoras distintas e independientes habilitadas a tal fin. Los títulos representativos de deuda se calificarán en categorías que serán denominadas, respectivamente, con las letras A, B, C, D y E. La calificación A corresponde a los títulos de mejor calidad y más bajo riesgo. En un orden decreciente, la calificación D corresponderá a los títulos de menor calidad y mayor riesgo. La calificación E deberá ser conferida a los títulos de emisoras que no hayan cumplido debidamente los requisitos de información impuestos por las normas vigentes y necesarios para la calificación de su título (art. 13).

4. j) El *credit enhancer*: Es el vehículo que se utiliza para mejorar la calificación de riesgo mediante la utilización de estructuras de subordinación de deudas o recurriendo a la constitución de garantías.

El realce (*enhancement*) puede provenir de un tercero o del mismo originante. Si proviene de un tercero puede adoptar la forma de una carta de crédito, un seguro de caución o un bono de seguro o garantía, seguros de liquidez, contratos de reinversión garantizada, entre otros medios.

Si el *credit enhancement* lo provee el mismo emisor puede adoptar la forma de *overcollateralization* o sobregarantización, o bien estructurarse una emisión en serie de los títulos en principales o *senior*, intermedios o *mezzanine* y subordinados. Estos últimos suelen quedar en poder de los mismo emisores u originantes, o colocados entre terceros que respetan esa condición, de modo que el pago de la misma queda sujeto al pago de los títulos de serie superior.

La regla general es que el proveedor del *credit enhancement* debería tener una calificación de riesgo mayor que el originante, por lo que resulta aconsejable que no sea este el que la efectivize.

5. La titulización en la legislación argentina

Hemos dicho que los vehículos que pueden ser utilizados para titular una cartera de activos dentro de nuestro ordenamiento jurídico son tres: una sociedad de objeto especial, un fondo común cerrado de crédito y un fideicomiso financiero. Sin embargo ya hemos dejado en claro que la primer opción no resulta conveniente porque implicaría moverse dentro de un ámbito oscuro y carente de regulación específica. Es por este motivo que optamos por tratar *in extensu* solo los dos últimos, sin perjuicio de que por razones económicas y prácticas sea el fideicomiso financiero el vehículo que la práctica comercial ha adoptado como *vedette* para efectivizar una operación titulizadora.

22. BARBOUR, NORTON & SLOVER, ob. citada, p.7.

5. a) Los fondos comunes cerrados de crédito: La ley 24.083 y su decreto reglamentario 174/93, vinieron a modificar el régimen establecido por la ley 15.585, del año 1.946 y su posterior decreto reglamentario 11.146/62, en relación a los fondos comunes de inversión. *Lato sensu* podemos decir que la modificación se centró en fortalecer a los fondos como grandes inversores institucionales, al permitir ampliar el espectro de activos en los que la sociedad gerente puede invertir: metales preciosos, divisas, derechos y obligaciones derivados de operaciones futuras y opciones, e instrumentos emitidos por entidades financieras. También incluyó como variante a los fondos comunes abiertos de inversión, los fondos comunes cerrados, con las diferencias que explicaremos *infra*.

Veamos primero que es un fondo común de inversión. Se trata de un haber separado del patrimonio de las partes intervinientes, constituyendo de esta manera un verdadero patrimonio de afectación. Este haber está constituido por el aporte individual de los inversores, quienes de esta manera pasan a ser tenedores de las cuotas partes, cartulares o escriturales, lo que les otorga derechos de copropiedad sobre los beneficios del fondo, y tiene reglados *ab initio* y de modo detallado la forma en que habrá de estar administrado el conjunto de bienes que tienen en común.

De esta manera los fondos permiten que pequeños inversores participen en grandes inversiones con los beneficios que se derivan de la diversificación del riesgo. Esta ventaja es consecuencia de que el haber en cuestión está compuesto por una cartera diversificada de activos. Un pequeño inversor se ve beneficiado con este atractivo que le sería imposible, o al menos dificultoso, obtener mediante su inversión individual.

Estos fondos no constituyen sociedades, son creaciones jurídicas de contenido económico que carecen de personería jurídica. El fondo nace de la decisión conjunta de dos sociedades independientes, que constituirán los órganos del fondo: una sociedad gerente a cargo de la dirección, representación y gestión del fondo, es decir, la política de inversiones; y otra en carácter de depositaria, a cargo de la guarda y depósito de los activos que integran el portafolio de inversiones del fondo, razón por la cual tendrá la inscripción de los bienes registrables a favor del fondo, en beneficio de la totalidad de los cuotapartistas (art. 2, decreto 2088/93). La sociedad gerente debe ser una sociedad anónima constituida con ese exclusivo objeto, con oficinas separadas de cualquier otra actividad, y con un patrimonio neto mínimo de \$ 50.000 que debe incrementarse en un 25% por cada fondo adicional que administre. El depositario puede ser una entidad financiera o una sociedad anónima constituida con ese exclusivo objeto, con un patrimonio neto mínimo de \$ 100.000 por cada fondo.

