

Escuela de Negocios

Tipo de documento: Tesis de maestría



Maestría en Finanzas

Los fondos cerrados de inversión y los fideicomisos financieros como instrumentos de financiación con impacto en la economía real

Autoría: Ponte, Gastón Ariel

Año: 2020

¿Cómo citar este trabajo?

Ponte, G. (2020). *"Los fondos cerrados de inversión y los fideicomisos financieros como instrumentos de financiación con impacto en la economía real"*. [Tesis de maestría. Universidad Torcuato Di Tella]. Repositorio Digital Universidad Torcuato Di Tella. <https://repositorio.utdt.edu/handle/20.500.13098/14317>

El presente documento se encuentra alojado en el **Repositorio Digital de la Universidad Torcuato Di Tella** bajo una licencia Creative Commons Atribución-No Comercial-Compartir Igual 4.0 Internacional
Dirección: <https://repositorio.utdt.edu>

Trabajo Final de Graduación

Maestría en Finanzas UTDT

Año Académico 2020

Alumno: Ponte, Gastón Ariel

Tutor: Rodríguez, Juan Carlos

***“LOS FONDOS CERRADOS DE INVERSION Y LOS FIDEICOMISOS
FINANCIEROS COMO INSTRUMENTOS DE FINANCIACION CON
IMPACTO EN LA ECONOMIA REAL”***

Abstract.....	Pag 4
Introducción.....	Pag 5
1- <u>CAPITULO FONDOS COMUNES DE INVERSION CERRADOS (FCIC)</u>	
1.1- Definición y Caracterización de los FCI.....	Pag 7
1.2- Funcionamiento de los FCI.....	Pag 8
1.3- Tipologías de FCI, Descripción y Diferencias.....	Pag 11
1.4- Definición y Caracterización de los FCI Cerrados.....	Pag 12
1.5- Funcionamiento de los FCI Cerrados.....	Pag 14
1.6- Ventajas y Beneficios de los FCI Cerrados.....	Pag 16
1.7- Evolución y Presencia de los FCI Cerrados en la Economía Real.....	Pag 18
1.8- Tipos de Fondos Cerrados de Inversión en Argentina.....	Pag 23
1.9- Los FCI Cerrados en Latinoamérica y Resto del Mundo.....	Pag 27
2- <u>CAPITULO FIDEICOMISOS FINANCIEROS (FF)</u>	
2.1- Antecedentes Históricos del Fideicomiso.....	Pag 31
2.1.1- El Fideicomiso en el Derecho Argentino.....	Pag 32
2.2- Definición y Caracterización del Fideicomiso.....	Pag 33
2.2.1- Sujetos del Fideicomiso.....	Pag 37
2.2.2- Objetos.....	Pag 40
2.2.3- Derechos y Obligaciones de las Partes.....	Pag 40
2.2.4- Causales de Extinción.....	Pag 43
2.2.5- Plazo.....	Pag 43
2.2.6- Liquidación.....	Pag 44
2.3- Tipologías del Fideicomiso.....	Pag 44
2.4- Definición y Caracterización del Fideicomiso Financiero.....	Pag 51
2.4.1- Participante en el Fideicomiso Financiero.....	Pag 56
2.5- Ventajas y Objetivos de su Utilización.....	Pag 57

2.5.1- Atributos del Fideicomiso Financiero.....	Pag 62
2.5.2- Desventajas del Fideicomiso Financiero.....	Pag 63
2.6- La utilización del F.F. Como Alternativa al Financiamiento Tradicional.....	Pag 64
2.7- Otros Usos del Fideicomiso Financiero.....	Pag 65
2.8- El Proceso de Titulización o Securitización.....	Pag 67
2.8.1- Actores en el Proceso de la Securitización.....	Pag 69
2.8.1.1- Participes Primarios.....	Pag 69
2.8.1.2- Participes Secundarios.....	Pag 71
2.8.2- Reseña Histórica de la Securitización.....	Pag 73
2.8.3- Activos Securitizables.....	Pag 75
2.8.4- Cualidades de los Activos a Securitizar.....	Pag 75
2.8.5- Vehículos para la Securitización.....	Pag 76
2.8.5.1- Fondos Comunes de Inversión Cerrados.....	Pag 77
2.8.5.2- Fideicomisos Financieros.....	Pag 77
2.8.5.3- Sociedades de Objeto Especial.....	Pag 78
2.8.6- Modalidades de Securitización.....	Pag 78
2.8.6.1- Pass Through.....	Pag 78
2.8.6.2- Asset Backed Bonds.....	Pag 79
2.8.6.3- Pay Through.....	Pag 79
2.8.7- Ventajas de la Securitización.....	Pag 80
2.8.8- Riesgos de la Securitización.....	Pag 81
2.9- Evolución del Fideicomiso Financiero.....	Pag 83
3- Conclusiones.....	Pag 91
4- Anexos.....	Pag 94
5- Material Consultado Sobre FCI Cerrados.....	Pag 95
6- Material Consultado Sobre Fideicomisos Financieros.....	Pag 97

ABSTRACT

La situación económica de la Argentina ha hecho y hace necesario el surgimiento y profundización de estructuras más eficientes de financiamiento de negocios. En respuesta a ello, es que mediante este trabajo se propone un análisis respecto de alternativas de financiación que el mercado de capitales ofrece para asegurar un sistema de crédito más accesible y barato que el bancario y adaptable a las características de cada proyecto.

En este sentido, el presente estará orientado al estudio de la utilización y aplicación de los Fondos Cerrados de Inversión y de los Fideicomisos Financieros como instrumentos de financiación a través de los cuales lograr un impacto positivo en la economía real, considerando a estos vehículos como opciones atractivas para el acceso a recursos provistos por fondos de inversión privada y/o de distintos sectores que actúan en el mercado de capitales.

Será objeto del presente trabajo el desarrollo e investigación acerca de la importancia que presentan los Fondos Cerrados de Inversión y los Fideicomisos Financieros como instrumentos que hacen viable y facilitan la financiación mediante el mercado de capitales. Así también, se dispone a demostrar y afirmar que a través de su estructuración es posible hacerse del financiamiento necesario para la ejecución de proyectos productivos y, que los proyectos que estos instrumentos están orientados a financiar redundan positivamente en la economía real.

Para cumplir con el objetivo planteado se procederá a estudiar las características principales y la importancia que ambos presentan. Se realizará, asimismo, un abordaje del cuerpo legal que norma su funcionamiento y se relevarán distintos documentos bibliográficos y estadísticas publicadas por diferentes entes reguladores a los efectos de manifestar en qué tipo de negocios/sectores se estructuran estos vehículos como medios fehacientes para la obtención de financiamiento de terceros aplicados a diversos proyectos.

En cuanto a su disposición, el presente trabajo consistirá en un primer capítulo que se destinará al desarrollo de los Fondos Cerrados de Inversión, su conceptualización, conformación y funcionamiento, las ventajas y beneficios, su presencia, utilización y evolución en la economía del país y el resto del mundo. En forma previa a abordarlos y de manera introductoria, se realizará una descripción de los Fondos Comunes de Inversión, que consisten en el vehículo general del cual derivan los citados Fondos Cerrados.

Finalmente, el capítulo segundo contendrá una introducción descriptiva de la figura del Fideicomiso en general y luego se orientará de forma específica al análisis del Fideicomiso Financiero en particular, abordando su conceptualización, antecedentes, descripción y ventajas, se examinarán los participantes principales y secundarios, los valores de deuda fiduciaria y certificados de participación, su funcionamiento a los fines jurídicos y financieros, su evolución, la finalidad, presencia y usos que presenta en la economía del país, y la Securitización/Titulización como uno de los vehículos aptos que se puede formalizar a través de ambos instrumentos objeto de estudio.

INTRODUCCION

El sistema capitalista se basa en la producción masiva de bienes y servicios en una economía que compite para que cada una de las empresas logre vender la mayor cantidad de productos y servicios a la mayor cantidad posible de personas que los consumen. Para alcanzar mayor productividad, las empresas necesitan adquirir nuevos bienes de capital para producir a mayor escala y más bajo costo y lograr de esta manera ampliar su penetración en el mercado.

Para ello es que pueden financiarse con capital propio o con capital de terceros. En caso de financiarse con capital de terceros existen diferentes instrumentos de crédito para poder financiar, ya sea una ampliación de su estructura productiva o para realizar nuevos emprendimientos productivos.

Hoy en día se han ampliado los mecanismos para acceder al crédito, existiendo diversas posibilidades. Éstas no solo pueden consistir en las más clásicas, aquellas que fueron usadas desde el surgimiento de la actividad mercantil de manera organizada, tales como recurrir a préstamos bancarios o descontar documentos, sino también han surgido otras más modernas, a través del mercado financiero, como la emisión de títulos de deuda, certificados de participación y/o de cuotas partes.

Estos últimos permiten al acreedor obtener mayor seguridad jurídica en la capacidad de repago ya que éste recibe títulos de deuda, certificados de participación o cuotas partes, a cambio del dinero prestado garantizado por los activos de la sociedad tomadora de crédito. No obstante, estos instrumentos han ido evolucionando de manera tal de brindar, no solo, mayor seguridad jurídica al acreedor, sino también de ofrecer mayor celeridad a éste para poder recuperar su crédito en caso de cesación de pagos del deudor.

Siguiendo esta línea, tanto el instituto de los Fideicomisos Financieros como el de los Fondos Comunes de Inversión, en este último caso los Cerrados, consisten en vehículos jurídicos de última generación, aptos para la captación de ahorros del público inversor, brindándole, como se mencionó, mayor seguridad jurídica a éstos y permitiendo a las empresas financiar nuevos emprendimientos productivos a más bajo costo.

En este sentido, los Fideicomisos Financieros y los Fondos de Inversión Cerrados representan herramientas legales y financieras idóneas para vehicular proyectos productivos, tales como los forestales, ganaderos, agrícolas, inmobiliarios, desarrollos de infraestructura pública o privada, etc. Ambos consisten en una interesante opción de financiamiento no tradicional para la obtención de crédito destinado a la producción, con incidencia en los mercados de capitales e impacto en la economía real a través de los proyectos a los cuales están orientados a financiar.

Por el lado del Fideicomiso Financiero, si bien tiene una larga data de existencia en el derecho comparado, al punto que sus orígenes más remotos se remontan al derecho romano, ha cobrado un impulso digno de ser destacado, principalmente para formalizar actividades empresariales, sean estas de producción, industrialización, construcción o comercialización. El mismo ha sido una de las opciones por excelencia de los emprendedores y empresarios, lo cual ha llevado a dicha figura a constituirse en un contrato sumamente usual como una opción de inversión en el mercado de capitales, que representa, además, junto con los Fondos Cerrados, un vehículo para el proceso de Titulización o Securitización de activos.

Según Norberto Mathys, director comercial del Banco de Valores, “...los Fideicomisos Financieros se han convertido luego de la crisis del año 2001 en la principal fuente de financiamiento en

el mercado de capitales, mercado que mostró esta alternativa antes que reapareciera el crédito en el sistema financiero... ”¹.

El Fideicomiso como herramienta legal, económica y financiera, a diferencia de una sociedad, o de cualquier otra figura jurídica, es más versátil y dinámica, a través de la cual se puede estructurar casi cualquier negocio viable.

En el ámbito del financiamiento productivo, la figura del Fideicomiso Financiero encuentra su funcionalidad, donde su dinámica se dispone de manera tal que permite a las empresas la captación de recursos dinerarios a bajo costo, logrando hacer líquida una cartera de activos sin liquidez, mediante la emisión de títulos de deuda y certificados de participación, que son emitidos sobre aquella cartera.

La idea motora por la cual se termina plasmando el instituto del Fideicomiso Financiero en la Ley N° 24.441 surge en el seno mismo de la C.N.V en el año 1993, ya que existía la intención de crear mecanismos aptos para perseguir la securitización de activos. Es así como se termina dando origen a los Fideicomisos Financieros, los cuales, si bien habían sido planeados a partir de una regulación autónoma, se los termina enmarcando como subtipo dentro del concepto general del instituto del Fideicomiso, sujeto a las normas generales, pero con reglas propias que lo reglamentan, atento a que son fideicomisos cuyo destino es el de servir a operaciones propias del mercado de capitales.²

Según lo expresan Malumian, Diplotti y Gutierrez³, hoy ya no se discute la necesidad del fideicomiso como herramienta esencial en el mercado de capitales. Y como tal, su uso resulta aplicable a todos los factores del mercado, ya sea como medio de securitización de créditos, como garantía de inmejorable validez en las operaciones crediticias, como medio de financiación directa, para financiar proyectos específicos de inversión, e inclusive, se ve también su desarrollo como herramienta financiera del propio Estado Nacional o de los Estados Provinciales y Municipales. Por eso, ningún operador o profesional relacionado con el mercado financiero puede darse el lujo de desconocer los aspectos básicos y de detalle que hacen a esta herramienta.

En relación con los Fondos Comunes Cerrados de Inversión, en tiempos recientes han ganado protagonismo comenzando su inclusión, como alternativa de inversión y financiamiento, cuando en el año 2016 se dispuso que quedaban exceptuados del pago del impuesto especial los montos declarados voluntaria y excepcionalmente, que se destinasen a los fondos comunes cerrados que se creasen bajo el régimen especial de blanqueamiento de capitales, Ley N° 27.260.

Posteriormente, con la sanción de la Ley de Financiamiento Productivo N° 27.440, se actualizó y precisó sustancialmente el régimen bajo el cual funcionaban estos Fondos Cerrados, dada la importancia que presentan como vehículos de inversión no solo en valores negociables con oferta pública sino, y muy especialmente, por estar orientados en forma directa a proyectos que invierten en la economía real.

¹ Fuente: Revista “CEO ARGENTINA”, PricewaterhouseCoopers. Año 3. N° 6. 2007

² LISOPRAWSKI, Silvio V., “Securitización. Los negocios fiduciarios y el fideicomiso. Ley de financiamiento de la vivienda y la construcción”. En el tratado de los contratos de empresa. Tomo II. Contratos bancarios, de MARTORELL, Ernesto E., Ed Depalma, 2ª ed actualizada, Bs As, 2000. p.1109

³ Malumian Nicolas, Diplotti Adrian y Gutierrez, Pablo. "Fideicomiso y Securitización", Editorial La Ley, Segunda Edición, Bs. As., 2006. Pág. IX

1- CAPITULO 1 - FONDOS COMUNES DE INVERSION CERRADOS (FCIC)

1.1- DEFINICION Y CARACTERIZACION DE LOS FONDOS COMUNES DE INVERSION

Los Fondos Comunes de Inversión (FCI), reconocen antecedentes en los “mutual funds” estadounidenses, “los fonds communs de placement” franceses, la “loi federale sur les fonds de placement” en Suiza y las “sociedades de inversión de capital variable” reguladas por España, Francia e Italia, entre otros países⁴. En Argentina, los fondos de inversión se encuentran enmarcados principalmente bajo la regulación de la ley N° 24.083 promulgada el 20 de mayo de 1992, el decreto reglamentario N° 174/93 y las disposiciones de la Comisión Nacional de Valores (CNV).

En Latinoamérica, los Fondos de Inversión irrumpieron a partir de 1956 en Brasil, Colombia, Chile, México y Venezuela. Estos países se caracterizaban en esa época, por la presencia de desequilibrios económicos y financieros que repercutían en las decisiones de los inversionistas, por lo que los Fondos de Inversión fueron vistos como una posibilidad de diversificación de riesgo de las inversiones (Rodas & Solórzano, 2003). La industria de Fondos de Inversión ha tenido una gran participación en la economía de Brasil para el año 2013, superando con creces a Chile, México y el resto de Latinoamérica.

En su concepción general, los Fondos Comunes de Inversión (FCI), se tratan de un patrimonio común autónomo que se encuentra separado jurídica y contablemente de la Sociedad Administradora, y constituido con los aportes de personas naturales y/o jurídicas denominadas Participantes, para su inversión en valores, bienes y demás activos como acciones, títulos, depósitos a plazo fijo, derivados y otros como créditos. Estos fondos consisten en un portafolio diversificado de activos, administrado profesionalmente por una sociedad gerente y que se encuentran en custodia bajo una sociedad depositaria. Es un condominio, no una sociedad, y por lo tanto carece de personería jurídica.

La propiedad de los fondos radica en sus participantes. Esta propiedad se ejerce a través de las Cuotas de Participación emitidas por el fondo, entendiéndose como tal a la unidad de inversión en el fondo de inversión. El valor de cuota parte se calcula dividiendo el patrimonio total del FCI por el número de cuotas partes en circulación. Tanto sea para entrar como para salir del fondo, se toma el valor de la cuota parte para el cierre del día correspondiente. El valor de la cuota parte, y el retorno de un fondo en un período de tiempo se calculan de la siguiente manera:

$$\text{Valor de la Cuotaparte} = \text{Patrimonio del fondo} / \text{N}^\circ \text{ de cuotas partes en circulación}$$

$$\text{Rentabilidad} = [(\text{Valor Cuotaparte Final} - \text{Valor Cuotaparte Inicial}) / \text{Valor Cuotaparte Inicial}] \times 100.$$

La Ley N° 24.083 de Fondos Comunes de Inversión en su Art. 1° los define como sigue, “... Se considera FONDO COMÚN DE INVERSIÓN al patrimonio integrado por: valores mobiliarios con oferta pública, metales preciosos, divisas, derechos y obligaciones derivados de operaciones de futuro y opciones, instrumentos emitidos por entidades financieras autorizadas por el Banco Central de la República Argentina y dinero, pertenecientes a diversas personas a las cuales se les reconocen derechos de

⁴ Paolantonio, Martin E. (1994): “Fondos Comunes de Inversión” ob. cit., pagina 27.