Las cuotas partes pueden ser cartulares o escriturales, según estén representadas en un certificado o bien en una cuenta en la sociedad depositaria. Pueden ser también al portador, nominativas o endosables, según sea su ley de circulación. Cabe afirmar que se trata de títulos causales (art. 18 ley 24.083), dado que en el título se debe mencionar el negocio o relación que le dio origen.

Dado que los fondos son de naturaleza contractual, los derechos básicos de los cuotapartistas, esto es el derecho al rescate, a la distribución de utilidades del fondo y a la distribución del producido de la liquidación del haber, surgen del reglamento de gestión. Si bien los certificados incorporan a favor de sus titulares derechos personales de éstos contra el fondo, no pueden invocar, sin embargo, un derecho de propiedad que recaiga directamente sobre los activos en depósito.

Un aspecto importante en la consideración de los fondos como instrumento de inversión es el hecho de que los bienes en los que invierte la sociedad gerente, constituyen una mera cuenta de orden, no integran el activo de la depositaria ni de la gerente, y, por tanto, no entran en la masa concursal en el caso de liquidación o quiebra de cualquiera de los órganos del fondo.

A diferencia de la ley anterior, que solo admitía los llamados fondos de inversión abiertos (*open end funds*), la ley 24.083, en su art. 21, autoriza la existencia de los fondos cerrados (*closed end funds*). Procedamos a diferenciarlos:

En los fondos abiertos el número de cuotas partes es variable y depende los rescates y suscripciones. Tienen como objeto de inversión los activos mencionados en el art. 1 de la ley 24.083, párrafo 1°: valores mobiliarios con oferta pública, metales preciosos, divisas, derechos y obligaciones derivados de operaciones de futuros y opciones, instrumentos emitidos por entidades financieras autorizadas por el Banco Central de la República Argentina y dinero.

Los fondos cerrados se constituyen con una cantidad máxima de cuotas partes, las que una vez colocadas no podrán ser rescatadas hasta la disolución del fondo o finalización del plan de inversiones determinado en el reglamento de gestión. Según lo dispone el segundo párrafo del art. 1 de la ley 24.083, este tipo de fondos está autorizado a tener objetos especiales de inversión e integrar su patrimonio con conjuntos homogéneos o análogos de bienes, reales o personales, o derechos creditorios con garantías reales o sin ellas de acuerdo a lo que disponga la Comisión Nacional de Valores. Esto último es lo que los hace muy aptos para activos de baja liquidez y alto rendimiento (verbigracia: créditos hipotecarios), circunstancia que derivó en el art. 15 del decreto 174/93, que los precisa como vehículos para la constitución de fondos comunes cerrados

de créditos, siendo que a partir de la modificación que el art. 78 de la ley 24.441, hace al art. 1 de la ley 24.083, se incorpora legislativamente la posibilidad de titularizar por medio de los fondos comunes de inversión.

La denominación “fondos comunes cerrados de créditos” solo podrá ser utilizada por aquellos fondos comunes que se estructuren conforme a lo establecido por el art. 2 de la ley 24.083 (art. 78 ley 24.441).

Se trata de fondos cerrados de inversión, que pueden ser autorizados a la oferta pública, que cuentan con un objeto especial de inversión: activos financieros (art. 15 decreto 174/93).

Como ya hemos explicitado, el decreto 2019/93, modificatorio del art. 1 del decreto 656/92, establece la obligación de calificar los instrumentos o títulos valores que se oferten públicamente cuando su repago estuviese respaldado por un flujo de fondos provenientes del cobro de créditos, representaren participaciones en la titularidad de esos créditos u otorgaren a sus titulares el derecho a percibir intereses calculados sobre el valor del instrumento o título. En consecuencia, se deberá calificar el riesgo de las cuotapartes representativas del haber del fondo por entidades calificadoras de riesgo, inscritas en el registro que al efecto lleva la Comisión Nacional de Valores.

El control y fiscalización de los fondos comunes de inversión, incluyendo los fondos comunes cerrados de crédito, recae sobre la Comisión Nacional de Valores (art. 32 ley 24.083). El procedimiento de autorización, así como la resolución que da vida a estos órganos, depende de esa Comisión. La autorización de los fondos comunes cerrados de crédito implicará la autorización de oferta pública de las cuotapartes que emite el fondo. Sin embargo, la admisión a la oferta pública quedará condicionada a la efectiva y total colocación de las cuotapartes en el plazo establecido en el reglamento de gestión autorizado por la Comisión Nacional de Valores. Por fin, en caso de suspensión de la oferta pública o el retiro de la autorización del fondo, el reglamento de gestión deberá prever los medios con los cuales se liquide a los cuotapartistas su participación en la cartera de activos.

Es importante destacar que el decreto 174/93, en su artículo 34 contiene una completa previsión, acerca de la sustitución de cualquiera de los órganos del fondo cuando cualquiera de ellos entran en estado falencial, permitiendo que el haber que integra el fondo puede continuar bajo la gestión de órganos sustitutos.

El art. 78, inc. h) de la ley 24.441, incorpora un último párrafo al art. 21 de la ley 24.083, dotando a fondo de una variante de la que antes carecía y que puede resultar de suma utilidad en el caso de que el vencimiento del plazo del fondo no compatibilice con los intereses de los inversores. El reglamento de gestión puede prever que al menos un año antes de la expiración del plazo por el que se constituyó el fondo, una asamblea de cuotapartistas resuelva su prórroga. Los cuotapartistas disconformes con lo resuelto por la asamblea, podrán solicitar el rescate de sus cuotapartes, a las que se les reintegrará el valor de su participación en el término máximo de un año. A esta asamblea se le aplicaran las disposiciones de la ley 19.550 en lo relativo a las asambleas extraordinarias.

Hemos adelantado ya que la utilización de estos fondos como vehículos para la titulización de activos deviene en antieconómica a comparación de los fideicomisos financieros. Pasaremos ahora a fundamentar dicha postura.

En primer lugar, los fondos muestran la desventaja de un mayor costo operativo que un fideicomiso financiero debido a que necesitan para su desenvolvimiento dos entidades, la sociedad gerente y la sociedad depositaria, mientras que en el fideicomiso la gestión corresponde al fiduciario, que por otra parte no requiere objeto exclusivo para cumplir esa función.

En el plano fiscal, el tratamiento es más favorable para los fideicomisos financieros, puesto que: a los fondos cerrados se les aplica las limitaciones de la ley de impuesto a las ganancias para la deducción de los intereses con respecto al endeudamiento. En función de ello, solo puede deducirse el 60% de los intereses pagados, y siempre que el monto total del pasivo que genera intereses al cierre del ejercicio no sea superior a 2,5 veces el monto del patrimonio neto a la misma fecha, y el monto de intereses no sea superior al 50% de la ganancia neta sujeta a impuesto del período, determinada con anterioridad a la detracción de los mismos. Cuando el fondo cerrada pague intereses de deudas a sujetos comprendidos en el art. 49 de la ley de impuesto a las ganancias (sociedades y explotaciones en general), deberá practicar una retención del 35% sobre los intereses, la que tendrá para los titulares de dicha renta el carácter de pago a cuenta del impuesto. Los fondos cerrados contribuyen a impuesto a la ganancia mínima presunta, a una tasa del 1% sobre el valor del activo valuado de acuerdo a las normas del impuesto. Se toma como pago a cuenta del impuesto a las ganancias. Los fondos cerrados deben pagar el impuesto sobre los intereses pagados y el costo financiero del endeudamiento empresarial, aplicable sobre los intereses y costo financiero deducibles del impuesto a las ganancias. Las limitaciones e impuestos antes indicados no se aplican a los fideicomisos financieros, y de allí la conveniencia de la utilización de los mismos como vehículo más operativo y más económico a la luz del tratamiento fiscal.

5. b) Fideicomisos financieros: Nuestro codificador previó en el art. 2.662 del Código Civil al dominio fiduciario como una especie de dominio imperfecto según estos términos: *“Dominio fiduciario es el que se adquiere en un fideicomiso singular, subordinado a durar solamente hasta el cumplimiento de una condición resolutoria, o hasta el vencimiento de un plazo resolutivo, para el efecto de restituir la cosa a un tercero”*.

Desde ese entonces y hasta la sanción de la ley 24.441, la figura del fideicomiso fue el centro de álgidas discusiones doctrinarias. Creo avisorar la causa de este disenso, el cual en mi humilde opinión carece de fundamentación, en la escasa regulación existente en nuestro ordenamiento. En efecto además de la mencionada, existían una serie de normas dispersas por el articulado de nuestro código, pero no terminaban de abarcar todas las aristas que el fideicomiso necesita que sean reguladas para poder desenvolverse con una infraestructura legal mínima. Podrá objetárseme que todo ello se encuentra salvaguardado en el poder regulador de la autonomía de la voluntad... puede ser; pero es insuficiente cuando se ponderan los cuantiosos intereses que pueden estar involucrados en lo multifacético del fideicomiso.

El instituto luego fue receptado por la ley 18.061, pasando más tarde a ser considerado por la actual ley de entidades financieras N° 21.526, autorizando a los bancos comerciales (art. 21), a los bancos de inversión (art. 22 inc. g) y a las compañías financieras (art. 24 inc. i) a actuar como fiduciarios. Al respecto se realizaron dos seminarios, uno promovido por el Banco de la Nación Argentina (1980) al que concurrieron varios especialistas mejicanos, y el segundo por Alide y el Banco Santafesino de Inversión y Desarrollo (Rosario, 1.983), que fueron trascendentes en la introducción de la figura a nuestro medio. Además, a comienzos de 1.985 se presentó un Anteproyecto de Ley de Fideicomiso por vía del, entonces, Ministerio de Educación y Justicia. La doctrina nacional hizo su aporte, siendo vital la obra de M. A. Carregal, en su libro *“El Fideicomiso. Regulación jurídica y posibilidades prácticas”*, obra que data de 1.982.