*copropiedad representados por cuotas partes cartulares o escriturales. Estos Fondos no constituyen sociedades y carecen de personería jurídica...”*⁵

Asimismo, la posterior Ley de Financiamiento Productivo, N° 27.440, que modifica la Ley de Fondos Comunes de Inversión ya citada, en su Artículo N° 99, Título IV, considera “...*Fondo Común de Inversión al patrimonio de titularidad de diversas personas a las cuales se les reconocen derechos de copropiedad representados por cuotas partes, las que podrán emitirse de manera cartular o escritural. Estos fondos no constituyen sociedades y carecen de personería jurídica...*”⁶

Existe en Argentina una asociación civil creada por las sociedades gerentes de los fondos de inversión denominada Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión (CAFCI). La misión de este organismo “es difundir y afianzar el conocimiento sobre los fondos, preservar la integridad de la industria y salvaguardar la confianza de los inversores.” Con los objetivos principales de, “divulgar información sobre la industria y educar sobre los fondos, representar, proteger los intereses y brindar servicios a las sociedades gerentes asociadas.”

1.2- FUNCIONAMIENTO DE LOS FONDOS COMUNES DE INVERSION

Los Fondos Comunes de Inversión (FCI), aparecen en la Argentina en el año 1961. En el año 1962, con el fin de dar un marco legal a la actividad que venían desarrollando los FCI, se sancionan la Ley 15.885 (Ley de Fondos Comunes de Inversión) y el Decreto 11.146/62. Esta Ley permaneció vigente durante más de un cuarto de siglo, siendo finalmente derogada en el año 1992 por la Ley 24.083 (Régimen Legal de los FCI).

En la actualidad, la Ley 24.083 es la que regula los Fondos Comunes de Inversión en sus diversos aspectos. Esta ley fue sancionada el día 20 de mayo de 1992, y fue modificada por las leyes 24.441 (B.O. 16/01/1995), 24.781 (B.O. 04/04/1997), 27.430 (B.O. 29/12/2017) y 27.440 (B.O. 11/5/2018). Dado que este vehículo funciona en el ámbito de la oferta pública de valores negociables, el organismo competente encargado de su fiscalización es la Comisión Nacional de Valores (CNV).

Según se expresa en el Artículo N° 1 de la citada norma de Fondos Comunes de Inversión, en su texto actualizado, “...*una característica particular de estos es que los bienes que los integran constituyen un patrimonio separado del patrimonio de la sociedad gerente, de la sociedad depositaria y de los cuotapartistas. En ningún caso los cuotapartistas, la sociedad gerente y la sociedad depositaria serán responsables personalmente por las obligaciones del Fondo Común de Inversión. Ni los acreedores de los cuotapartistas, ni de la sociedad gerente ni de la sociedad depositaria podrán ejercer derechos sobre el patrimonio del Fondo Común de Inversión...*”

Los fondos de inversión al representar entidades que no constituyen sociedades y carecen de personería jurídica, requieren de diversos actores que se encarguen de la dirección y administración. La dirección y administración de los FCI está a cargo de una sociedad anónima habilitada o de una entidad financiera autorizada para actuar como administradora de cartera de títulos valores por la Ley N° 21.526, de Entidades Financieras. Estas últimas se denominan "Sociedades Gerentes" y su rol principal es administrar el patrimonio del fondo decidiendo en qué activos invertir el capital aportado. La Sociedad Gerente asimismo representa los intereses de los cuotapartistas, lleva la contabilidad del FCI, realiza todas las publicaciones exigidas legalmente y cumple con los requerimientos de información que solicite la CNV.

⁵ Ley N° 24083 de Fondos Comunes de Inversión, Bs. As. 1992.

⁶ Ley N° 27.440 de Financiamiento Productivo, Bs. As. 2018.

Por su parte, los activos, valores y demás instrumentos representativos de las inversiones que forman parte del patrimonio de los FCI, son custodiados por una o más sociedades anónimas o entidades financieras autorizadas por el Banco Central de la República Argentina (BCRA), que actúan como "Sociedades Depositarias". Además, tienen a su cargo el cobro y pago de las suscripciones y rescates y llevar el registro de las cuotas partes escriturales.

La colocación de cuotas partes de los fondos comunes de inversión podrá realizarse por la sociedad gerente, la sociedad depositaria y/o a través de agentes autorizados por la reglamentación de la Comisión Nacional de Valores. Sin embargo, los órganos de los fondos comunes de inversión no podrán comenzar a actuar como tales, ni podrán realizar esfuerzos tendientes a la colocación de cuotas partes, hasta tanto haber obtenido la inscripción del reglamento de gestión respectivo en el Registro Público de Comercio, previa autorización de la Comisión Nacional de Valores (CNV).

La Comisión Nacional de Valores es el organismo que tiene a su cargo el registro, control y regulación de los Fondos Comunes de Inversión, de las Sociedades Gerentes y de las Sociedades Depositarias, en todo el territorio de la República Argentina. Estas tres partes deben contar con previa autorización de la C.N.V. para funcionar.

Por su parte, el artículo N° 3 de la Ley 24.083, expresa que *"...las inversiones administradas por la sociedad gerente se registrarán y contabilizarán en forma separada de las operaciones de los fondos comunes de inversión. En el registro interno se identificarán instrumentos, bienes y contratos, sin que se puedan decretar embargos y medidas precautorias sobre todo o parte de aquellos que sean de propiedad de los clientes, salvo por obligaciones personales de éstos y sólo sobre los de su propiedad..."*

La Resolución General 763/2018 establece que, desde su constitución y durante su vigencia, el FCI deberá tener al menos un mínimo de CINCO (5) cuotas partistas y ningún cuotapartista podrá mantener directa o indirectamente una participación que exceda el CINCUENTA Y UN POR CIENTO (51%) de los votos a que den derecho el total de las cuotas partes emitidas. En el caso de aumento de la cantidad de cuotas partes del fondo o ante la emisión de un nuevo tramo, los cuotapartistas tendrán derecho a suscribir preferentemente las nuevas cuotas partes en proporción a sus tenencias. Dicho derecho es renunciable y transferible.

Las Sociedades Gerentes y las Depositarias son responsables de elaborar en forma conjunta el texto del Reglamento de Gestión del FCI estableciendo en él en qué activos va a invertir el fondo, el porcentaje máximo anual que cobrarán ambas en concepto de honorarios, el porcentaje anual máximo que afrontará el fondo en concepto de gastos generales, las comisiones de suscripción y rescate que deberán pagar los cuotapartistas, el procedimiento que se aplicará para que los inversores inviertan y retiren su dinero y demás aspectos relativos al funcionamiento del FCI. Por lo tanto, en el reglamento de gestión quedan detalladas las características de los fondos que las sociedades gerente y depositaria lanzan. Se trata de un reglamento interno, que consiste en un documento de carácter público y normalmente queda registrado en el ente que regula la actividad. Mediante el prospecto se lleva adelante la función de promoción del fondo de inversión ante los inversores.

El reglamento es un contrato de adhesión que no puede ser modificado por el cuotapartista. Los cuotapartistas adhieren a él de pleno derecho al suscribir las cuotas partes del FCI. Las sociedades gerentes, depositarias y cuotapartistas quedan vinculadas contractualmente por este instrumento que contiene los lineamientos para el funcionamiento del fondo. En este sentido, un FCI no se diferencia de un consorcio de propietarios de departamentos donde la administración está a cargo de un tercero, y el copropietario acepta el reglamento de copropiedad.

Asimismo, el Reglamento de Gestión juega un papel primordial en la administración y control de este tipo de inversión, dado que establece las normas contractuales que rigen las relaciones entre la Sociedad Gerente, la Depositaria y los copropietarios indivisos. El art. 11 de la ley N° 24.083 establece que debe celebrarse por escritura pública o instrumento privado, con firmas ratificadas ante escribano, en forma previa al inicio del funcionamiento del fondo. Tanto el reglamento como sus modificaciones entrarán en vigor una vez aprobados por la CNV.

En él, se establece la normativa a la que se deberá sujetar la inversión incluyendo, principalmente, el objeto del fondo, la política de inversiones, la política de entrega de rendimientos a los participantes, los derechos, obligaciones y prohibiciones, tanto de la Sociedad Administradora como de los Participantes, las normas relativas a las Asambleas de Participantes, entre otros. Representa una especie de mandato que autoriza a la sociedad gerente a realizar los actos de disposición que considere pertinentes para obtener mayores rendimientos económicos a favor del fondo. Consiste también en el instrumento por el cual se establecen, entre otras cosas, los objetivos de gestión y la forma en cómo se van a diversificar las inversiones, no pudiendo los cuotapartistas indicarle a la sociedad gerente en que activos debiera invertir el fondo; en caso de que estén en desacuerdo sobre la marcha de la gestión del fondo, tienen el derecho a rescatar sus cuotas partes.

Un aspecto importante es que, en todos los casos, las Sociedades Gerente y Depositaria, sus administradores, gerentes y miembros de sus órganos de fiscalización son solidaria e ilimitadamente responsables de los perjuicios que pudieran ocasionarse a los cuotapartistas por el incumplimiento de las disposiciones legales pertinentes y del reglamento de gestión.

Siguiendo a (Glaniver, 2015), la operatoria de los FCI se puede sintetizar de la siguiente forma “... durante cada rueda operativa, los fondos reciben flujos de efectivo por suscripciones y pedidos de efectivo por rescates. Luego de medir la cartera de inversión al valor de mercado de cierre, sin considerar los flujos por suscripciones y rescates, se divide el patrimonio neto por la cantidad de cuotas partes existentes al cierre anterior. El importe así determinado es el valor de la cuota parte del día. Este precio se informa al público y es al que se computan los flujos de suscripciones y rescates procesados en la jornada, procediendo a aumentar o disminuir la cantidad de cuotas parte en stock...”

El mecanismo por el cual un inversor ingresa al fondo se conoce como suscripción. El inversor hace un aporte de capital y recibe a cambio la cantidad equivalente de cuotas partes. Por el contrario, cuando un inversor decide salir del fondo y liquidar su tenencia contra la sociedad gerente, se conoce como rescate. El rescate puede ser tanto total como parcial. Es decir, si el inversor quisiera únicamente retirar y hacer liquida el 50% de su tenencia, está habilitado a hacerlo. Cabe destacar que también es posible, en ciertos tipos de fondos, la transferencia de cuotas partes entre inversores, sin necesidad de ir contra el fondo.

El invertir en un fondo, permite al inversor adquirir participación y exposición en una cantidad de activos que de manera individual posiblemente le sería muy difícil. Este hecho aumenta la diversificación del inversor reduciendo su riesgo. A su vez, el hecho de invertir a través de un fondo de inversión no le quita liquidez al inversor ya que puede rescatar su tenencia, pudiéndose hacer de su capital en un período de hasta tres días (72 hs. hábiles). Otra de las ventajas que otorgan, es que las carteras de estos fondos son administradas por profesionales que cuentan con más información y conocimientos lo cual que favorece al logro de retornos mayores.

Como principal desventaja de los fondos comunes, se encuentra su incapacidad de contar con productos armados a medida. Es decir, el inversor que decide destinar sus activos a este vehículo debe aceptar que las decisiones de inversión serán tomadas por la sociedad gerente, y no podrá cambiar ponderadores de activos ni agregar o quitar activos en los cuales el fondo decida invertir.

1.3- TIPOLOGIAS DE FCI, DESCRIPCION Y DIFERENCIAS

La Ley N° 27.440 de Financiamiento Productivo, modificatoria de la Ley N° 24.083 de Fondos Comunes de Inversión, en su artículo N° 99, Título IV, hace la siguiente distinción: "...Podrán constituirse fondos comunes de inversión abiertos, los que estarán integrados por i) valores negociables con oferta pública y títulos públicos nacionales, provinciales, de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires y municipales que se negocien en mercados autorizados por la Comisión Nacional de Valores, ii) metales preciosos o certificados que representen los mismos, iii) moneda nacional y extranjera, iv) instrumentos financieros derivados, v) instrumentos emitidos por entidades financieras autorizadas por el Banco Central de la República Argentina, incluyendo depósitos bancarios, vi) cartera de activos que repliquen índices bursátiles y/o financieros o de una canasta de activos y vii) aquellos otros activos, contratos e inversiones de naturaleza financiera que disponga la reglamentación de la Comisión Nacional de Valores. La cantidad de cuotas partes de los fondos comunes de inversión abiertos podrá acrecentarse en forma continua, conforme a su suscripción, o disminuir debido a los rescates producidos..."

"...Podrán también constituirse fondos comunes de inversión cerrados, los que integrarán su patrimonio con i) los activos autorizados para los fondos comunes de inversión abiertos, ii) bienes muebles o inmuebles, iii) títulos valores que no tengan oferta pública, iv) derechos crediticios de cualquier naturaleza y, v) aquellos otros activos, contratos e inversiones que disponga la reglamentación de la Comisión Nacional de Valores.

Estos fondos cerrados se deberán constituir con una cantidad máxima de cuotas partes, la cual podrá aumentarse conforme lo establecido en la presente ley y en la reglamentación de la Comisión Nacional de Valores y tendrán un plazo determinado de duración, el cual podrá ser extendido conforme los términos de la presente ley y de la reglamentación. Las cuotas partes de estos fondos no podrán ser rescatadas, salvo en virtud de las excepciones dispuestas en la presente ley y en aquellas que establezca la reglamentación y deberán tener oferta pública autorizada por la Comisión Nacional de Valores y estar admitida su negociación en un mercado autorizado por dicho organismo..."⁷

Tal como se desprende del cuerpo de la citada Ley, los fondos se pueden clasificar según su forma de constitución, en "Abiertos" o "Cerrados". La diferencia esencial entre ambos radica en que en los "abiertos", el número de cuotas partes es variable y son libremente rescatables, mientras que en los "cerrados" el número de cuotas partes es, en principio, determinado. Las cuotas partes, en estos últimos, no pueden ser libremente rescatables y la liquidez de la inversión deviene esencialmente de la posibilidad de vender las cuotas partes en el mercado secundario debido a la oferta pública que caracteriza a estos títulos.

El plazo de vida de los fondos abiertos es indefinido mientras que el plazo de vida en los fondos cerrados sí está definido y se constituyen por un periodo determinado. Además, los fondos cerrados deben ser constituidos con un objeto específico. Estos últimos no pueden fácilmente incrementar su patrimonio ante el deseo de recibir a nuevos participantes que quieran ingresar al mismo. Para ello, es necesario adquirir cuotas en el mercado secundario o en la Bolsa de Valores que oferte algún participante antiguo. En cambio, el patrimonio de los fondos de inversión abiertos se modifica cada vez que los participantes compran y rescatan cuotas. Las cuotas de los fondos de inversión cerrados, al estar representadas mediante valores negociables y transferibles, generalmente existe cotización o precio de mercado de estas en la Bolsa de Valores. Por lo tanto, el precio al cual se negocia en el mercado dependerá de la oferta y la demanda, y de expectativas específicas al fondo en cuestión, entre otras.

En cuanto a la liquidez de los fondos, en los abiertos se encuentra garantizada por los órganos de administración, en tanto que en los fondos cerrados la liquidez que obtenga el inversor dependerá de las condiciones específicas del mercado, entre las cuales no debe descartarse la posibilidad de que en ciertas

⁷ Ley N° 27.440 de Financiamiento Productivo, Bs. As. 2018.

circunstancias puntuales sea difícil encontrar compradores para una determinada posición de cuotas partes de un FCI cerrado.

Naturalmente, la velocidad con que se pueden vender los activos que integran los fondos cerrados es menor a las posibilidades de venta de los instrumentos financieros que constituyen las carteras de los fondos abiertos.

Una particularidad de los fondos cerrados es la de contar con liquidez dado que sus cuotas partes se colocan mediante oferta pública. Debido a ello es que pueden invertir en activos menos líquidos como pueden ser valores negociables sin oferta pública, inmuebles y otros que determine la CNV. Ello implica que los fondos cerrados puedan integrar su patrimonio de forma más amplia o con mayor cantidad de activos que los fondos abiertos. Dada esta característica, los fondos que buscan invertir en mercados donde los valores tienden a ser más ilíquidos generalmente se organizan como fondos cerrados.

Es importante saber que, en los FCI cerrados, a diferencia de los abiertos, la cantidad de cuotas partes que se suscriben al inicio se mantienen hasta el final, no pudiéndose entrar o salir una vez iniciado el fondo. De esta manera se evita el inconveniente de la dilución accionaria. Por lo tanto, en los FCI cerrados, las cuotas partes sólo pueden suscribirse en la oferta inicial o, pasado ese momento, adquirirse a través del mercado secundario en el Mercado de Valores. Es decir, quien quiera adquirir una cuota parte deberá encontrar a alguien que quiera vender una, lo cual se ve afectado por la liquidez y condiciona a su vez la liquidez.

Los fondos cerrados al tratarse de un instrumento de inversión de más largo plazo tienen frecuentemente un número reducido de participantes, mientras que los fondos de inversión abiertos pueden tener miles de inversionistas. Asimismo, los fondos de inversión cerrados pueden invertir en el extranjero mayor proporción de su cartera que los fondos de inversión abiertos.

1.4- DEFINICION Y CARACTERIZACION DE LOS FCI CERRADOS

En palabras de Investopedia, “...Un fondo cerrado es una cartera de activos agrupados que recauda una cantidad fija de capital a través de una oferta pública inicial (IPO) y luego enumera las acciones para el comercio en una bolsa de valores.

Al igual que un fondo mutuo, un fondo cerrado tiene un administrador profesional que supervisa la cartera y compra y vende activos. Similar a un fondo que cotiza en bolsa, cotiza como acciones, ya que su precio fluctúa a lo largo del día de negociación. Sin embargo, el fondo cerrado es único en el sentido de que, después de su salida a bolsa, la empresa matriz del fondo no emite acciones adicionales. Tampoco el fondo mismo canjeará, recomprará, acciones. En cambio, al igual que las acciones individuales, los inversores solo pueden comprar o vender el fondo en el mercado secundario...”