Empero, hasta la sanción de la omnicompreensiva ley omnibus N° 24.441, que echa por la borda toda duda respecto a la posibilidad de aplicación del fideicomiso en nuestro país, seguían los injustificados resquemores.

En efecto, como bien nos ilustran Flah y Smayevsky²³ la consagración del *numerus clausus* en materia de derechos reales (arts. 2.502, 2.503 y 2.614) ha sido un argumento que se utilizó en contra de la instalación de los negocios fiduciarios. Otro de los argumentos era la prohibición a la sustitución fideicomisaria del art. 3.724.

Como ya hemos dicho con la sanción de la ley 24.441, se despeja la oscuridad existente en torno al tema y se abre una etapa completamente distinta en cuanto al desarrollo del fideicomiso en nuestro país. Esta ley tiene como fuente el proyecto de la Comisión Nacional de Valores de 1.993, con algunas modificaciones.

El mentado art. 2.662 del Código Civil es modificado en virtud del art. 73 de la ley 24.441 de la siguiente forma: *“Dominio fiduciario es el que se adquiere en razón de un fideicomiso constituido por un contrato o por testamento, y está sometido a durar solamente hasta la extinción del fideicomiso, para el efecto de entregar la cosa a quien corresponda según el contrato, el testamento o la ley.”*

El art. 1 de la mencionada ley nos da una definición del fideicomiso: *“Habrá fideicomiso cuando una persona (fiduciante) transmita la propiedad fiduciaria de bienes determinados a otra (fiduciario), quien se obliga a ejercerla en beneficio de quien se designa en el contrato (beneficiario), y a transmitirlo al cumplimiento de un plazo o condición al fiduciante, al beneficiario o al fideicomisario.”*

La ley, siempre en la parte concerniente al fideicomiso (título I), continúa regulando algunas aristas de esta figura que el legislador considera que no pueden quedar sin protección legal, dejando el resto, con prudente criterio, al amparo del poder regulador de la autonomía de la voluntad. Así las cosas, los consiguientes artículos se explayan sobre los contenidos mínimos del contrato; sobre las formas en que puede constituirse; deberes y obligaciones de las partes; causales de remoción del fiduciario; efectos del fideicomiso, etc.

Pero en lo que a este trabajo atañe, resulta trascendente lo regulado en los capítulos cuatro, cinco y seis, del título I. Esto es así, dado que en las normas que constituyen estos capítulos se incluye la novel figura del fideicomiso financiero, como una subespecie del género fideicomiso, figura que en nuestro medio es el vehículo más apto para desarrollar una operatoria de titulización. Cabe destacar que al considerar al fideicomiso financiero como una subespecie del fideicomiso común u ordinario, las reglas generales de estos son aplicables directamente a aquellos.

Podemos decir que este tipo de fideicomiso se diferencia del fideicomiso común, en el hecho de que para revestir la calidad de fiduciario o de beneficiario, hay que cumplir con requisitos previamente determinados (art. 19 ley 24.441).

23. FLAH, Lily R. y SMAYEVSKY, Miriam *“La securitización y la promoción de la vivienda”*, Ed. Abeledo Perrot, 1.996, p. 19.

En efecto, quien pretenda ser fiduciario financiero deberá ser o una entidad financiera o una sociedad especialmente autorizada por la Comisión Nacional de Valores para actuar como fiduciario financiero. Lo cual es lógico dado que esta entidad resulta ser, según prescribe el mismo artículo, la autoridad de aplicación respecto de los fideicomisos financieros, con la posibilidad de dictar disposiciones reglamentarias al efecto. La competencia del citado organismo resulta aún más justificado atendiendo al hecho de que los fideicomisos financieros son fideicomisos que están destinados a operar dentro del mercado de capitales.

Ya hemos dicho que la ley 21.526 autoriza a los bancos comerciales, bancos de inversión y compañías financieras a actuar como fiduciarios (arts. 21, 22 y 24 de la ley 21.526). Al margen de estas entidades, también pueden hacerlo una sociedad especialmente autorizada por la Comisión Nacional de Valores, que según sus normas debe ser una sociedad anónima, lo cual consideramos justo por tratarse del tipo social más apto para lograr el correcto aislamiento de los activos y el consiguiente efecto *bankruptcy remote*. Es requisito para cualquiera de las dos entidades (las financieras y las sociedades anónimas), el estar inscritas en el "Registro de Fiduciarios Financieros" que lleva la Comisión Nacional de Valores, y tener un patrimonio neto mínimo de un millón de pesos. La función primordial de este tipo de fiduciarios es administrar por sí o por terceros administradores profesionales los activos o bienes fideicomitados que respaldan o garantizan el repago de los títulos de deuda o la distribución de las participaciones a la que dan derecho los certificados de participación.

El segundo requisito tipificante de los fideicomisos financieros es que la posición contractual del beneficiario está incorporada a un título valor, por ende susceptible de oferta pública. La ley 24.441 prevé la emisión de dos tipos de títulos fiduciarios: los certificados de participación, que son emitidos por el fiduciario, y los títulos representativos de deuda, que pueden ser emitidos por el fiduciante o el fiduciario. El certificado de participación tiene la característica de una *equity*: da derecho a participar en los frutos y en la realización del patrimonio fideicomitado. Este derecho a participar en las utilidades del negocio fiduciario puede ser limitado: en tal caso hay un certificado de participación de renta. El título de deuda es lo que se denomina una *debt*: es una deuda imputada al fideicomiso, siendo el patrimonio fideicomitado la única fuente de pago de los servicios de amortización e intereses.

Debido a la calificación de los títulos fiduciarios como títulos valores, corresponde integrar su regulación, para el caso de defecto de lo estipulado en sus condiciones de emisión (art. 16 del Código Civil), en tanto resulte compatible con la estructura del proceso de titulización, adecuándolo al siguiente marco normativo: a los títulos de deuda, las disposiciones de las obligaciones negociables (ley 23.576 modificada por la ley 23.962); y a los certificados de participación, las normas respecto de las cuotapartes de los fondos comunes de inversión (art. 1 de la ley 24.083). La referencia a la oferta pública que hace el segundo párrafo del art. 19 de la ley 24.441, resulta sobreabundante a la luz de la ley 17.811, que es la normativa general en materia de oferta pública de títulos valores. La disposición no excluye la colocación privada (*private placement*) de dichos títulos.

Estos títulos se encuentran enmarcados dentro de la órbita de aplicación del art. 1 del decreto 652 del 23 de abril de 1.992 y sus modificaciones, por lo que cada emisión de los mismos deberá tener dos calificaciones de riesgo independientes por medio de las sociedades que con tal objeto se hallan registradas ante la Comisión Nacional de Valores.

Con buen criterio el art. 21 de la ley 24.441, recepta en su seno la figura del fideicomiso financiero de garantía, en estos términos: "*Los certificados de participación serán emitidos por el fiduciario. Los títulos representativos de deuda podrán ser emitidos por el fiduciario o por terceros.*". De este modo, una empresa puede obtener una financiación más barata si cuenta en su cartera con activos financieros que gocen de alto porcentaje de recupero (verbigracia: hipotecas o prendas), transmitiéndolos a un fiduciario financiero y emitiendo obligaciones negociables, respaldadas por el flujo de dinero proveniente de dichos activos. Es dable destacar que existen entre nuestros autores, un grupo mínimo que se pronuncia por la ilegalidad de este tipo de fideicomisos, argumentando que encubren la posibilidad de subastar extrajudicialmente los bienes transmitidos por el deudor, sonsacándole de esta forma su derecho de defensa. Empero, estos argumentos no llegan a dañar la trascendencia jurídica que actualmente tiene esta figura que ha demostrado ser extremadamente útil tanto para deudores como para acreedores, y ha sido la práctica misma la que se ha ocupado de contestar a estas escasas opiniones desfavorables alineando a la gran mayoría de la doctrina del lado del fideicomiso de garantía.²⁴

El art. 20 de la ley 24.441 nos habla de las condiciones de emisión de los certificados de participación y de los títulos de deuda, dejándolas al criterio del emisor. Esta postura de no reglamentar legalmente los

24. Para ampliar en el tema, que excede los propósitos de esta obra, resulta muy ilustrativa al efecto la disputa doctrinaria que ocurrió recientemente entre Carregal y Peralta Mariscal: Peralta Mariscal, Leopoldo L. "¿Fideicomiso de garantía? ¡Neuralgias y cefaleas garantizadas!", LL, 2000-D, p. 975; Carregal, Mario A. "Fideicomiso de Garantía: licito y necesario", LL, 2000-E, p. 948; y finalmente, Peralta Mariscal, Leopoldo L. "Fideicomiso si, de garantía no" diario la ley del 13 de marzo de 2.001.

condiciones de emisión nos parece sana, y con buen tino el legislador ha dejado que sea la propia dinámica de la práctica comercial la encargada de hacerlo. De todas maneras, teniendo en cuenta que las emisiones de títulos valores con oferta pública tienen como presupuesto la preparación del prospecto, regulado por el art. 31 de las normas de la Comisión Nacional de Valores, cabe entender como condiciones mínimas de emisión las siguientes:

- Identificación del emisor.
- Títulos valores a ser ofrecidos (tipo, número y valor nominal).
- Breve descripción de las características de los títulos valores ofrecidos identificando los derechos de los acreedores.
- Calificación de riesgo y domicilio de la sociedad calificadora.
- Precio y período de suscripción.
- Forma de integración.
- Entidad autoregulada en la que cotizaran los títulos valores.
- Lista y domicilio de los agentes colocadores.²⁵

El mentado art. 21, establece para los *asset backed securities*, la misma ley de circulación de las obligaciones negociables al hacer aplicable a los mismos lo dispuesto por el art. 8 y concordantes (arts. 29, 30, 31 y 32) de la ley 23.576, con las modificaciones de la ley 23.962. Así las cosas, estos títulos podrán ser al portador (en cuyo caso se transmiten por la mera tradición); nominativos endosables (transmisibles por endoso, requiriéndose el registro de la transferencia al efecto del ejercicio de los derechos del endosatorio, según el art. 215 *in fine* de la L.S.C.), o nominativos no endosables (supuesto en el cual el registro de la transferencia es constitutivo respecto de terceros y de la sociedad, según dispone el art. 215, primera parte de la L.S.C.). Entiendo al fenómeno de la desmaterialización de los títulos circulatorios que es característica de la circulación actual de los valores mobiliarios, se prevé la posibilidad de *asset backed securities* de carácter escritural, es decir que no se representan en títulos sino que se inscriben en cuentas que se anotan en el registro de la emisora, bancos comerciales o de inversión o caja de valores.

Finalmente se prevé la posibilidad de que el fiduciario financiero emita certificados globales de los certificados de participación para su inscripción en regímenes de depósito colectivo (ley 20.463), como el de Caja de Valores S.A. No obstante el hecho de que la ley solo prevea esta posibilidad para los certificados de participación, no vemos óbice alguno que impida su aplicación para los títulos de deuda. Veremos que esta omisión es común a lo largo de todo el articulado de esta ley, y lo cierto es que esta omisión no encuentra justificativo alguno, por lo que a pesar de la discriminación legal, la solución debe extenderse también a los títulos representativos de deuda.

Otro ejemplo de esta injustificada omisión esta dado por el art. siguiente (art. 22), en donde la posibilidad de efectuar emisiones en series y en clases parece reservada a los certificados de participación si nos atenemos al tenor literal de la ley. Pero el sentido común y la práctica comercial, hace que esta facultad sea extensible a los títulos de deuda.

Cabe destacar que serie es la división en tramos de títulos idénticos, emitidos en forma dividida o escalonada por razones de oportunidad, ya que es la porción que se considera colocable en un plazo determinado. Cuando los títulos contienen derechos homogéneos dentro de una misma categoría, diferenciables de otros grupos de títulos, se habla de clases. Así puede haber clases convertibles, con opción, preferidas, subordinados, etc.

El capítulo 6 del título I de la ley 24.441, dispone un régimen diferenciado de liquidación del patrimonio fideicomitado, cuando el fideicomiso es financiero. En efecto, este régimen no solo está diferenciado de los regímenes comunes de liquidación como el de la ley 24.522 o la 21.516, sino que también se diferencia del supuesto de insuficiencia patrimonial que establece el art. 16 de la misma ley 24.441, para el caso de los fideicomisos ordinarios.

Como primer punto hay que destacar que toda la operatoria que estructura el complejo normativo que destacamos, se virtualiza solo en el caso de que no exista previsión contractual, como bien lo estipula el art. 23. Ante tal omisión convencional, y ante la eventualidad de una cesación de pagos que torne imposible el pago total y regular de todas las obligaciones contraídas (no sería dable la activación de todo el procedimiento ante un mero incumplimiento), el fiduciario citará a una asamblea de tenedores de deuda, la que se notificará mediante la publicación de avisos en el Boletín Oficial y un diario de gran circulación del domicilio del fiduciario, la que se celebrará dentro del plazo de sesenta días contados a partir de la última publicación, a fin de que la asamblea resuelva sobre las normas de administración y liquidación del patrimonio.

El primer punto que salta a la vista, es el hecho de que los tenedores de certificados de participación, no poseen mayor peso dentro de esta asamblea. Todo esto tiene una explicación lógica si tenemos en cuenta

25. HIGHTON, Elena, MOSSET ITURRASPE, Jorge, PAOLANTONIO, Martín y RIVERA, Antonio, ob. citada, p. 93.

de que los tenedores de los certificados de participación son al fideicomiso, lo que los accionistas a la sociedad anónima. Los verdaderos acreedores en el fideicomiso financiero son los tenedores de los títulos de deuda, y por ello resulta entendible la solución aportada por la ley.

Un tema que ha quedado fuera del amparo legal, es el atinente a que pasará con los acreedores del fideicomiso que no son tenedores de títulos, o sea a los acreedores nacidos en virtud del giro propio del patrimonio de afectación en cuestión. Sin duda, será la jurisprudencia la que establezca una solución basándose en principios comerciales exógenos al articulado de la ley 24.441.