Kenny hace referencia a que un Fondo Común Cerrado de Inversión “constituye un patrimonio de afectación conformado sobre la base de una copropiedad, perteneciente a los titulares de las cuotas partes emitidas con relación al fondo, que se colocan por oferta pública y son susceptibles de cotización bursátil.”⁸

Los Fondos de Inversión Cerrados (FCIC) representan un tipo de fondo particular dentro de los fondos comunes de inversión. Son aquellos cuyo patrimonio, plazo de vida y número de cuotas es comúnmente fijo. Se emite un número fijo de cuotas y la primera instancia de venta o colocación de estas

⁸ KENNY, Mario O., “Titulización y fideicomiso financiero”. Ed Errepar, Bs As, 2002. p. 23.

es través de la oferta en el mercado primario para alcanzar determinado patrimonio que permita al fondo operar para el logro de sus objetivos. Estos fondos nacen con una cantidad máxima de cuotas partes que no se pueden rescatar sino hasta su disolución. Estas tienen oferta pública, cotizan y se negocian en la bolsa.

La emisión máxima de cuotas partes, asemeja a los fondos cerrados a los “closed-end investment companies” de la Investment Company Act de 1940 de los Estados Unidos de América, encontrando además antecedente en los Fondos de Inversión Inmobiliaria, creados por la Ley 18.815 de la República de Chile.

El objetivo de estos fondos cerrados es el desarrollo de proyectos de inversión directa que requieren de un tiempo de permanencia mínimo más prolongado y poseen menor liquidez en el mercado secundario. El patrimonio común que conforman dichos fondos es administrado por la Sociedad Gerente, sobre el cual los copropietarios o cuotapartistas son titulares de una parte indivisa o ideal de los bienes que lo componen.

Siendo que éstos se constituyen con una cantidad fija de cuotas partes, una vez colocado un fondo, las cuotas partes no pueden ser rescatadas anticipadamente por la entidad emisora, ni tampoco puede ampliarse la emisión. Esta característica ha determinado que, para dotarlos de liquidez, se determine la obligatoriedad de que, juntamente con la habilitación ante la CNV, se deba requerir la respectiva solicitud de oferta pública.

En otros términos, dado que los FCI cerrados no permiten realizar rescates anticipados, la forma que tienen los órganos de administración de darle liquidez es efectuar las gestiones necesarias para que las cuotas partes de estos fondos coticen en alguna bolsa de comercio, de modo tal que exista un mercado secundario para la compra y venta de las cuotas partes. El precio al cual se negocian en el mercado dependerá entonces de la oferta y la demanda, y de las expectativas específicas que se le tenga al fondo en cuestión, entre otras.

Estos fondos constituyen un vehículo a través del cual es posible llevar adelante el mecanismo de la inversión colectiva, a los efectos de captar aportes de diversas personas con el fin de aplicarlos en su conjunto a inversiones de diversa naturaleza. La inversión colectiva es la forma de canalizar el ahorro de los individuos hacia la financiación de emprendimientos que permitan el crecimiento del país, desarrollando y generando riqueza que retorne en forma equitativa entre los habitantes.

A modo de resumen a partir de lo descripto en virtud de la caracterización de los fondos comunes de inversión cerrados, se citan las siguientes particularidades:

- La cantidad de cuotas partes que se emiten es fija.
- Las cuotas partes se colocan mediante oferta pública en el mercado de capitales.
- Las cuotas partes tienen negociación secundaria en el mercado de valores.
- No permiten realizar rescates de forma anticipada, es decir, hasta la liquidación del fondo o hasta la finalización del plan de inversión. Es por ello por lo que, con el fin de dotarlos de liquidez, las cuotas partes se pueden negociar en el mercado de valores.
- Tienen un plazo de vigencia contractualmente estipulado y predeterminado.

Como pros de los fondos cerrados, se pueden considerar los siguientes:

- Cartera diversificada
- Gestión profesional
- Precios transparentes
- Mayores rendimientos que los fondos abiertos

Algunos contras de este tipo de fondos a mencionar son:

- Sujeto a volatilidad
- Menos líquido que los fondos abiertos
- Disponible solo a través de corredores

1.5- FUNCIONAMIENTO DE LOS FCI CERRADOS

La reforma del año 1992 que se hizo mediante la Ley 24.083 (Régimen Legal de los FCI), introduce una nueva especie dentro de los fondos de inversión: los Fondos de Inversión Cerrados, como excepción al principio característico de los fondos comunes de inversión en el país que es el de variabilidad por nuevas suscripciones o por rescates del número de cuotas partes de dichos fondos y la dispersión de riesgo⁹.

La Resolución General N° 763/2018 emitida por la CNV que regula la operatoria y constitución de los fondos cerrados de inversión, reglamenta, asimismo, el nuevo régimen legal aplicable a dichos fondos, el cual se encuentra extensamente regulado por la Ley de Financiamiento Productivo N° 27.440.

Con relación a los aspectos más importantes que la citada reglamentación establece con respecto a su funcionamiento, los fondos comunes de inversión cerrados (FCIC) invierten directa y/o indirectamente en activos situados, constituidos, originados, emitidos y/o radicados en el país. Asimismo, la conformación de su patrimonio deberá contemplar la inversión de al menos el SETENTA Y CINCO POR CIENTO (75%) del patrimonio neto del fondo en activos específicos. Por lo tanto, los fondos cuyas carteras de inversión se encuentren compuestas en un porcentaje igual o superior al SETENTA Y CINCO POR CIENTO (75%) por activos autorizados para los fondos comunes de inversión abiertos, se encontrarán exceptuados de la primera restricción mencionada.¹⁰

La restricción a la inversión en el extranjero no se aplicará a los fondos de inversión cerrados que estén destinados a financiar proyectos de innovación tecnológica desarrollados por empresas organizadas en Argentina que tengan el potencial de expandirse regional o internacionalmente en función de su actividad.

Estos fondos deberán ser integrados por conjuntos homogéneos o análogos de activos o derechos crediticios. Además, los activos podrán ser transmitidos por la entidad financiera que actúe como sociedad gerente o sociedad depositaria, o se encuentre vinculada a éstas en forma directa o indirecta. También podrán formarse con créditos provenientes de otras entidades financieras autorizadas por el Banco Central.

Los FCI cerrados funcionarán de manera similar a los fondos comunes de inversión. En lugar de estar constituidos por acciones, obligaciones negociables o títulos públicos, estarán conformados por créditos titulizados y de características homogéneas. Cada inversor adquirirá cuotas partes, que le darán derechos sobre los flujos de fondos (capital e intereses pagados por los deudores). Los títulos podrán ser de renta fija o variable, en tanto que los activos crediticios deberán tener dos calificaciones de riesgo. A los fines de la colocación de las cuotas partes, la sociedad gerente deberá preparar un prospecto.

Como requisito obligatorio en los FCI cerrados, las Normas de la CNV establecen la emisión del prospecto. Será la Sociedad Gerente la encargada de prepararlo, presentarlo ante la CNV y ponerlo a disposición del público y publicarlo. No es intención del presente trabajo desarrollar en forma minuciosa la

⁹ Paolantonio, Martín E., op. Cit. Página 175

¹⁰ Mercado Abierto Electrónico (27/11/2019). Reglamento de Autorización de Negociación de Fondos Comunes Cerrados GUÍA 08

elaboración de este documento, pero sí se considera importante destacar que el MAE, en el Capítulo N° 3 de su Reglamento de Autorización de Negociación de fondos comunes de inversión cerrados, guía 8 de fecha 27/11/2019, hace una descripción taxativa del contenido necesario para su conformación.

Si bien ya se hizo referencia al prospecto, en el caso particular de los fondos cerrados, consiste en el documento proporcionado a los participantes que contiene la información relativa a la oferta pública de cuotas de participación de éste, las condiciones de la inversión incluidos los riesgos correspondientes y toda la información necesaria, para que los inversionistas tomen su decisión de invertir en cuotas de participación del fondo de inversión cerrado. Según el Artículo 1 de la Ley 24.083, el ofrecimiento de las cuotas partes de los fondos comunes de inversión cerrados será realizado mediante el prospecto de oferta pública.

La participación en un Fondo de Inversión Cerrado será otorgada a los inversionistas mediante la compra de las cuotas en la oferta pública y emisión de mercado primario, o mediante la compra de las cuotas en el mercado secundario (luego de su colocación en el mercado primario) a través de una agencia de bolsa u otro medio previsto. Estas cuotas de participación en los fondos de inversión cerrados estarán representadas a través de valores expresados por certificados nominativos de cuotas (documentos físicos), o anotaciones en cuenta (representación desmaterializada o electrónica). Cada cuota de participación tendrá igual valor y condiciones o características idénticas para sus inversionistas (Participantes).

Una de las innovaciones que introdujo la Resolución General N° 763/2018 dictada por la CNV es que, en relación con las cuotas partes, el reglamento puede prever el aumento del número de éstas por capitalización de utilidades, el diferimiento de los aportes para integrarlas en una o más oportunidades, la adquisición de ellas por parte del fondo y la posibilidad de rescates parciales de las mismas. Esto último resulta un aspecto esencial dado que contribuye a la liquidez del producto.

Si el fondo cerrado decidiera emitir cuotas adicionales, los inversores deberán tener un derecho de suscripción preferente y la compañía administradora debe establecer el precio de las nuevas cuotas en función de la opinión de dos tasadores. El fondo de inversión cerrado puede endeudarse, pero dicho endeudamiento no puede exceder el patrimonio neto del fondo de inversión.

Para que las cuotas partes que constituyen dichos fondos cerrados coticen, es necesario solicitar autorización de cotización en una entidad autorregulada. Por lo general, la entidad elegida ha sido la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Dicha institución analiza la solicitud haciendo hincapié en las características del negocio contenido en FCI cerrado. Luego de la colocación inicial, las cuotas partes se negocian como cualquier otro valor negociable autorizado.

Algunos aspectos para considerar por los inversionistas antes de ingresar en el fondo cerrado son:

- Los objetivos de inversión y las estrategias del fondo.
- El prospecto y el reglamento interno del fondo.
- Las comisiones y costos necesarios para invertir.
- Rendimientos pasados.
- Los riesgos particulares del fondo y los riesgos del mercado.
- El volumen de negociaciones de las cuotas en el mercado secundario o bolsa de valores para determinar si en momentos de necesidad se las puede hacer líquidas.
- Derechos que otorga la propiedad de las cuotas.
- Marco legal relacionado al fondo.
- La moneda en la que se denomina la cuota y las tendencias de variación de tipo de cambio que tiene.
- Que toda la inversión en un fondo es por cuenta y riesgo de sus participantes.

En principio, no existe para los FCI cerrados la exigencia de calificación de riesgo para colocar sus cuotas partes en el mercado. Sin embargo, es solicitada para que resulten elegibles por determinados inversores institucionales o corporativos o por razones de mejor presentación de producto y de complemento para el inversor. La calificación de riesgo consiste en una opinión independiente, objetiva y técnicamente fundamentada, acerca de la solvencia y seguridad del fondo. La otorga una sociedad calificadora de riesgo que es una sociedad de objeto exclusivo. No hace una recomendación para adquirir, negociar o vender, sino que da información adicional para la decisión a tomar por el inversor interesado.

La Resolución General N° 672/16 de la CNV, reglamenta el artículo 42 inciso “b” de la Ley 27.260, que refiere a los fondos que se afecten a suscribir o adquirir cuotas partes de fondos comunes de inversión abiertos o cerrados cuyo objeto sea la inversión en instrumentos destinados al financiamiento de proyectos de infraestructura, inversión productiva, inmobiliarios, energías renovables, pequeñas y medianas empresas, préstamos hipotecarios actualizados por Unidad de Vivienda (UVI), desarrollo de economías regionales y demás objetos vinculados con la economía real. En estos casos, se establece que el fondo cerrado deberá contener un mínimo de 10 cuotapartistas. Además, el fondo deberá contemplar, al menos, el desarrollo de tres proyectos, no pudiendo en ningún caso la inversión en cada proyecto representar más del cincuenta por ciento (50%) del patrimonio del fondo. Asimismo, se dispone que los fondos cerrados deben emitir cuotas partes por un valor nominal de U\$S 10.000.000 como mínimo y que los inversores podrán suscribir cuotas partes por un mínimo de U\$S 250.000 y de U\$S 10.000.000 como máximo.

1.6- VENTAJAS Y BENEFICIOS DE LOS FCI CERRADOS

La figura de los fondos de inversión cerrados comienza a tomar impulso a partir de la sanción de la Ley N° 27.260 de Sinceramiento Fiscal de fecha 22/07/2016. El artículo N° 42 de la citada norma establece que no deberán abonar el impuesto especial establecido en el artículo precedente los fondos que se afecten a suscribir o adquirir cuotas partes de fondos comunes de inversión, abiertos o cerrados, regulados por las leyes 24.083 de fondos cerrados y sus modificatorias y complementarias, y 26.831 de mercado de capitales, cuyo objeto sea la inversión en instrumentos destinados al financiamiento de proyectos de infraestructura, inversión productiva, inmobiliarios, energías renovables, pequeñas y medianas empresas, préstamos hipotecarios actualizados por Unidad de Vivienda (UVI), desarrollo de economías regionales y demás objetos vinculados con la economía real.

Es decir que, a través de la utilización de estos instrumentos, el costo del blanqueo de los capitales sería “0”. Para que el contribuyente no tuviera que ingresar el impuesto sobre el capital blanqueado, debía adherirse a alguna de las opciones propuestas por la ley de sinceramiento, entre ellas la suscripción o compra de cuotas partes de fondos cerrados de inversión con orientación a la financiación de proyectos con impacto en la economía real. Sin embargo, para que esto fuera efectivo, los fondos deberían permanecer invertidos en dichos instrumentos por un lapso no inferior a cinco (5) años contados a partir de la fecha de su suscripción o adquisición. Sin embargo, en esta instancia el despegue de los fondos cerrados tuvo su freno en el hecho de que pesaba sobre ellos una doble imposición tributaria, es decir, sobre el instrumento y sobre sus cuotapartistas,

En la Ley N° 27.440 de Financiamiento Productivo, que modifica a la Ley N° 24.083, se introduce el concepto de "transparencia fiscal" eliminando con ello las cargas tributarias que recaían sobre el fondo. Es decir, el FCI cerrado pasa a no pagar el impuesto a las ganancias por las rentas obtenidas en el país y el inversor comienza a hacerlo recién cuando recibe el beneficio por la distribución de utilidades del fondo. Pero esta exención es condicionada ya que, para no pagar el impuesto a las ganancias, estos fondos comunes de inversión cerrados deben ser colocados por oferta pública e invertir en activos en la Argentina.

En pos de transparentar el tratamiento impositivo, los fondos comunes de inversión y los fideicomisos (objeto de estudio en el siguiente capítulo) a que aluden los apartados 6 y 7, inciso “a” del

artículo 69 de la Ley de Impuesto a las Ganancias, tributarán el impuesto a las ganancias en la medida en que los certificados de participación y/o títulos de deuda o las cuotas partes que emitieran no hubieren sido colocados por oferta pública con autorización de la Comisión Nacional de Valores. De existir tal colocación tributarán sólo en la proporción a las inversiones no realizadas en la República Argentina.

Cuando los fideicomisos y fondos comunes de inversión a que alude el párrafo anterior no deban tributar el impuesto, el inversor perceptor de las ganancias que aquellos distribuyan deberá incorporar dichas ganancias en su propia declaración jurada, siendo de aplicación las normas generales de la ley para el tipo de ganancia que se trate. Cuando se trate de beneficiarios del exterior, el fiduciario o la sociedad gerente, según corresponda, procederán a efectuar la retención a que se refiere el capítulo II del título IV o el título V de la ley de impuesto a las ganancias, según corresponda, en la medida de las ganancias distribuidas por el fideicomiso o fondo común de inversión, respectivamente, que resulten gravadas para dichos beneficiarios.

La figura de transparencia fiscal que introduce la citada Ley en su artículo N° 205, permite, entonces, que el fondo cerrado con oferta pública que realice inversiones en la Argentina, no se encuentre alcanzado por el impuesto a las ganancias sobre las utilidades obtenidas por inversiones dentro del país, quedando dicho impuesto a cargo del inversor recién al momento de recibir sus beneficios. De este modo, serán los inversores receptores de las ganancias que distribuya el fondo quienes deberán incorporar la renta en sus declaraciones juradas.

Adicionalmente, en su artículo N° 206 establece que tendrán un beneficio extra aquellos fondos cerrados que inviertan en desarrollos inmobiliarios destinados a viviendas sociales, siéndole de aplicación una alícuota reducida del 15% de impuesto a las ganancias cuando las distribuciones del fondo se realicen luego de 5 años de permanencia en la inversión o una exclusión total a partir de los 10 años de permanencia. Con ello se fomenta la expansión de la oferta de préstamos hipotecarios y la inversión en el desarrollo de viviendas para poblaciones de ingresos medios y bajos.

Sin embargo, frente a un FCI cerrado, en la participación que no encuadre en las prescripciones del Art. 205 Ley 27.440, el administrador del activo deberá determinar el resultado de éste sometiéndolo a la alícuota fiscal dispuesta en el Art. 69 Ley 20.628 de Impuesto a las Ganancias y considerando las normas de transición señaladas en el Art. 118.1 de dicha Ley. Adicionalmente, conforme dispone el Art. 90.3 Ley 20.628, deberá practicar la retención en el impuesto a las ganancias considerando, nuevamente, las normas de transición correspondientes.

De esta manera, se logró dar por superada la limitación con que cargaban dichos fondos siendo objetos de doble imposición tributaria, es decir, que en la actualidad el fondo cerrado ya no tributa. El tributo recae únicamente sobre el cuotapartista, tal como expresa el artículo 205 de la Ley 27.440. Es así como los FCI cerrados terminaron por representar un interesante instrumento a los efectos de canalizar el ahorro hacia inversiones de largo plazo a través del mercado de capitales, aumentar el financiamiento para las Pymes e incentivar la construcción de viviendas sociales y demás proyectos productivos, fomentando con ello el crecimiento de la actividad económica en el país.

A través de los fondos cerrados de inversión se proveen importantes beneficios en su implementación, entre ellos, con impacto en la economía real:

- Seguridad jurídica y protección de la inversión, en tanto se genera un patrimonio especial con los fondos invertidos, que solo responde por las obligaciones que genere el fondo de inversión y no por las deudas propias de los participantes.
- Alternativa de financiamiento de actividades productivas, con costos financieros inferiores al mercado de crédito.