El art. 24 de la ley realiza una enumeración de una serie de posibles soluciones que la asamblea puede adoptar, pero se trata de una enumeración no taxativa, a la luz de su inciso f): *Cualquier otra materia que determine la asamblea relativa a la administración o liquidación del patrimonio separado*. Vemos en esta última dicotomía planteada, una posición clara del legislador en cuanto a que no siempre las decisiones de la asamblea giraran en torno a la liquidación del patrimonio fideicomitado, sino que también pueden plantearse procedimientos tendientes a sanear las deudas y reconducir el rumbo del patrimonio fideicomitado. Pensamos, de *lege ferenda*, que en el caso de que la decisión modifique un aspecto sustancial del fideicomiso, la solución debe ser consensuada con el fiduciante y los tenedores de los certificados.

Los últimos tres párrafos del art. 24 reglamentan los requisitos básicos para la existencia del quorum y de la obtención de las mayorías necesarias para el arribo a un acuerdo.

La asamblea se considerará válidamente constituida cuando estuviesen presentes los tenedores de los títulos que representen como mínimo dos terceras partes del capital emitido y en circulación.

En aras de no obstaculizar el correcto desarrollo de las relaciones negocials modernas, la ley permite que pueda actuar con representación con carta poder certificada por escribano pública, autoridad judicial o banco, no siendo necesaria la legalización.

En el caso de que en la primera asamblea no hubiese quorum, se deberá celebrar una segunda asamblea que será citada dentro de los treinta días siguientes a la fecha fijada para la asamblea no efectuada. Esta asamblea será válida sin necesidad de que se verifique un número mínimo de tenedores presentes.

Tanto en la primera como en la segunda asamblea, la mayoría necesaria para arribar a un acuerdo es la mayoría absoluta del capital emitido y en circulación. Esta mayoría será elevada a dos tercios del capital emitido y en circulación, para el caso de que en la primera asamblea se trataran las modificaciones del contrato de emisión, las que podrán comprender la remisión de parte de las deudas o la modificación de los plazos, modos o condiciones iniciales.

VI. Conclusión

Sin dudas, la operatoria que hemos descripto resulta harto beneficiosa para cualquier compañía, ya sea comercial como financiera. Beneficio que se ve reforzado en el caso de las pequeñas y medianas empresas argentinas por los motivos que se evidenciaran a medida que avancemos en este capítulo. Decimos esto, no porque las ventajas que arroja la titulización sean patrimonio exclusivo de este tipo de empresas, sino por el hecho de que a una gran empresa que goza de un capital elevado y de una capacidad de repago que genere confianza en el mercado, no le es imprescindible buscar métodos de financiación alternativos a los tradicionales, dado que los costos que ellas deberán afrontar no serán tan elevados como los de las primeras.

Pongamos el caso de una pequeña y mediana empresa argentina que busca financiarse mediante la solicitud de un crédito tradicional. La entidad financiera a la que recurra, al evaluar su capacidad de repago le impondrá al crédito la tasa de interés que considere acorde con el llamado riesgo-empresa, que no es otra cosa que el índice de probabilidad de que esta empresa incumpla la obligación asumida; índice que no se encuentra aislado del tristemente célebre riesgo país. Con estas premisas, y otras ya de características más específicas que el banco evaluará antes de valuar el riesgo crediticio (mercado en el que la empresa opera, análisis de los últimos balances, objetivo para el cual serán utilizados los fondos solicitados, visita a la planta etc.), estará conformada la tasa de interés, y dentro de la coyuntura por la que atraviesan todas las empresas en nuestro país, ahondar en lo elevado que la misma resultaría, es casi una perogrullada.

No obstante lo duro de esta realidad que aqueja a todo el empresariado local, no es menos real ni menos cierto de que ninguna empresa que pretenda sobrevivir a esta crisis puede prescindir del crédito como herramienta insustituible para financiar su producción. En este entendimiento hay que acudir a métodos alternativos de financiación como el caso del factoring, del renting, del underwriting y de la titulización de activos, entre otros. Luego de producido el terremoto que ha significado para los institutos jurídicos, la proliferación de la llamada "legislación de emergencia", la que ha acometido directamente a los cimientos de estructuras jurídicas de años en nuestra práctica (el caso más paradigmático es la hipoteca), pensamos

que solo sobrevivirán aquellos que demuestren ser útiles al momento de favorecer el desenvolvimiento de las empresas en el medio de la crisis.