- Canalización del ahorro hacia negocios productivos, como alternativa del ahorro en colocaciones financieras.
- Acceso de pequeños inversores a negocios productivos de mayor escala, logrando competitividad, mayor productividad y mejor renta.
- Dinamización del sector y la inversión privados genuina, independientemente del uso de la figura que también puede hacer el Estado.
- Generación de fuentes de empleo.
- Desarrollo social y económico local o regional, en torno a la localización física de los emprendimientos.

Asimismo, las actividades productivas desarrolladas a través de la instrumentación de estos fondos cerrados, tales como la agrícola-ganadera, la inmobiliaria, de energía renovable, etc., constituyen un verdadero potencial de crecimiento en la economía real, toda vez que la producción de bienes y servicios representan una fuente generadora tanto de nuevos empleos como receptora de nuevas inversiones, generando un aumento sustentable de las mismas.

1.7- EVOLUCION Y PRESENCIA DE LOS FCI CERRADOS EN LA ECONOMIA REAL

A partir de la sanción de la Ley N° 27.440, de Financiamiento Productivo, los fondos comunes de inversión cerrados comenzaron a tener mayor potencial y presencia en Argentina, convirtiéndose en interesantes instrumentos a partir de los cuales poder canalizar los ahorros hacia la Economía Real a través del mercado de capitales. Tal es así, que comenzaron a generar un importante desarrollo en la financiación de obras de infraestructura y financiamiento de proyectos productivos.

Los fondos cerrados representan una estructura útil para el desarrollo de pequeñas y medianas empresas, proyectos orientados al desarrollo de economías regionales, proyectos de infraestructura, proyectos de inversión productiva, proyectos inmobiliarios, proyectos orientados al desarrollo de energías renovables y demás proyectos vinculados con la economía real, muy necesarios, por cierto, para el desarrollo económico del país, el crecimiento de las empresas, la generación de empleo y para contribuir a la sociedad en su conjunto.

Estos fondos constituyen un vehículo de captación de ahorro e inversión fundamental para el desarrollo de las economías reales, permitiendo robustecer a su vez, el mercado de capitales a través de la demanda de valores negociables. En este sentido la CNV destaca que “... *el fin de los fondos comunes de inversión cerrados es el de potenciar la captación del ahorro destinado al financiamiento de proyectos con alto impacto en la economía real...*”¹¹

Complementariamente, el artículo N° 21 de la Resolución General N° 568/2010 de la CNV, afirma que el fondo cerrado debe tener como objeto especial de inversión, el de favorecer el financiamiento de proyectos productivos de economías regionales y proyectos de infraestructura. Asimismo, el artículo N° 20 de la Resolución General N° 519/2007, también de la CNV, define como objeto especial de inversión del fondo cerrado, el de favorecer el financiamiento para las micro, pequeñas y medianas empresas.

¹¹ Recuperado desde <https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/Prensa/Post/1274/1274se-reglamenta-el-regimen-para-fondos-comunes-de-inversion-cerrados>

Entonces, tal como se puede apreciar según las citas, los fondos cerrados representan un instrumento a través del cual los inversores puedan participar en proyectos estratégicos para el desarrollo del país. Es por ello que, estos fondos estarán orientados a proyectos que apuntan a la transformación de la economía real.

Continuando en la misma línea, el decreto presidencial 382/2019 que reglamentó los artículos 205 y 206 de la Ley de Financiamiento Productivo, establece que los fondos comunes de inversión cerrados junto a los fideicomisos financieros, cuya figura se abordará en el próximo capítulo, representan herramientas eficientes a través de las cuales canalizar el ahorro hacia inversiones de largo plazo a través del mercado de capitales, aumentar el financiamiento para las Pymes e incentivar la construcción de viviendas sociales.

Asimismo, con la reforma tributaria implementada a partir de la sanción de la ley N° 27.440, que exime a los fondos cerrados del impuesto a las ganancias, éstos pasan a tener el potencial para constituir la principal estructura legal para el desarrollo de la actividad del Private Equity en el país, orientado siempre a proyectos productivos que contribuyen a fomentar el crecimiento de la actividad económica. En referencia a ello podemos citar a Chile, país en el cual los fondos cerrados inmobiliarios utilizan como vehículo de inversión a los fondos de Private Equity.

En virtud de la presencia que los fondos cerrados están teniendo actualmente en la economía del país, podemos citar información del Banco de Valores, medida al 30/11/2019, en la cual se afirma que el mercado de los FCI cerrados ha tenido un gran desarrollo con un patrimonio total de \$808.060 millones, bajo administración en más de 500 fondos con distintas características, según fuente del Banco de Valores, que en Argentina representa el principal agente de custodia de productos de inversión colectiva como fondos comunes de inversión, con 224 fondos por \$196.513 millones al 30 de noviembre de 2019.¹² Según información publicada en Ambito.com, del 14 de enero 2020, los fondos comunes de inversión cerrados se incrementaron en un 301%.

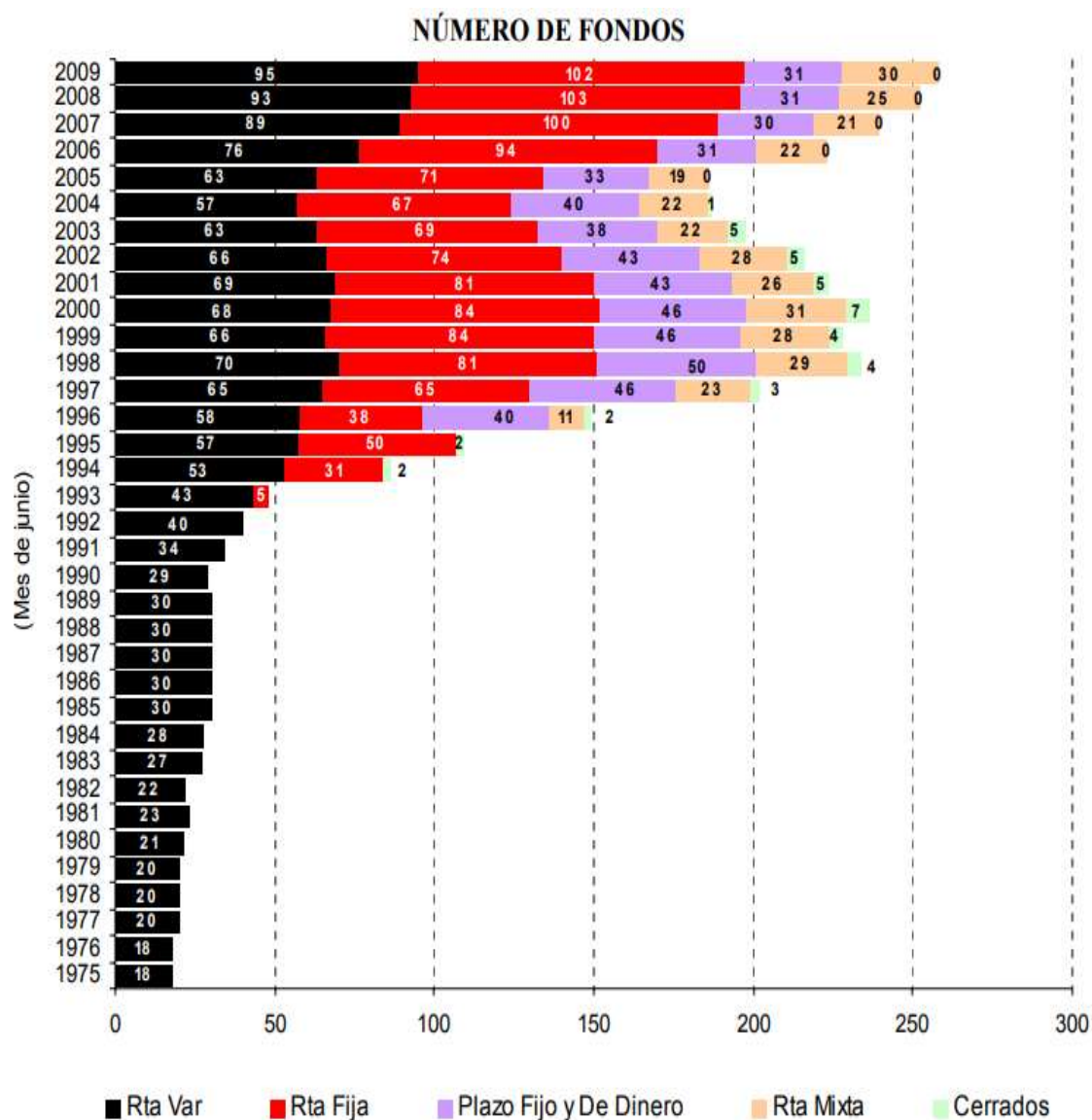
Sin embargo, es marcado que, en Argentina, los fondos comunes de inversión en general muestran un atraso respecto de otros países de la región, tal como se puede apreciar en el siguiente cuadro:

Patrimonio FCI dic-2015 % sobre PBI	
Argentina	2,4%
México	7,8%
Chile	14,0%
España	19,3%
Brasil	35,2%

Fuente: EFAMA y Banco Mundial

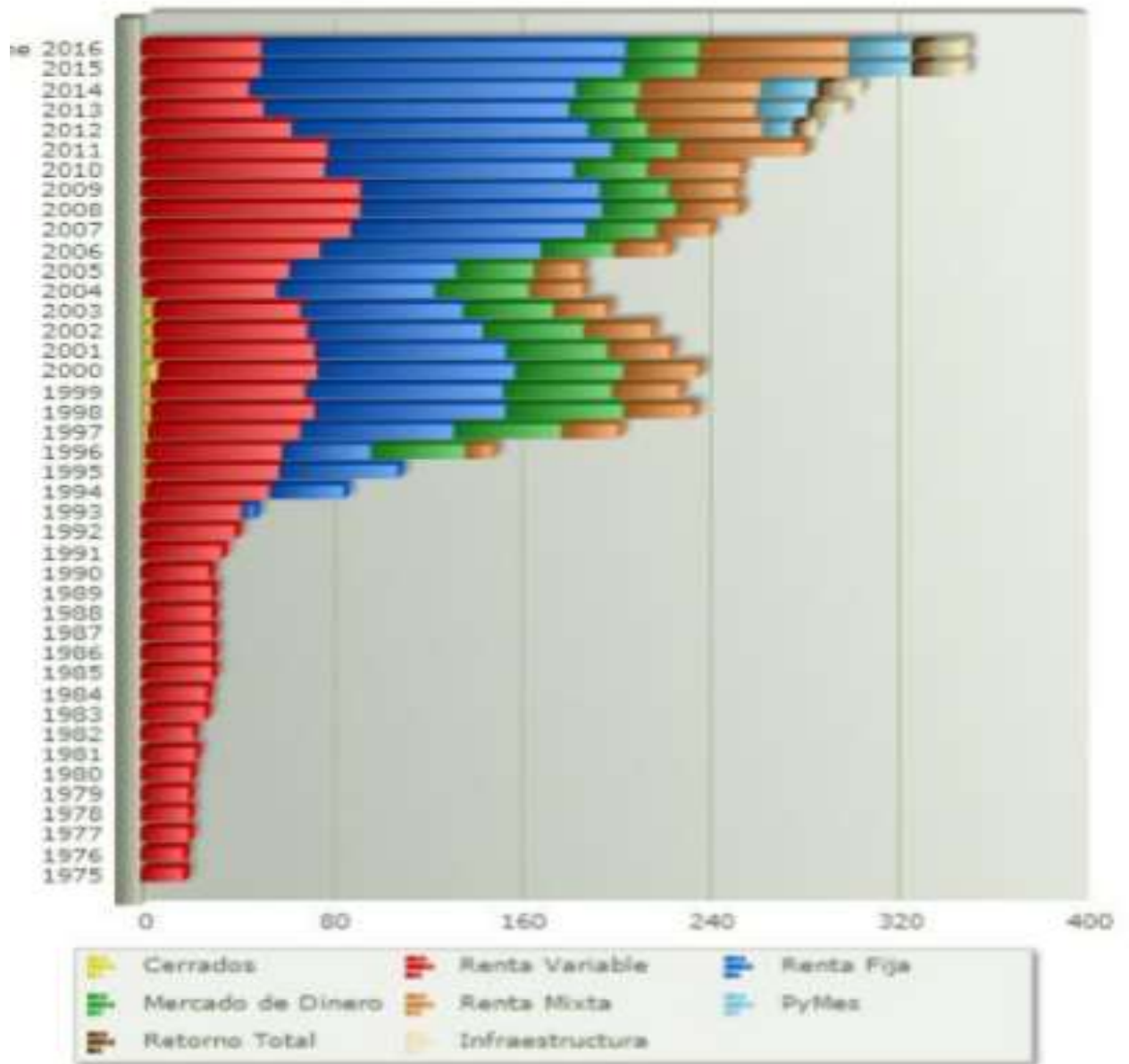
En el siguiente gráfico, se expone la evolución que los distintos tipos de fondos de inversión, entre ellos los “cerrados”, han tenido en el mercado de capitales de Argentina. En éste se aprecia que la presencia de los fondos cerrados desde que su figura apareció en el año 1992 ha sido escasa y que tienen por delante mucho potencial para su desarrollo y crecimiento en la industria.

¹² Recuperado desde <https://www.bancodevalores.com/productos-y-servicios/fondos-comunes-de-inversion/>

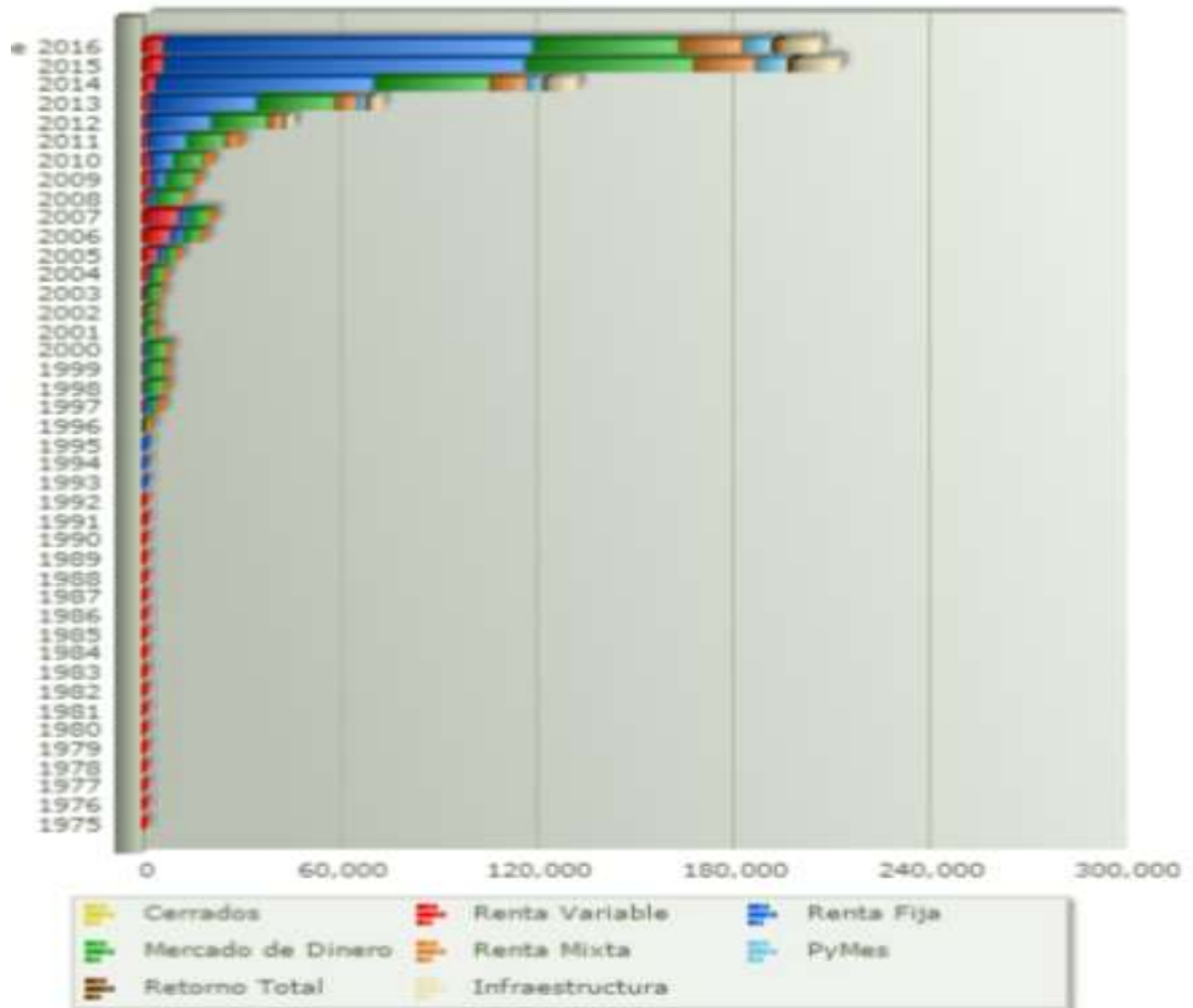


Fuente: Cámara Argentina de FCI

A continuación, se puede apreciar la presencia de los fondos de inversión cerrados en el país, medida no solo por cantidad, sino también por patrimonio neto hasta el año 2016, previo a la sanción de la Ley N° 27.260 de Sinceramiento Fiscal de fecha 22/07/2016, momento a partir del cual los fondos cerrados comienzan a tomar impulso en la economía de nuestro país.

Evolución de la cantidad de fondos de inversión en Argentina

Fuente: CAFCI

Evolución de los patrimonios de los fondos de inversión en Argentina (en millones de pesos)*Fuente: CAFCI*

En lo que refiere a los años posteriores a la sanción de la Ley N° 27.260 de Sinceramiento Fiscal se puede confirmar, según información publicada en las memorias que presenta cada año la Comisión Argentina de Fondos Comunes de Inversión (CAFCI), que a lo largo del año 2017 se registraron 7 colocaciones de fondos cerrados cuyo monto total colocado ascendió a \$4.383,1 millones de pesos argentinos. A diciembre del 2018, se totalizaban en 9 los fondos cerrados, habiéndose registrado una sola colocación durante este año. Por lo tanto, entre los años 2016 y 2018 se realizaron nueve (9) colocaciones de fondos cerrados, cuyo monto total ascendió a \$6.338 millones. Finalmente, a lo largo del año 2019 se registraron 4 nuevas colocaciones en dicho periodo.

Según Fanelli, José María (2009), tanto el número de fondos como la variedad y el monto de capitalización aumentan significativamente a partir de la sanción de la ley de fondos comunes de inversión

a principios de los noventa. Desde ese momento, no obstante, la evolución de la industria muestra períodos de avance y retroceso. Se destacan, en este sentido, la reducción en la capitalización inducida por la crisis de 2001-2002, el sustancial aumento del patrimonio en coincidencia con el fuerte crecimiento de la economía, luego de 2003 y, por último, la nueva reducción en la capitalización asociada con la crisis internacional y los cambios en el marco regulatorio del sistema de jubilaciones y pensiones. Un rasgo para remarcar de esta evolución es que, en los períodos de aceleración del crecimiento económico (mediados de los noventa y de los dos mil), la capitalización de la industria también se aceleró. Esto sugiere que la industria de los fondos tiene gran elasticidad para responder a cambios favorables en el entorno.¹³

1.8- TIPOS DE FONDOS CERRADOS DE INVERSION EN ARGENTINA

En el año 1994, la sanción de la Ley N° 24.441 posibilitó la creación de los fondos cerrados de inversión. Así aparecieron en el mercado los fondos de objeto específico como los mineros, inmobiliarios, agrícolas, forestales, entre otros. En ese entonces, los fondos cerrados con objeto agrícola fueron los que mayor desarrollo han tenido llegando a conformar entre los años 1997 y 1998 un patrimonio global de 80 millones de dólares.

Con respecto a los sectores de la economía real del país en los que actualmente los fondos cerrados están teniendo mayor impacto como instrumentos de financiación, se puede destacar el fondo de inversión cerrado inmobiliario. La Resolución General N° 763/2018 emitida por la CNV regula en forma particular su funcionamiento y operatoria.

El sector más común en estos momentos donde mayor presencia tiene el desarrollo de este tipo de fondos es en el de Real Estate. Su objetivo principal está orientado a la inversión en bienes inmuebles para su explotación en arrendamiento, así como en la obtención de rentas provenientes de su venta.

Estos representan una alternativa atractiva para la protección del valor de la inversión a largo plazo y se postulan como una fuente de diversificación, estabilidad y rentabilidad para los inversores. Los mismos constituyen una oportunidad para la canalización del ahorro público hacia desarrollos inmobiliarios. Este tipo de fondos en otros países de la región (como México, Chile o Brasil) representan del 3% al 5% del Producto Bruto Interno (PBI). Si extrapolamos esta información para la Argentina, podríamos proyectar inversiones de US\$15.000 o US\$20.000 millones¹⁴.

En referencia al desarrollo de los fondos cerrados aplicados a la financiación de proyectos en el sector inmobiliario en Argentina, se encuentra en vigencia el “Sbs Creaurban Desarrollo Fondo Común De Inversión Cerrado Inmobiliario”. Con fecha emisión 04/10/2019, SBS Asset Management y SBS Trading junto a Banco de Valores y Creaurban lanzaron el fondo común de inversión cerrado inmobiliario “SBS CREAURBAN DESARROLLO”, que tiene como objeto especial la inversión en proyectos inmobiliarios en los que Creaurban S.A. actuará como empresa constructora. El objetivo de la administración del fondo será obtener la apreciación del valor del patrimonio, principalmente mediante la inversión en activos inmobiliarios y su posterior administración y/o enajenación. El monto total ascendió a V/N U\$S 23.000.000 (dólares estadounidenses veintitrés millones).¹⁵

¹³ Fanelli, Jose Maria (2009). “Fondos Comunes de Inversión y Desarrollo Financiero”. Documentos de Proyectos No. 34. CEPAL.

¹⁴ Recuperado desde <https://www.lanacion.com.ar/propiedades/los-fondos-comunes-inversion-construyan-proyectos-inmobiliarios-nid2252804>

¹⁵ Recuperado desde <https://www.roadshow.com.ar/sbs-y-creaurban-consiguieron-us-23-millones-para-un-fondo-inmobiliario/>

Otro fondo cerrado estructurado en el sector inmobiliario, lo representa el de “Allaria Residencial Casas ARG I FCI Cerrado Inmobiliario Ley 27.260”. Este fondo de inversión se pudo concretar a partir de la promulgación de la Ley 27.440 de financiamiento productivo. Se trata del fondo más grande a nivel local con una colocación exitosa por un monto total de 4.000 millones de pesos. Su administración estará a cargo de Allaria Fondos y la entidad depositaria será Banco de Valores, ambas, empresas reconocidas en la administración y custodia de fondos de real estate. Su objetivo será el desarrollo de proyectos inmobiliarios con destino residencial en todo el país, con un total de 40.000 m2 a edificar.¹⁶

Si bien el sector inmobiliario es en el que mayor preponderancia tienen por ahora los fondos cerrados de inversión en el país, no es el único. También están comenzando a tener presencia en el sector de la ganadería. Estos están orientados hacia la financiación de la actividad ganadera y con ellos se busca alcanzar el objetivo de reunir capital de terceros para realizar inversiones en el agro y financiar la producción, desarrollando así la actividad productiva del sector.

El primero de estos fondos en lanzarse en el país post blanqueo fue el “Allaria Adblick Granos Fondo Común De Inversión Cerrado Agropecuario”. Este representa el primer fondo común de inversión cerrado para el agro. El fondo se creó para invertir en sociedades o vehículos dedicados a la explotación de negocios agropecuarios por un monto máximo de USD 100.000.000 y una duración de 6 años prorrogables. Este fondo invertirá en negocios agrícolas de la economía real, vinculados con la producción de commodities de exportación y por lo tanto estará sustancialmente dolarizado, con contrapartes solventes y ajenas al riesgo soberano. Allaria Ledesma Fondos Administrados SGFCI S.A. será la sociedad gerente y Allaria Ledesma & Cía. S.A. será el Organizador y Agente Colocador.¹⁷

Con menor presencia, también se estructuran fondos cerrados de inversión de renta fija y para el financiamiento de proyectos de energías renovables. Entre los de renta fija se encuentra constituido el fondo común de inversión cerrado “SBS RENTA FIJA I FCIC”. Desarrollado en Buenos Aires como un fondo cerrado a siete años. Tiene como objetivo la búsqueda de retornos en pesos mediante la inversión en instrumentos de renta fija. Como mínimo el 75% del patrimonio del fondo será invertido en activos de renta fija e instrumentos representativos de ello, con oferta pública, emitidos y negociados en la República Argentina. Dentro de su portafolio se destacan títulos públicos, letras y notas emitidas por el BCRA, títulos privados, fideicomisos financieros, cauciones y pases entre otros.¹⁸

Con respecto a la financiación de proyectos vinculados a energías renovables mediante este tipo de fondos, en el mercado se encuentra estructurado el de “Pampa Energía SBS I Fondo Común de Inversión Cerrado Ley 27.260”. Por un valor nominal de cuotas de hasta U\$S 300.000.000, tendrá como principal actividad el financiamiento de proyectos vinculados con la generación, transporte o transmisión de energía térmica y/o eólica.¹⁹

A continuación, se adjunta un detalle con referencia a los sectores de la economía real en los cuales tienen presencia en la actualidad los fondos de inversión cerrados autorizados por la CNV:

¹⁶ Recuperado desde <https://www.telam.com.ar/notas/201902/330915-fondo-cerrado-de-inversion-inmobiliaria-mercado-de-capitales-argentina.html>

¹⁷ Recuperado de <https://ruralnet.com.ar/adblick-y-allaria-lanzan-el-primer-fondo-comun-de-inversion-del-agro/>

¹⁸ Recuperado desde http://www.sbsfondos.com/docs/rentafijafcic/balance_rentafijafcic.pdf

¹⁹ Recuperado desde <https://www.abogados.com.ar/index.php/paolantonio-legon-abogados-y-salaverri-dellatorre-burgio-wetlzer-malbran-asesoraron-en-la-creacion-del-fondo-pampa-energia-sbs-i-fondo-comun-de-inversion-cerrado-ley-27260/19299>

UN MERCADO INCIPIENTE

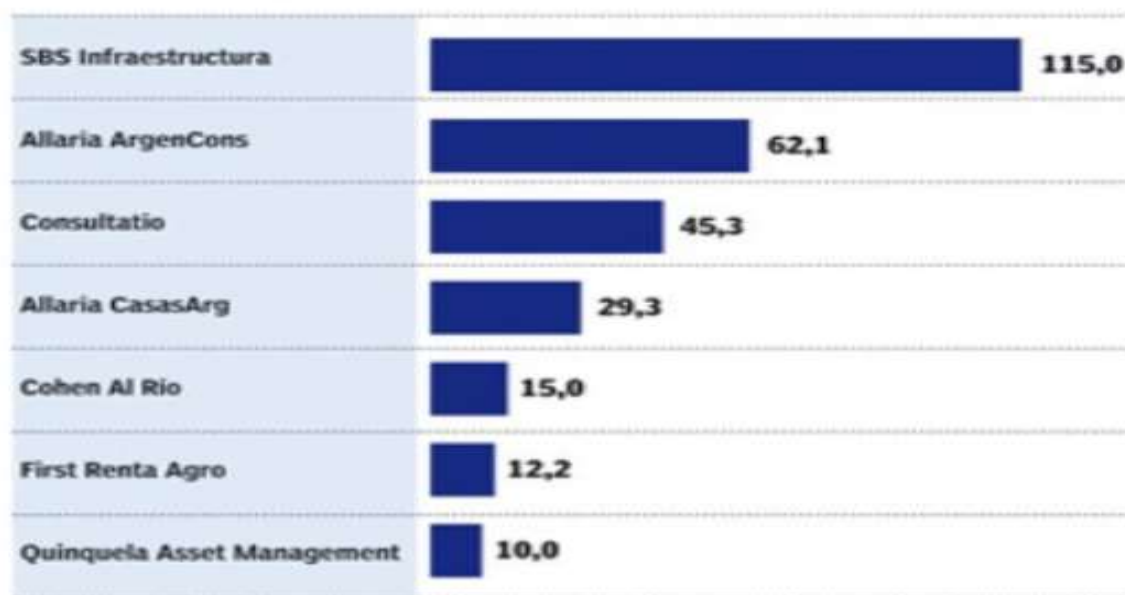
Fondos *	Objeto de Inversión	Agente de Administración
Allaria residencial casasarg I	Inmobiliario	Allaria ledesma
Pampa energia sbs I	Energía	Sbs asset management
Compass desarrollo inmobiliario	Inmobiliario	Investis asset management
Cohen kbr f.C.C. De energías renovables	Energía	Cohen
Cohen onix al río	Inmobiliario	Cohen
Cohen onix portland	Inmobiliario	Cohen
Gainvest gas natural 3.0 Infraestructura	Infraestructura	Intl gainvest
First renta agro	Agro	First capital markets
Allaria argencons distrito puerto retiro	Inmobiliario	Allaria ledesma
Sbs infraestructura y desarrollo productivo	Infraestructura	Sbs asset management
Consultatio inmobiliario	Inmobiliario	Consultatio asset management

*Fondos comunes de inversión cerrados autorizados por la CNV al cierre de esta edición.

Fuente: NBS Bancos y Seguros, en base a CNV.

El siguiente gráfico muestra cómo fue la distribución de los capitales del blanqueamiento en los diferentes fondos cerrados que finalmente salieron al mercado y que actualmente están vigentes.

Capital colocado
En millones de dólares



Fuente: Datos del mercado

El Cronista

Gráfico - Distribución de los Fondos del Blanqueo en los diferentes Fondos Cerrados

Se puede observar en este gráfico que los fondos del blanqueo ingresaron en siete fondos de inversión cerrados. Siendo principalmente las áreas de la economía real afectadas positivamente por estos fondos, la de infraestructura, a partir del fondo SBS infraestructura, y la del sector de construcción/inmobiliario, a partir de los fondos de Allaria ArgenCons y Consultatio, entre otros.

En virtud de lo expresado y según información extraída de las memorias anuales que publica la Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión (CAFCI), de los fondos cerrados colocados durante el periodo 2017, según el sector, los Inmobiliarios alcanzaron un patrimonio de \$2.520,8 millones, representando el 52% del total de los fondos cerrados. Los fondos de Infraestructura con un monto colocado total por \$1.776,2 alcanzaron una ponderación del 37% y finalmente los fondos cerrados Agropecuarios recaudaron \$550,7 millones, es decir, un 11% del total administrado por los fondos cerrados.

A diciembre de 2018, de los 9 (nueve) fondos cerrados que ya operaban para ese entonces, 5 (cinco) de ellos colocaron sus inversiones en el sector Inmobiliario con un patrimonio total administrado estimado en \$2.520 millones de pesos, 2 (dos) lo hicieron en el sector Agropecuario con un patrimonio administrado estimado en \$550 millones de pesos, 1 (uno) se orientó al sector de Infraestructura con una colocación de \$1.776 millones de pesos y 1 (uno) fue al sector Financiero con una colocación total de \$1.490 millones de pesos.

Finalmente, en el año 2019 de las 4 (cuatro) colocaciones que se sumaron, 2 (dos) fueron al sector Inmobiliario y dos (2) al sector Agropecuario.

Por último, y para complementar lo hasta aquí dicho con relación a la evolución de los fondos comunes de inversión cerrados en los distintos sectores, según información publicada en el último informe emitido por la Comisión Nacional de Valores correspondiente al periodo enero 2020, se expone el siguiente detalle:

COLOCACIONES DE FCIC 2016 – 2020

Fecha de Colocación	Denominación FCIC	Objeto de Inversión	Moneda (MO)	Monto Máximo autorizado (mill. MO)	Monto Colocado (mill. MO)	Monto Colocado (mill. \$)	Monto Colocado (mill. USD)
20/12/2016	Allania Residencial CasasARG I FCIC Ley 27.260	Inmobiliario	USD	400,0	29,4	464,6	29,4
01/03/2017	SBS Infraestructura y Desarrollo Productivo FCIC Ley 27.260	Infraestructura	USD	150,0	114,8	1.776,2	114,8
07/03/2017	Consultatio Inmobiliario FCIC Ley 27.260	Inmobiliario	USD	200,0	44,9	696,1	44,9
07/03/2017	Quinquela + Predial FCIC Inmobiliario Ley 27.260	Inmobiliario	USD	50,0	10,0	155,4	10,0
08/03/2017	Allania Argencons Distrito Quartier Puerto Retiro FCIC Inmobiliario Ley 27.260	Inmobiliario	USD	170,0	62,1	968,7	62,1
08/03/2017	First Renta Agro FCIC Ley 27.260	Agropecuario	USD	60,0	12,2	190,7	12,2
09/03/2017	FCIC Inmobiliario al Río Ley 27.260	Inmobiliario	USD	40,0	15,1	236,0	15,1
28/11/2017	GNW SBS FCIC Canadero W86	Agropecuario	\$	400,0	360,0	360,0	20,8
09/11/2018	SBS Renta Fija I FCIC	Financiero	\$	1.500,0	1.490,5	1.490,5	42,0
05/02/2019	Allania Residencial I FCIC Inmobiliario	Inmobiliario	\$	4.000,0	4.000,0	4.000,0	107,5
06/06/2019	Megainver Estrategia Agro I	Agropecuario	USD	20,0	10,6	477,0	10,6
24/09/2019	Allania Adblick Granos FCIC Agropecuario	Agropecuario	USD	100,0	3,1	174,0	3,1
03/10/2019	SBS Creaurban Desarrollo FCIC Inmobiliario	Inmobiliario	USD	200,0	23,0	1.328,5	23,0
TOTAL COLOCADO FCIC						12.317,6	495,5

Como es de observarse y según lo indican las estadísticas recopiladas, los sectores en los que mayor éxito y presencia han tenido los fondos de inversión cerrados hasta el momento, están representados por el inmobiliario seguido del agropecuario y el de infraestructura. Es notable que los fondos de inversión cerrados están en todos los casos, orientados a proyectos con impacto en la economía real que tienen por finalidad potenciar el crecimiento de ésta. En este sentido, es a partir de los proyectos a los que están dirigidos a financiar dichos fondos, que se produce un efecto multiplicador en la economía, generando un círculo virtuoso, y dando ello como resultado, mayor empleo, mayor producción y mayor nivel de actividad en los distintos sectores productivos.

1.9- LOS FCI CERRADOS EN LATINOAMERICA Y RESTO DEL MUNDO

Según un informe elaborado por Fitch Ratings que data de octubre 2009²⁰, el país latinoamericano en el que más desarrollados están estos fondos es en Chile. Se afirma que estos fondos se han convertido en el nexo entre el área financiera y la productiva. Las administradoras de fondos de pensión son el principal inversor, mientras que las compañías de seguros también tienen una participación significativa en algunos casos.

Chile aparece como el país en el que los fondos cerrados poseen un mayor desarrollo con un patrimonio total administrado a junio 2009 de USD 5.267 millones distribuidos entre 63 fondos, habiendo en vigencia 22 administradoras de las cuales Celfin Capital y Moneda Asset Management son las de mayor participación con 27,5% y 26,1 %, respectivamente.

Entre los fondos cerrados en este país se destacan los mobiliarios e inmobiliarios. Los primeros son de renta variable y renta fija, local e internacional. Los segundos, por su estrategia de inversión, pueden ser de desarrollo, renta, plusvalía o mixto. Ofrecen una amplia gama de activos a desarrollar o a través de los cuales se generan ingresos que abarcan desde viene inmuebles, oficinas y locales comerciales hasta la explotación de cementerios parque. Por último, existen también fondos de *private equity* que entre sus objetivos de inversión se encuentran activos vinculados a obra de infraestructura, de servicios y transporte.