Puntualizando en la titulización, que es el aspecto que nos compete, se trata de una operatoria que le otorgaría a una empresa mediana o pequeña, que posea una cartera de activos financieros atractivos y homogéneos, la posibilidad de financiarse mediante su titulización, y despegarse de los parámetros negativos que estigmatizan a este segmento del sector productivo en nuestro país, alejándose del temido riesgo PYME, y hasta inclusive, para el caso de que tenga deudores extranjeros en su portafolio, del funesto riesgo país. Esto no solo permitiría que estas empresas puedan sobrevivir conservando la importante fuente de empleos que ellas significan, sino que también contribuirá a que ellas mismas abaraten sus costos, e implanten líneas de crédito flexibles, amplias y de ágil otorgamiento. Con ello se evidencia que la titulización no solo es útil a nivel microeconómico, sino que también a nivel macro, dado que el hábito de liquidez que un mercado titulado, con la infraestructura legal y contable adecuada, insufla a la economía es grandioso.

Asimismo, la titulización de activos constituye un instrumento adecuado para ayudar a salir del congestionamiento, que el mercado financiero argentino sufre en estos momentos. Sin dudas, el problema más grande que deberán enfrentar en el futuro las entidades financieras será la manera en que harán para recuperar la confianza de los ahorristas. El camino tradicional se encuentra vedado por razones obvias: no solo está el tema de que será casi imposible que los ahorros de los argentinos financien las operatorias de los bancos por la gran desconfianza existente entre los mismos, sino que además nadie será tan osado como para tomar dinero a largo plazo en un país en donde la seguridad jurídica es de lo más insegura, y en donde más allá de la persona que ocupe el cargo de presidente, y de la forma en que esté compuesto el Congreso de la Nación, hace ya un rato largo que gobiernan y legisla en nuestro país la “necesidad y urgencia”.

En este contexto volvemos a ver como la titulización se hace fuerte, y constituye una variante a los típicos negocios bancarios de intermediación entre la oferta y la demanda de recursos financieros. En efecto, la fuerte condición de desintermediadora que implica la titulización, posibilita que los bancos puedan desplazar de sus balances activos de lenta o mediana liquidez, obteniendo el consecuente ingreso de fondos, y generando un mercado de alta rotación de activos.

El procedimiento propuesto es muy similar al presentado en su momento por la diputada Elisa Carrió y el presidente del Banco Credicoop, Carlos Heller. Se trata de conformar un *pool* con todos aquellos créditos que integran la cartera de los bancos que fueron entregados a aquellas empresas con capacidad de repago, que impliquen un flujo de fondos rigurosamente estudiado de modo que posibilite atender a los servicios de intereses y amortización de capital, con una regularidad tal que resulte un buen negocio para cualquier inversor internacional. Lo que se busca es que el ingreso de fondos no provenga de las ya alicaídas arcas de los argentinos, para no quitarle liquidez al mercado nacional, sino que los fondos provengan del exterior, alimenten nuestro erario y al mismo tiempo descongestionen el sistema financiero.

Atendiendo a las críticas que el proyecto despertó dentro del Palacio de Hacienda, críticas que compartimos, y que manifestaban que los inversores extranjeros no iban a invertir en activos pertenecientes a empresas situadas en un país en *default*, proponemos que los activos que se incluyan sean aquellos créditos otorgados a empresas con gran capacidad de repago, no endeudadas en dólares, cuyas casas matrices preferentemente estén situadas en el exterior, o bien empresas créditos a empresas argentinas con importantes garantías de empresas situadas en el exterior.

De modo que el proceso de selección debe ser muy riguroso y efectuado por expertos, haciendo que se logre acabadamente el aislamiento de los activos de los bancos originantes. Una vez satisfecha esta etapa, el paso siguiente sería la transmisión de todo el *pool* a un *trustee* de probada solvencia a nivel internacional, y que se encuentre completamente al margen de toda la situación argentina, de forma de que goce de la cualidad de ser *bankruptcy remote* con respecto a los bancos originantes.

Los títulos se pueden emitir con una prima de colocación por debajo del valor nominal, o puede utilizarse cualquier otra variante de *credit enhancement* que haga que los *securities* así obtenidos alcancen un alto grado de *investment grade*, que realmente contribuya a solventar la crisis financiera que padece nuestro país.

Estamos convencidos de que ésta, o bien otra variante de titulización de activos haría de palanca para que nuestro país empiece a transitar la senda de la recuperación. Así nos lo demuestra la experiencia internacional: el mercado de activos titulizados de USA creció notablemente en época de crisis; la titulización ayudó al mercado del sudeste asiático a superar la aguda crisis que padecieron en el año 1997.

Las actuales condiciones económicas imperantes en nuestro país deben proveer un fuerte catalizador para el desarrollo de nuevos mercados, y sin dudarlo la titulización de activos constituye la vía más barata (y quizás la única vía) para las instituciones financieras y comerciales para financiar su producción. Podemos concluir junto con Norton, Barbour y Slover, diciendo que las virtudes de la titulización de activos, desde

costos más bajos, a la reducción de riesgos, son tan numerosas y tan positivas, que ningún mercado emergente puede ignorar el uso de esta revolucionaria técnica financiera.²⁶

26. BARBOUR, NORTON & SLOVER, ob. citada, p. 33.