MERCADO DE FONDOS CERRADOS EN CHILE		
(al 30-06-2009)	Cantidad de fondos	Participación patrimonial
Mobiliario	31	70,77%
Inmobiliario	21	23,05%
Private Equity	11	6,18%

Fuente: Fondos Cerrados: una asignatura pendiente, Fitch Ratings, octubre 2009

Los fondos cerrados mobiliarios pueden considerarse como financieros, en tanto que los fondos cerrados inmobiliarios y de private equity están más vinculados a la actividad productiva.

En particular, los fondos cerrados inmobiliarios utilizan como vehículo de inversión a los fondos de private equity; la inversión en acciones de sociedades anónimas inmobiliarias; la realización de compraventa y la inversión directa en bienes inmuebles.

En Costa Rica, la regulación del país les ha permitido a las sociedades administradoras de fondos de inversión crear y comercializar los referidos fondos cerrados, tanto financieros (representan el 5% de la industria de fondos de inversión al 30/06/2009), como no financieros (representan 40% de la industria) correspondientes a fondos inmobiliarios y de desarrollo inmobiliario.

²⁰ Fondos Cerrados: una asignatura pendiente, Fitch Ratings, octubre 2009. Recuperado desde www.fitchratings.com.ar

Los fondos cerrados inmobiliarios son los que presentan un mayor desarrollo y participación (32% de la industria).

En Costa Rica los fondos inmobiliarios son vehículos de inversión cuyo objetivo principal es la inversión en bienes inmuebles para su explotación en alquiler y complementariamente para su venta. Estos instrumentos desde que fueron introducidos en el mercado allá por el año 1999, mostraron un importante crecimiento y diversificación de sus portafolios. Pasaron de un portafolio de USD 19,4 millones en ese primer año a más de USD 800 millones 10 años más tarde.

MERCADO DE FONDOS CERRADOS EN COSTA RICA		
(al 30-06-2009)	Cantidad de fondos	Participación patrimonial
Inmobiliarios	21	71,77%
Financieros	9	11,44%
Otros	8	16,79%

Fuente: Fondos Cerrados: una asignatura pendiente, Fitch Ratings, octubre 2009

En el caso de Bolivia, se trata de un mercado más chico, pero sin embargo cuenta con propuestas interesantes de fondos que merecen ser mencionados, tales como los fondos cerrados de *factoring y pyme*.

El fondo de factoring internacional se compone principalmente por derechos sobre cuentas por cobrar comerciales por exportación, adquiridos a través de operaciones de factoring internacional que financian post embarque al segmento de pequeños y medianos exportadores bolivianos de productos y servicios.

Asimismo, el fondo pyme muestra una interesante propuesta para el financiamiento de estas empresas. El fondo provee financiamiento para capital de trabajo a las Pequeñas y Medianas Empresas (PyMEs), a través de la adquisición de acreencias comerciales de éstas por la venta de bienes y servicios realizadas a grandes empresas y aceptadas por ellas mismas.

Por último, también existen algunos proyectos de fondos cerrados que buscan potenciar el negocio de las microfinanzas y/o financiar a ese sector.

En República Dominicana se estructuran fondos cerrados de Desarrollo de Sociedades. El objeto de este tipo de fondos es invertir principalmente en empresas que requieren financiamiento para su crecimiento y desarrollo, a través de títulos representativos de capital y títulos representativos de deuda.

De esta manera, constituir un fondo de inversión cerrado de desarrollo de sociedades, puede permitir al inversionista efectivamente apalancarse para suplantar estructuras tales como la adquisición financiada de una sociedad. Los valores representativos de capital adquiridos le permiten al fondo tomar participación directa y temporal en el capital de determinadas sociedades las cuales deben estar constituidas como sociedades anónimas o de responsabilidad limitada.

En otras palabras, se refiere a una estructura que puede reemplazar una adquisición financiada, ordinariamente por la banca comercial que demandaría un ingreso fijo y preferente y una serie de concesiones por vía contractual que restarán la capacidad del inversionista de controlar libremente la

sociedad, por una estructura que es efectivamente una adquisición financiada por inversionistas que normalmente no requerirán esas concesiones de control y que por regulación no tienen derecho a un ingreso fijo ni preferente.

Invertir capital en un fondo cerrado de desarrollo de sociedades, por otro lado, es una estructura interesante para inversionistas sin los conocimientos o el deseo para manejar el fondo directamente. Estos últimos no asumen el riesgo de gestión del fondo, sino que apuestan a la habilidad de la administradora.

En este país, el monto en dólares de los fondos cerrados de inversión en circulación experimentó un alza de US\$115.5 millones, al pasar de US\$191.5 millones el año pasado a US\$307.0 millones en el año 2019, con un crecimiento del 60%.²¹

Entre los antecedentes de Fondos de Inversión Cerrados existentes en el resto del mundo, podemos describir los siguientes:

✓ Los Certificados de Capital de Desarrollo (CKD) en México.

Los CKD se definen como valores o valores fiduciarios destinados a financiar uno o más proyectos, o para la adquisición de una o más empresas. El rendimiento de CKD está vinculado a sus activos subyacentes de propiedad. Asimismo, respaldan la canalización de recursos hacia inversiones en sectores en desarrollo y proporcionan flexibilidad y nuevas opciones para la diversificación de la cartera a inversores calificados e institucionales en el país.

Los CKD están diseñados para mejorar proyectos de:

- ❖ Infraestructura (carreteras, aeropuertos, puertos, ferrocarriles, agua potable, electricidad);
- ❖ Bienes raíces;
- ❖ Minería;
- ❖ Negocios en general;
- ❖ Proyectos de desarrollo tecnológico;
- ❖ Proyectos de capital privado.

✓ Las Compañías de Adquisición de Propósito Especial en Estados Unidos (SPAC son sus siglas en inglés).

Son empresas de adquisición que cotizan en bolsa y que recaudan fondos de inversión colectiva en forma de fondos mancomunados ciegos, a través de una oferta pública inicial (OPI), con el fin de completar la adquisición de una empresa privada existente, a veces en un sector específico como la tecnología de la información.

El dinero recaudado a través de la oferta pública inicial de un SPAC se invierte en un fideicomiso en el que se mantiene hasta que el SPAC identifica una oportunidad de fusión o adquisición para continuar

²¹ Recuperado desde <https://www.eldinero.com.do/90045/los-fondos-cerrados-de-inversion-crecen-un-93-en-republica-dominicana/>

con los fondos invertidos. Las acciones de un SPAC suelen venderse en unidades relativamente baratas que incluyen una acción ordinaria y un certificado de opción de compra de acciones adicionales o parciales.²²

Un SPAC puede ser considerado como una oferta pública inicial de una empresa que se nombrará más tarde. Se trata de una empresa ficticia, o cheque en blanco, que primero recauda dinero a través de su oferta pública inicial para adquirir una empresa objetivo no especificada, y luego busca una empresa privada para comprar. Las SPAC brindan una alternativa de financiamiento, fortalecen el Mercado de Valores y permiten dar dinamismo a diversos sectores económicos del país.

✓ Los Income Trust o Fideicomisos de ingresos en Canadá.

Un Canadian Income Trust es un fondo de inversión que mantiene activos que generan ingresos y distribuye pagos a los titulares de participaciones, o accionistas, de forma periódica. Las distribuciones generalmente se realizan trimestral o mensualmente.

El Canadian Income Trust debe distribuir un mínimo del 90% de sus flujos de efectivo netos. Las ventajas fiscales de invertir en un Fondo de Ingresos de Canadá incluyen ventajas tanto para el inversor como para la propia entidad. El inversor recibe una parte del pago periódico como devolución del capital y una parte como una distribución imponible. La entidad fiduciaria distribuye la mayor parte de su efectivo a los accionistas, dejando muy poco retenido por la entidad, por lo que queda poco para gravar. El fideicomiso paga la mayoría de las ganancias a los tenedores de la unidad antes de pagar impuestos, y generalmente se negocia públicamente en una bolsa de valores.²³

Según se define en Wikipedia, se trata de una inversión que puede contener acciones, instrumentos de deuda, intereses de regalías o propiedades inmobiliarias. Asimismo, son especialmente útiles para los requisitos financieros de los inversores institucionales, como los fondos de pensiones, y para los inversores, como las personas jubiladas que buscan rentabilidad. El principal atractivo de los fideicomisos de ingresos (además de ciertas preferencias fiscales para algunos inversores) es su objetivo declarado de pagar flujos de efectivo consistentes para los inversores, lo cual es especialmente atractivo cuando los rendimientos de efectivo de los bonos son bajos. Estos fideicomisos suelen tener activos como petróleo, carbón, gas u otros recursos naturales, que generalmente tienen una demanda constante y, por lo tanto, ingresos estables.

✓ Infraestructure Funds o Fideicomisos de Infraestructura en Australia.

Es un tipo de fideicomiso de ingresos que existe para financiar, construir, poseer, operar y mantener diferentes proyectos de infraestructura en una región o área operativa determinada. El fideicomiso de infraestructura también proporcionará pagos de distribución a los titulares de unidades periódicamente.²⁴

Los fondos de infraestructura son administrados por administradores de fondos especializados, que toman decisiones de inversión en nombre de los inversores. Estos fondos brindan la oportunidad de invertir en activos públicos esenciales, como autopistas, aeropuertos e instalaciones ferroviarias.

²² Recuperado desde <https://inversiopedia.com/compania-de-adquisicion-de-propositos-especiales-spac/>

²³ Recuperado desde <https://www.investopedia.com/terms/c/canadianincometrust.asp>

²⁴ Recuperado desde <https://www.investopedia.com/terms/i/infrastructuretrust.asp>

✓ Specialist Fund Market (SFM) o Mercado de Fondos Especializados en Londres.

El mercado de fondos especializados está disponible para emprendimientos de inversión colectiva cerrados que son altamente especializados y están dirigidos a inversores institucionales, profesionales y altamente informados. Dichos fondos especializados pueden incluir fondos de estrategia única, fondos secundarios, fondos del sector especializado o estructuras de asociación. El mercado no está destinado a productos de inversión dirigidos a inversores no profesionales y no institucionales.²⁵

Estos fondos especializados invierten en sectores específicos de la economía, como salud, telecomunicaciones, informática, tecnología, energía verde, propiedad y recursos naturales.

El Specialist Fund Market tiene como objetivo satisfacer la demanda tanto de emisores como de inversores institucionales y otros sofisticados para una cotización en un mercado regulado en Londres que proporcione suficiente flexibilidad para vehículos especializados como fondos de cobertura de estrategia única y vehículos de capital privado. El mercado estará claramente marcado para inversores profesionales, aunque esto no impedirá que los inversores minoristas puedan acceder también.²⁶

2- CAPITULO 2 - FIDEICOMISOS FINANCIEROS (FF)

2.1- ANTECEDENTES HISTORICOS DEL FIDEICOMISO

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

Comenzó representando un negocio basado únicamente en la confianza que la transmitente tenía en el adquirente. El primero le transmitía al segundo la propiedad de un bien, y le encomendaba que hiciese uso como dueño conforme sus instrucciones. Con el tiempo, y como una suerte de reacción ante ciertos incumplimientos de los encargos fiduciarios, al adquirente se le fue recortando su primitiva facultad de abuso sobre los bienes adquiridos, para llegar a convertirse en un titular jurídico.

El fideicomiso se utilizaba para transferir un bien como garantía de pago de una deuda o cuando las personas se ausentaban temporalmente, como en los casos de guerra o viajes, la transferencia del bien se realizaba para el disfrute y uso gratuito por parte de un tercero que era el beneficiado. A su vez, se utilizaba el fideicomiso testamentario para dar diferentes destinos a las herencias en base a la voluntad del testador y superar las trabas existentes en el derecho romano.

En análisis de su etimología, fideicomiso significa “confianza”, y esta se traduce en un encargo que una persona le hace a otra y que se registra en un contrato de carácter jurídico. Entonces, el valor fundamental estará dado por el contenido del contrato, el cual a su vez dependerá del encargo realizado entre las partes que hacen el acuerdo y firman el documento.

²⁵ Recuperado desde <https://brodies.com/binformed/legal-updates/the-specialist-fund-market-of-the-london-stock-exchange>

²⁶ Recuperado desde <https://www.hedgeweek.com/2007/07/13/london-stock-exchange-launches-specialist-market-alternative-funds>

El fideicomiso, como instituto jurídico, reconoce su génesis en el derecho romano que lo entendía como un negocio de confianza, ya que carecía de acción judicial para asegurar su cumplimiento. Este derecho presentaba dos formas para su realización. Estas eran *el fideicomisum* y *el pactum fiduciae*.

I- Fideicomisum.

El Fideicomisum se encuadraba dentro de los actos mortis causa y su utilización se concebía en la práctica como medio idóneo para burlar las incapacidades de derecho establecidas para suceder al causante. En su praxis, éste consistía en un ruego, el cual, según Fernández “*se dirigía a alguien que por ley o por testamento debiera recoger los bienes hereditarios y a quien se le encomendaba que les diera a éstos un destino determinado o ejecutase cualquier otro acto del causante*”.²⁷

II- Pactum Fiduciae.

Esta manifestación fiduciaria, a diferencia de la anterior se daba por acto entre vivos. Y se podía diferenciar entre la *fiducia cum amico* y la *fiducia cum creditore*. La *fiducia cum amico* precedió temporalmente a la otra. Esta se erigió como un negocio de confianza, plasmándose en un marco de colaboración donde lo que se tenía en cuenta era el interés del fiduciante. Consistía en la transmisión de la propiedad a otra persona quien se obligaba a devolverla al acaecimiento de un plazo o condición establecidos.

La *fiducia cum creditore*, por su parte, revelaba una finalidad de garantía en el cumplimiento obligacional. En su dinámica negocial reconocía una obligación preexistente como causa del pacto. De esta forma el deudor o un tercero por él transmitía el dominio de una cosa al acreedor con el compromiso de retransmitir el dominio al deudor cuando la obligación hubiese sido satisfecha. En esta modalidad, lo que se protege es el interés del fiduciario (acreedor) ya que se le realizaba una transmisión de dominio a su favor para garantizar la acreencia que éste mantenía en contra de su deudor.

2.1.1- EL FIDEICOMISO EN EL DERECHO ARGENTINO

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

En el año 1994 se introduce al cuerpo normativo, la ley N° 24.441, que incorpora en su capítulo I, la figura del Fideicomiso. En este sentido, Flah y Kiper sostienen que “*de ninguna manera este fideicomiso se equipara al regulado por el art. 2662 del Código Civil. Se trata de una nueva institución inspirada en el trust anglosajón y adaptada al sistema continental*”²⁸. A la misma conclusión llegan Malumián, Diplotti y Gutiérrez al expresar que “*el instituto de fideicomiso tal como lo conocemos hoy en día en Argentina nació con la ley 24.441*”²⁹

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

²⁷ FERNANDEZ, Julio C. D, Ob. Cit., p.40

²⁸ Exposiciones de la Dra Flah y el Dr. Claudio Kiper respectivamente relativas al fideicomiso testamentario, Revista del Notariado, Julio-Agosto-Septiembre de 1999, N° 857, Bs As, ps. 168 y 174 cit por MALUMIÁN Nicolás, DIPLOTTI Adrián, GUTIÉRREZ Pablo. Ob. Cit, p.17

²⁹ MALUMIÁN Nicolás, DIPLOTTI Adrián, GUTIÉRREZ Pablo, Ob. Cit, p.18

2.2- DEFINICION Y CARACTERIZACION DEL FIDEICOMISO

El Fideicomiso es una figura novedosa en su aplicación a los negocios de la economía real, que se caracteriza por su flexibilidad y seguridad, lo que le valió convertirse en el vehículo ideal para el desarrollo de los negocios productivos en la Argentina y resto de Latinoamérica. Concretamente, es un contrato que permite una ventaja diferencial, respecto a otros, al poder estructurar negocios, aún los más complejos, en los diferentes sectores productivos de la economía a través de la creación de nuevos patrimonios con fines específicos, ya sean fideicomisos públicos, privados y los Fondos de Inversión Directa.

En nuestro país, este instrumento se perfecciona a través de un contrato y está regulado por la Ley N° 24.441 de “Financiamiento de la Vivienda y la Construcción”. Esta Ley, sancionada por el Congreso con fecha 9 de enero del año 1995, en su articulado regula dos especies de fideicomisos. Por un lado, el fideicomiso común u ordinario en los artículos 1 al 18 y el fideicomiso financiero en los artículos 19 al 24. Los artículos 25 y 26 regulan la extinción del fideicomiso.

En su acepción general, el Fideicomiso, se trata de una figura jurídica que permite aislar bienes, flujos de fondos, negocios, derechos, etc. en un patrimonio independiente y separado con diferentes finalidades. Es un instrumento de uso muy extendido en el mundo. Su correlato anglosajón es el “trust” y cuenta con antiguas raíces en el derecho romano.

Puede definirse al contrato de fideicomiso como el negocio jurídico en virtud del cual una persona denominada “fiduciante” transfiere a título de confianza, a otra persona denominada “fiduciario”, uno o más bienes (que pasan a formar el patrimonio fideicomitado) para que al vencimiento de un plazo o al cumplimiento de una condición, éste transmita la finalidad o el resultado establecido por el primero, a su favor o a favor de un tercero denominado “beneficiario o fideicomisario”. El artículo 3 establece que el fideicomiso también podrá constituirse por testamento, extendido de alguna de las formas previstas por el código civil.

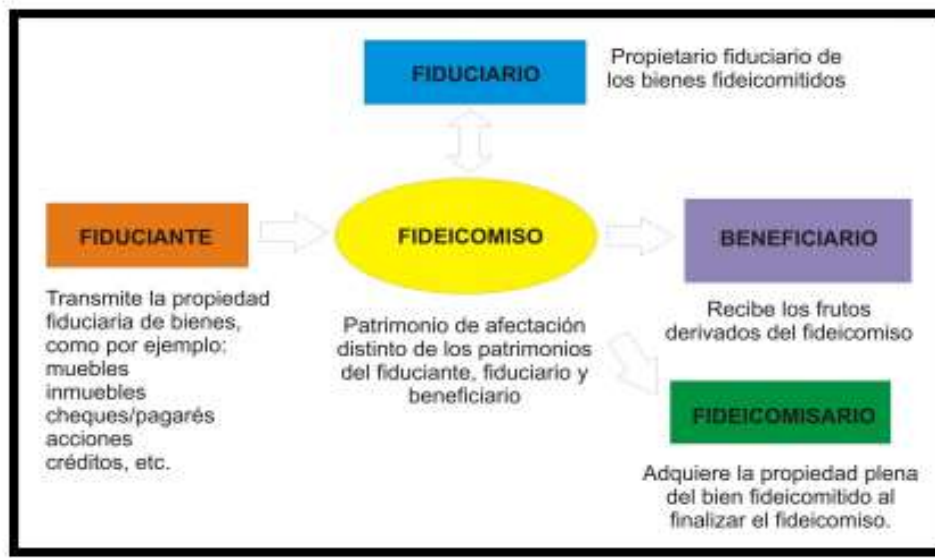
Para que haya fideicomiso es requisito indispensable que existan bienes cuya propiedad se transfiera para cumplir un fin determinado. En otras palabras, debe existir un bien, dos partes y un encargo, instrucción o mandato fiduciario.³⁰ Por lo mencionado anteriormente el fideicomiso no es un sujeto de derecho, sino un patrimonio segregado que es propiedad y debe ser administrado de acuerdo con el mandato fiduciario por un sujeto de derecho (fiduciario).

Ejemplo: “Si el propietario de un inmueble desea beneficiar a otras personas (hijos) pero sin transferirles los bienes directamente dado que son menores de edad, puede transmitir la propiedad fiduciaria del mismo a una persona de su confianza (un amigo con capacidad para administrar inmuebles) con el encargo fiduciario de alquilarlo y entregar los frutos del alquiler a su hijo menor por un plazo de 10 años. Al cumplirse el plazo estipulado el fiduciario (amigo) deberá entregar el inmueble al hijo mayor”.³¹

En términos de la Ley N° 24.441, en su artículo primero, establece que “...habrá fideicomiso cuando una persona (fiduciante) transmita la propiedad fiduciaria de bienes determinados a otra (fiduciario), quien se obliga a ejercerla en beneficio de quien se designe en el contrato (beneficiario), y a transmitirlo al cumplimiento de un plazo o condición al fiduciante, al beneficiario o al fideicomisario...”

³⁰ Nicolás Malumian, Fideicomiso y securitización. Análisis legal, fiscal y contable. 2º Edición. Pág. 18

³¹ Nicolás Malumian, Fideicomiso y securitización. Análisis legal, fiscal y contable. 2º Edición. Pág. 4

Esquema del Fideicomiso:

El fideicomiso representa un contrato definido por las siguientes características:

- **Típico.**

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

- **Consensual.**

Ya que produce efectos desde que las partes manifiestan recíprocamente su consentimiento, resultando la entrega de los bienes en propiedad un acto de ejecución del convenio, cuya falta autoriza a reclamar la entrega y el otorgamiento de las formalidades que imponga la naturaleza de los bienes.

- **Bilateral.**

Pues genera obligaciones recíprocas para fideicomitente (debe entregar la cosa y la remuneración del encargo) y fiduciario (debe administrar la cosa de acuerdo con las disposiciones de la convención).

- **Oneroso.**

Ya que el beneficio que procura a una de las partes sólo le es concedido por una prestación que ella le ha hecho o se obliga a hacerle y el constituyente del fideicomiso debe al fiduciario una comisión.

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

- **Formal.**

Es un contrato formal, no solemne, ya que el artículo 4 de la ley 24.441 enumera una serie de requisitos que el acuerdo de voluntades debe contener (la individualización de los bienes, la determinación del modo de incorporar otros bienes, el plazo o condición a que se sujeta el fideicomiso, el destino de los bienes a su finalización y los derechos y obligaciones del fiduciario y su modo de sustituirlo) los cuales no pueden ser cumplidos sino a través de la forma escrita.³² Se deja en claro, también que, si el fideicomiso se constituye mediante un acto de última voluntad, se debe hacer respetando las formas testamentarias impuestas por el Código Civil.

- **De tracto sucesivo.**

Esto implica que está hecho para perdurar en el tiempo y no agotarse en una sola prestación. Con lo que respecta al fideicomiso, no se agota en la transmisión de la propiedad fiduciaria, sino que se propaga mientras dure al mandato fiduciario.

- **Intuito Personae.**

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

Continuando con la línea de ideas, la inserción y adopción del fideicomiso no fue pareja en todos los sectores productivos, siendo el de la construcción, el que mostro mayor velocidad de implementación. El fideicomiso en nuestra legislación apenas excede los 20 años, lo que implicó haber adoptado una nueva forma de organización de los negocios que trajo consigo un salto disruptivo en tiempo récord.

Por lo tanto, en todos los sectores el impacto fue notorio, diferenciándose algunos en que, el uso y la aplicación práctica, se dieron de forma inmediata, como ocurrió en los sectores agropecuario y el de la construcción e inmobiliario. Este hecho se explica principalmente por la cultura asociativa de productores, constructores y grupos de inversores que buscaron herramientas que les permitiesen desarrollar proyectos asociativos, tales como el pool de siembra y el consorcio de construcción.

La utilización de la figura del fideicomiso permite al inversor invertir su capital en un negocio que será manejado por un experto que actúa con la prudencia y diligencia del buen hombre de negocios. Se propone como instrumento jurídico, puesto que es consistente con los principios de confianza con los que muchos negocios se llevan a cabo desde hace décadas. Como herramienta legal, económica y financiera, a diferencia de una sociedad, o de cualquier otra figura jurídica, es más versátil y dinámico por el cual se pueden estructurar casi cualquier negocio viable.

El objetivo de este instrumento es la obtención de liquidez a través de la venta de activos en forma parcial o total, buscando un mercado de inversores al que no se tendría acceso sino por medio de la titulación

fiduciaria. También se puede emplear el fideicomiso como herramienta "no tradicional" para la obtención de "financiamiento tradicional". Hay que mencionar un valor agregado del fideicomiso para su elección como instrumento financiero de cualquier proyecto de inversión que requiera de financiación: es una garantía aceptable por el acreedor financiero, transformado en fiduciante.

En cuanto al objeto del contrato, conforme lo establece la citada ley, puede estar constituido por toda clase de bienes, entre las que se encuentran los bienes fungibles. Existen limitaciones a los bienes a transmitir en propiedad fiduciaria, como ser el caso de los objetos que no tienen dueño, o han sido abandonados. Pero salvo raras excepciones como las nombradas, casi no existen limitaciones.

Es oportuno mencionar que los fideicomisos tienen como uno de sus objetivos fundamentales ser vehículos de financiamiento de aquellas empresas que tengan un alto potencial de ventas a plazos, pero que carezcan del capital necesario para hacer frente a dicho financiamiento. La solución puede llegar de la mano del fideicomiso dado que dicha empresa realiza la venta y cede a un fideicomiso los créditos originados por dicha venta a plazo; el fideicomiso empaqueta esos créditos y los vende a través de los títulos valores que emite.

Una característica principal que define a la figura del fideicomiso consiste en la "Propiedad Fiduciaria". Esta implica que los bienes afectados al fideicomiso no pueden ser atacados por los acreedores tanto del fiduciante como del fiduciario y solamente serán afectados a las deudas que son objeto del cumplimiento del contrato de fideicomiso. También, el resto del patrimonio del fiduciario que no forma parte de los bienes fideicomitados no podrá ser atacado por los acreedores del fideicomiso. Ni por los beneficiarios, ni tampoco por el fideicomisario. Por lo tanto, los bienes fideicomitados quedan exentos de la acción singular o colectiva de los acreedores del fiduciario y tampoco podrán agredir los bienes fideicomitados los acreedores del fiduciante. Los acreedores del beneficiario podrán ejercer sus derechos sobre los frutos de los bienes fideicomitados.

Los bienes del fiduciario no responderán por las obligaciones contraídas en la ejecución del fideicomiso, las que solo serán satisfechas con los bienes fideicomitados. La insuficiencia de los bienes fideicomitados para atender a estas obligaciones no dará lugar a la declaración de su quiebra. En tal caso, y a falta de otros recursos provistos por el fiduciante o el beneficiario según previsiones contractuales, procederá a su liquidación, la que estará a cargo del fiduciario, quien deberá enajenar los bienes que lo integren y entregará el producido a los acreedores conformes al orden de privilegios previstos para la quiebra.

Conforme lo establecido en la Ley 24.441 el fiduciario no adquiere "para sí" los bienes que se le transmiten, por ende, los mismos no ingresan al patrimonio personal del fiduciario, quien sólo tendrá la titularidad formal, con el dominio de la cosa inmueble o mueble susceptible de registro, inscripto a su nombre, lo que confiere la necesaria legitimación sustancial para proceder a su disposición.

El fiduciario, quien maneja los bienes, deberá actuar con la prudencia y diligencia del buen hombre de negocios, sobre la base de la confianza depositada en él, en defensa de los bienes fideicomitados (ya que se comporta como el nuevo "propietario") y los objetivos del fideicomiso. Si no es así, el fiduciante o el beneficiario pueden exigir la retribución por los daños y perjuicios causados.

2.2.1- SUJETOS DEL FIDEICOMISO

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

- **Fiduciante, fideicomitente, constituyente o cedente.**

Es la persona física o jurídica que se obliga a transmitir los bienes o derechos al fiduciario en base a lo establecido en el pacto de fiducia, y que le encomienda la realización de un fin determinado. Su rol es el de constituyente del fideicomiso. No necesariamente debe ser una persona, sino que pueden serlo una pluralidad de ellas.

- **Fiduciario o fideicomitado.**

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

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

- **Beneficiario.**

No es parte del contrato de fideicomiso, sin embargo, se inserta dentro de la praxis negociadora del mismo ya que es el titular de los beneficios que resulten del patrimonio fideicomitado. En este sentido, es titular de una estipulación a favor de terceros y podrá exigir el cumplimiento de la obligación impuesta a su favor. Debe estar identificado en el contrato, pudiendo ser determinado o determinable, persona física o jurídica, actual o futura, en este último caso deberán constar los datos que permitan su individualización futura.

Podrán designarse más de un beneficiario, los que concurrirán al beneficio en partes iguales, salvo disposición en contrario. También se podrán designar beneficiarios sustitutos para el caso de no aceptación, renuncia o muerte. En el caso que no hubiere beneficiario sea porque no aceptaren, renunciaren o no llegaren a existir, el fideicomisario asumirá el rol de beneficiario. En su defecto, lo hará el fiduciante.

- **Fideicomisario.**

En la ley 24.441 el fideicomisario tiene un rol diferenciado de los demás sujetos, con los consiguientes derechos y obligaciones que esto representa. Al igual que el beneficiario, este sujeto, no es parte contractual, pero al igual que aquel, se inserta en el negocio fiduciario.

El fideicomisario es el destinatario de los bienes del fideicomiso, a quien le corresponde recibir los bienes fideicomitados a la finalización del fideicomiso. Puede serlo una o varias personas, físicas o jurídicas, estando facultadas para reclamar el cumplimiento del contrato, con análogos requisitos que el beneficiario.

Con relación a la superposición de roles, cabe aclarar que el beneficiario y el fiduciante pueden ser la misma persona como así el fideicomisario y el fiduciante, excepto en el fideicomiso financiero en el que el beneficiario es el público inversor que adquiere los títulos y el fideicomisario es el fiduciante que rescata el bien fideicomitado una vez cumplido el objeto del fideicomiso que garantiza dicha emisión.

Este tipo de superposición es muy común, y no está prohibido por la ley. En su dinámica, quien transmite los bienes al fiduciario, será luego la persona que reciba los frutos y beneficios que arroje el fideicomiso.³³

Entre los motivos por los cuales una persona puede recurrir a este medio se han expuestos como los más comunes *“la búsqueda de una administración profesional de activos y la posibilidad de reunir varias partes bajo una misma estructura jurídica segura que posibilite la realización del algún proyecto”*³⁴, además de tener una estructura dinámica más sencilla y menos costosa que una sociedad anónima y permitir limitar la responsabilidad al patrimonio fideicomitado.

No existe ningún problema en que se dé esta superposición de roles entre el Beneficiario y el Fideicomisario, ni la misma es cuestionada desde las corrientes doctrinarias más ortodoxas. Asimismo, tampoco existen trabas para que concurren en una misma persona las posiciones jurídicas de fiduciante-beneficiario-fideicomisario.

En el caso de la superposición de las figuras del Fiduciario y el Fideicomisario, es dable sostener que el fiduciario no puede asumir el rol de fideicomisario, dada la prohibición contenida en el artículo 7 de la ley 24.441. Surge claro de la letra de esta norma que le está vedado al fiduciario adquirir para sí los bienes dados en fideicomiso, y siendo el fideicomisario el destinatario natural de los bienes fideicomitados, se estaría ante una prohibición legal expresa.³⁵

En cuanto a la superposición entre las figuras del Fiduciario y el Beneficiario, este caso es uno de los que más ha dividido la doctrina argentina, sobre todo en lo atinente al caso del fideicomiso de garantía³⁶. Por un lado, existe una posición minoritaria, integrada por juristas como Kiper y Lisoprawski que sostienen que:

- Si bien la ley prohíbe al fiduciario adquirir los bienes para sí, no restringe la posibilidad de éste de actuar como beneficiario del fideicomiso.
- No existe conflicto de intereses entre las figuras de fiduciario y beneficiario, ya que ambos estarían movidos por el bien común del fideicomiso. Y si existieran, el ordenamiento jurídico brinda mecanismos para prevenirlos y solucionarlos³⁷.

³³ Conf. fallo CNCivil Sala L, 19/02/1997, “Orcoyen, Javier Y Otros C/ Forlano, Carlos S/ Medidas Precautorias”.: “Aunque el fiduciante ocupe el lugar de beneficiario, resulta tercero respecto del contrato y sólo tiene un derecho personal a los frutos de los bienes fideicomitados (Ley 24.441, art. 15) sin que pueda entenderse que se constituye en propietario del porcentage que se adjudicó como beneficiario del contrato ni que tenga un derecho en expectativa al mismo”. Publicado en LD Textos.

³⁴ MALUMIÁN Nicolás, DILOTTI Adrián, GUTIÉRREZ Pablo. Ob. Cit., p.25

³⁵ En el mismo sentido se expresan MOLINA SANDOVAL, Carlos A., Ob. Cit., p.67 y MALUMIÁN Nicolás, DILOTTI Adrián, GUTIÉRREZ Pablo, Ob. Cit., p.28 y 29.

³⁶ KIPER, Claudio M – LISOPRAWSKI, Silvio V, “Teoría y práctica del fideicomiso”, 2ª ed. Ed Depalma, Bs As, 2002, p.22 a 29.

³⁷ Conf. Fallo C.S.J.N, 04/11/2003, “E.C.G. S.A. c. Banco Hipotecario” (del voto de los doctores Fayt y Vázquez): “interesa observar, que las prevenciones que la actora hace sobre la eventual actitud abusiva del banco fiduciario no pueden ser atendidas como válidos argumentos para impedir el ejercicio del ius vendendi de que se trata. En tal sentido, si el fiduciario no actuara con la prudencia y diligencia del buen hombre de negocios que su especial posición le impone (arg. art. 6, ley 24.441), frente al ejercicio abusivo o ilegítimo del ius vendendi por parte del fiduciario (vgr. en ausencia de mora del deudor, como E.C.G. S.A. lo invoca en el sub lite), están al alcance del fiduciante las normas sobre responsabilidad civil y, eventualmente, lo dispuesto por el art. 173 inc. 13 del Cód. Penal. Pero es lo cierto que desvíos de esa naturaleza no pueden ser supuestos ab initio en el marco de una acción de resolución del contrato de fideicomiso de garantía (tal como la mencionada a fs. 322), ni ese marco puede servir para el dictado de medidas cautelares como la de autos.” Publicado en www.laleyonline.com.ar

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

Por otro lado, la corriente doctrinal que se niega a la superposición de estos roles sustenta su posición en los siguientes argumentos:

- Se generaría un conflicto de intereses.
- Se afecta la estructura misma del fideicomiso, ya que el fiduciario dejaría de ejercer la propiedad fiduciaria en interés de un tercero, para pasar a ejercerla en propio interés.³⁸
- Una de las consecuencias fundamentales del denominado principio de lealtad es que el fiduciario ha de actuar en un todo en interés del fideicomiso, lo que excluye, por definición, que lo haga en su propio beneficio.³⁹
- “Resultaría absurdo que el fiduciario se rinda cuentas a sí mismo”.⁴⁰
- “...No existiría verdadero fideicomiso pues una misma persona tendría el goce económico y la propiedad formal, por lo que, al no existir este desdoblamiento, tendría la propiedad plena”.⁴¹

Por último, en cuanto a la superposición de los roles entre el Fiduciante y Fiduciario, está vinculado con lo que se ha dado en llamar la constitución del fideicomiso por acto unilateral o simplemente fideicomiso unilateral. En este tema, autores como Villegas se han expresado categóricamente sosteniendo que “*de ningún modo está prohibido que el fiduciante pueda ser al mismo tiempo, fiduciario*”⁴², “lo que ocurriría en este caso es que el fiduciante en vez de transferir los bienes, los separa de su patrimonio y con ello constituye el fideicomiso”⁴³.

En otro sentido⁴⁴, la doctrina ha expresado que, si bien la prohibición no surge expresamente de la letra de la ley, la misma se puede inferir dada la ausencia de elementos esenciales para la constitución del contrato, ya que según lo dispuesto por el art. 1137 del código de comercio “*hay contrato cuando varias personas se ponen de acuerdo sobre una declaración de voluntad común, destinada a reglar sus derechos*”. En esta línea de argumentos, Kiper y Lisoprawski sostienen que “*el fideicomiso, en nuestro derecho, es un contrato y que, para existir, necesaria y genéticamente, deben confluir como partes fiduciante y fiduciario. Si el fiduciante se auto constituye en fiduciario, no habrá otro sujeto o persona*”.⁴⁵

³⁸ MOLINA SANDOVAL, Carlos A, Ob Cit, p.65

³⁹ KIPER, Claudio M – LISOPRAWSKI, Silvio V, Ob. Cit., p.23

⁴⁰ Ibídem, p.24.

⁴¹ MALUMIÁN Nicolás, DIPLOTTI Adrián, GUTIÉRREZ Pablo, Ob. Cit., p.29.

⁴² VILLEGAS, Carlos G, Ob. Cit, p.26

⁴³ Ibídem, p.26 y 27

⁴⁴ Posición sostenida entre otros por HAYZUS, Ob. Cit, p. 116, MOLINA SANDOVAL, Carlos A, Ob. Cit, p.68 y 69, KIPER, Claudio M – LISOPRAWSKI, Silvio V, Ob. Cit., p.55, BRESSAN, Pablo, “Negocio jurídico fiduciario. Sus aspectos obligacionales”, en Tratado teórico práctico de fideicomiso, Maury de González, Beatriz (Dir), Ed AD-HOC, Bs As 1999, p.75 MALUMIÁN Nicolás, DIPLOTTI Adrián, GUTIÉRREZ Pablo, Ob. Cit., p.26 a 28

⁴⁵ KIPER, Claudio M – LISOPRAWSKI, Silvio V, Ob. Cit., p.55

2.2.2- OBJETOS

En principio pueden ser objeto del contrato del fideicomiso toda clase de bienes o derechos con excepción de los derechos personales del fiduciante. Serán objetos del fideicomiso los bienes inmuebles, muebles, registrables o no, dinero, títulos valores, etc., cuando se puedan individualizar. La ley N° 24.441 en su artículo 1 exige que deban tratarse de bienes determinados y en su artículo 4 que deben estar individualizados.

Los bienes no pueden entrar en el patrimonio del fiduciario confundiéndose con los suyos, son bienes separables del activo, con cuentas separadas y excluidos tanto de la garantía de los acreedores del fiduciario como de los del fideicomitente.

Sobre los bienes fideicomitidos se constituye una propiedad fiduciaria conformando un patrimonio separado del patrimonio fiduciario y del fiduciante. Cuando se trata de bienes registrables, los registros correspondientes deberán tomar razón de la transferencia fiduciaria de la propiedad a nombre del fiduciario.

2.2.3- DERECHOS Y OBLIGACIONES DE LAS PARTES

a. Del fiduciante:

Derechos.

Designar uno o más fiduciarios y reservarse derechos específicos, vinculados con la posibilidad de vigilar que se cumplan las disposiciones del convenio, entre los cuales conviene destacar la facultad de revocar el fideicomiso, aún contra el principio genérico que impone la irrevocabilidad, única forma de ponerle fin, cuando éste resulta ineficaz o innecesario.

Entre las causas de extinción del fideicomiso se encuentra la remoción del fiduciante si se hubiera reservado expresamente esa facultad.

El fiduciante puede pedir judicialmente la remoción del fiduciario por incumplimiento de sus obligaciones. Asimismo, puede exigir al fiduciario rendición de cuentas y, eventualmente, ejercer acciones de responsabilidad.

Obligaciones.

- Remunerar al fiduciario.
- Reembolsar los gastos efectuados por éste en ocasión del encargo.
- Sanear la evicción.

b. Del fiduciario

El fiduciario se erige como la figura central del fideicomiso ya que *“tanto el fiduciante como los beneficiarios cuentan con la presencia y la actividad del fiduciario para lograr en los hechos los objetivos*

del fideicomiso''⁴⁶. Al ser éste un negocio de confianza es de extrema relevancia la decisión sobre a quien se nombrará fiduciario, ya que la probidad e idoneidad que ostente para la realización del cargo repercutirá indudablemente en la consecución de los fines del fideicomiso y en la satisfacción de los intereses de beneficiarios y fideicomisarios.

Derechos.

Posee todas las facultades inherentes a la finalidad del fideicomiso, en particular las relativas al dominio y administración que tiene de la cosa. Puede usar y disponer de los bienes sin apropiarse de los frutos, pero siempre hasta lograr el fin del contrato.

Obligaciones.

- Administrar en la forma establecida, resultando inherente la conservación y custodia material y jurídica de los bienes, efectuar las mejoras y reparaciones necesarias, contratar seguros y pagar los tributos que los graven.
- Administrar haciendo producir frutos de acuerdo con la utilización regular de las cosas, sin disponer de ellas, pero generando el mayor rendimiento.
- Mantener la identidad de los bienes del encargo separados de los del fiduciario, no pudiendo incluirlos en su contabilidad ni considerarlos en su activo.
- Puede gravar los bienes fideicomitidos cuando lo requieran los fines del fideicomiso. Se encuentra legitimado para ejercer todas las acciones que correspondan para la defensa de los bienes fideicomitidos tanto contra terceros como contra el beneficiario.
- Rendir cuentas sobre las gestiones que realiza avisando dentro de un corto tiempo la celebración de ciertas operaciones de inversión o el recibo de frutos derivados de éstas. Los fiduciarios deben rendir cuentas a los beneficiarios con una periodicidad no mayor a un (1) año.
- Presentar informaciones completas y fidedignas sobre el movimiento contable de los bienes en su poder.
- Transferir los bienes de acuerdo con lo convenido al tiempo del encargo al beneficiario o al fideicomisario.

Cese del fiduciario:

- Revocación judicial.
- Incumplimiento de sus obligaciones, a instancia del fiduciante, o a pedido del beneficiario con citación al fiduciante.
- Muerte o incapacidad declarada judicialmente si fuese persona física.
- Quiebra o liquidación.

⁴⁶ HAYZUS, Jorge Roberto, Ob. Cit, p.135

- Renuncia.

c. Del beneficiario:

Este sujeto no es parte del contrato, sino que se inserta dentro del negocio fiduciario, asistiendo al mismo un derecho de carácter creditorio. Desde esta perspectiva, se puede aseverar que al mismo no le asiste derecho real alguno, sino un derecho crediticio que lo legitima para requerir los frutos en término.⁴⁷

Es un acreedor especial del fideicomiso, pudiendo serlo por los frutos que produzcan los bienes fideicomitidos, o con relación a éstos, una vez transcurrido el tiempo o cumplida la condición prevista para transferir la propiedad.

El beneficiario puede exigir al fiduciario el cumplimiento del fideicomiso. Tiene derecho al ejercicio de acciones de responsabilidad por incumplimiento y de exigir acciones conservatorias. Asimismo, puede impugnar los actos cumplidos por el fiduciario contrariando las instrucciones del fiduciante.

El derecho a la obtención de la propiedad una vez concluido el fideicomiso, puede ser trasladado al fideicomisario sin que coincida con la persona del beneficiario.

La ley 24.441 no establece a lo largo de su articulado obligaciones expresas en cabeza del beneficiario. Sin embargo, se puede pactar la contraprestación de una obligación a cargo del beneficiario atento al principio de autonomía de la voluntad. Esta contraprestación surge de una manera clara en el caso de los fideicomisos financieros donde los beneficiarios inversionistas adquieren los valores fiduciarios como contraprestación de una obligación dineraria.

d. Del Fideicomisario:

El fideicomisario es el destinatario de los bienes del fideicomiso, es decir, a quien le corresponde recibir los bienes fideicomitidos a la finalización del fideicomiso.⁴⁸ En este sentido, su participación en el negocio si bien se asemeja a la del beneficiario no se identifica como tal, ya que a aquel le corresponden los beneficios obtenidos por la actuación fiduciaria.

La ley 24.441 no se ha encargado de regular los derechos del fideicomisario, por lo que tal ausencia normativa debe ser suplida con la aplicación analógica de los derechos y obligaciones que le corresponden al beneficiario en tanto y en cuanto sean compatibles con las particularidades de la figura del fideicomisario. Es necesario enfatizar, que el derecho principal que le asiste al fideicomisario, y que lo particulariza, es el de recibir los bienes fideicomitidos a la finalización del fideicomiso.

⁴⁷ BARBIER. Eduardo Antonio. "Contratación Bancaria. Tomo 2. Empresas". Ed Astrea, Bs. As. 2002, p.363.

⁴⁸ La jurisprudencia ha establecido que "la obligación de interpelar por parte del fideicomisario no resulta requisito previo a la devolución de los bienes.". Fallo CNCom., sala C, 26/03/1999 – "Fernández, Jorge y otro v. Compañía Financiera Universal S.A. y otros" Publicado en www.lexisnexis.com.ar (JA 2000-I-394)

2.2.4- CAUSALES DE EXTINCION

El Fideicomiso podrá extinguirse por:

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

Producida la extinción del fideicomiso, el fiduciario estará obligado a entregar los bienes fideicomitidos al fideicomisario o a sus sucesores, otorgando los instrumentos y contribuyendo a las inscripciones registrales que correspondan.

2.2.5- PLAZO

El dominio fiduciario es imperfecto por ser eminentemente temporal. En este sentido, la propiedad fiduciaria está sometida a un plazo o condición⁴⁹, vencido el cual, el fiduciario deberá hacer tradición de los bienes o cosas al fideicomisario.

En la Ley 24.441 el legislador estableció en el artículo 4 inc. C que el contrato debe contener “*el plazo o condición a que se sujeta el dominio fiduciario, el que nunca podrá durar más de treinta años desde su constitución, salvo que el beneficiario fuere un incapaz, caso en el que podrá durar hasta su muerte o el cese de su incapacidad*”. Como se puede apreciar de la redacción del artículo expuesto, el plazo es un elemento esencial, por lo que no puede faltar so pena de tener al fideicomiso como inexistente.⁵⁰

En cuanto al plazo de treinta años se puede decir que “*la propiedad de los bienes, puesta en cabeza del fiduciario, dura el tiempo necesario para que éste realice el encargo de acuerdo con lo previsto en el contrato*”⁵¹, “*ocurre sin embargo, que los objetivos del fiduciante al instituir el fideicomiso son susceptibles de extenderse indefinidamente*”⁵², es entonces cuando el legislador establece un plazo máximo al cual puede sujetarse el fideicomiso, y si se llegara a pactar un plazo superior o, la condición a la que se hubiese supeditado no se hubiere cumplido en el plazo de 30 años, aquel se entenderá reducido ex lege al máximo legal.

⁴⁹ Conf. Fallo CNCom. SalaC, 26/03/1999, “Fernandez, Jorge C/ Cia. Financiera Universal Sa S/ Ord”, “Tanto la constitución como la extinción de un contrato de fideicomiso pueden quedar sujetas a condiciones suspensivas o resolutorias.” Publicado en LD Textos

⁵⁰ En igual sentido LORENZETTI, Ricardo Luis, Ob Cit, p.317 y MOLINA SANDOVAL, Carlos A, Ob. Cit, p.108

⁵¹ HAYZUS, Jorge R, “Fideicomiso”, Ed Astrea, Bs As, 2000, p.54

⁵² Ibídem, p.54

2.2.6- LIQUIDACION

En caso de insuficiencia patrimonial para atender a las obligaciones contraídas por el fiduciario, la ley N° 24.441 indica que el patrimonio fideicomitado no será susceptible de quiebra, sino de liquidación, la cual estará a cargo del fiduciario.

En este sentido el artículo 16 de la ley N° 24.441 dispone que: *“Los bienes del fiduciario no responderán por las obligaciones contraídas en la ejecución del fideicomiso, las que sólo serán satisfechas con los bienes fideicomitados. La insuficiencia de los bienes fideicomitados para atender a estas obligaciones no dará lugar a la declaración de su quiebra. En tales supuestos y a falta de otros recursos provistos por el fiduciante o el beneficiario según previsiones contractuales, procederá a su liquidación, la que estará a cargo del fiduciario, quien deberá enajenar los bienes que lo integren y entregará el producido a los acreedores conforme al orden de privilegios previstos para la quiebra; si se tratase de fideicomiso financiero regirán en lo pertinente las normas del artículo 24.”*

En caso de insuficiencia patrimonial, entonces, el fideicomiso, en tanto que es un vehículo contractual y no un sujeto jurídico, no será susceptible de ser declarado en quiebra, sino que el patrimonio fideicomitado será enajenado por el fiduciario y con lo producido se desinteresará a los acreedores conforme el régimen de privilegios previsto en la ley 24.552 de Concursos y Quiebras. Aunque la ley no lo disponga expresamente se entiende que el fideicomiso tampoco es susceptible de ser concursado preventivamente.⁵³ Se llega a tal conclusión, porque cuando el legislador dice que no le será aplicable el régimen de la quiebra, se refiere en forma amplia a toda la normativa atinente al concurso y a la quiebra regulada por la ley 24.522.

2.3- TIPOLOGIAS DEL FIDEICOMISO

En una primera instancia y de manera general, los fideicomisos se definen en dos grandes grupos. Por un lado, los que tienen oferta pública, esto es que cotizan en la Bolsa y están sujetos a los controles de la Comisión Nacional de Valores (CNV), el órgano de contralor de los mercados, y por otro los privados, que son contratos entre partes regulados por el derecho privado.

Según la legislación argentina, el fideicomiso puede ser estructurado, acorde a su clasificación, como Fideicomiso Ordinario o Financiero, dependiendo ello de los objetivos del negocio, las regulaciones que cumpla y la complejidad del diseño. El primero es aquel contrato donde el fiduciario no tiene la obligación de ser una sociedad inscripta en el registro de fiduciarios financieros que lleva la CNV y donde los beneficiarios de los derechos no poseen valores fiduciarios emitidos que reflejen su participación.

En el caso de los fideicomisos financieros, son obligatorias esas dos características lo que permite contar con una mayor sofisticación en el diseño de los controles, pues es necesario someterse a un proceso donde se incrementan los requisitos de aprobación y el nivel de circulación de la información.

Debido a la maleabilidad y gran flexibilidad que ofrece la figura del fideicomiso es que pueden llegar a perseguir distintos fines y propósitos a través de la utilización de este contrato. La ley que regula el instituto no se expresa con relación a los fines perseguibles, pero la doctrina se ha encargado de construir ciertas clasificaciones de éstos.

⁵³ MOLINA SANDOVAL, Carlos A. “El fideicomiso en la dinámica mercantil”. Ed Ábaco. Bs As. 2004, p.304 a 306

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

Dadas las innumerables formas de clasificación que pueden adoptar los fideicomisos, a continuación, se expondrá una posible forma no limitativa. De acuerdo con su objeto y según la autora Karina Barboza (Argentina, abril 2004), los fideicomisos se pueden clasificar de la siguiente manera:

a) Fideicomiso de Garantía.

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

Márquez define esta clase de fideicomiso como “*aquél en el cual el fiduciante transmite al fiduciario bienes individualizados en garantía de un crédito, propio o ajeno, con el encargo de que, en caso de incumplimiento del crédito garantizado, destine los frutos de los bienes o el producido de su liquidación al pago del crédito*”.⁵⁴

Con este tipo de fideicomiso lo que se hace es transferir al fiduciario bienes por medio de los cuales (o a través de su producido) se garantizará el cumplimiento de ciertas obligaciones a cargo del fiduciante o de terceros, designando como beneficiario al acreedor o a un tercero. En caso de incumplimiento se pagará a estos últimos, una vez realizados los bienes objeto del fideicomiso, el valor de la obligación contraída o el saldo insoluto de ella conforme a lo previsto en el contrato.

Es decir que el fiduciante transmite un bien (una cosa inmueble o mueble) en propiedad fiduciaria, garantizando una obligación que mantiene a favor de un tercero, con instrucciones de que, no pagada la misma a su vencimiento, el fiduciario procederá a disponer de la cosa y con su producido neto desinteresar al acreedor y el remanente líquido que resta, se reintegra al fiduciante.

Como ventaja, de este modo se evitarán los trámites de ejecución judicial, con la rapidez y economía que ello supone. Evita que el acreedor deba someterse al procedimiento de subastar los bienes, lo cual, además podría favorecer al deudor, ya que en los remates puede obtener peores condiciones de venta. Otra ventaja es que el bien fideicomitado queda fuera de la acción de los otros acreedores del fiduciante y de los que sean del fiduciario, ya que constituye un patrimonio separado. Queda fuera también del concurso de Fideicomiso Ordinario cualquiera de ellos, evitándose todo trámite de verificación (salvo la acción de fraude que se haya cometido respecto de los acreedores del fiduciante).⁵⁵

Se puede apuntar como otra ventaja la amplitud de objetos sobre los que va a poder recaer la garantía, ya que no se podrá transmitir solamente el dominio fiduciario de cosas, sino también de derechos y bienes inmateriales.

Este tipo de fideicomiso es un sustituto del tradicional sistema de garantías reales. La diferencia con éstas radica en que, en caso de incumplimiento, la venta fiduciaria no es una ejecución forzada sino simple cumplimiento de una obligación alternativa.

Por el contrario, las garantías reales de prenda e hipoteca sólo aceptan como objetos a muebles e inmuebles. La constitución de una hipoteca, por ejemplo, tiene costos elevados, mientras que al constituir un fideicomiso de garantía los costos operativos pueden verse disminuidos.

⁵⁴ MÁRQUEZ, José F., “Notas sobre el fideicomiso con fines de garantía”, J.A 2000-IV p.1226.

⁵⁵ BARBOZA, Karina. Otros conceptos y herramientas de contabilidad y finanzas. op.cit.

b) Fideicomiso de Seguros.

El fiduciante transfiere en propiedad fiduciaria la indemnización o capital provenientes de un contrato de seguro a otra persona (fiduciario), para que éste administre según lo acordado en el contrato de fideicomiso. Como podría pasar con las buenas intenciones del jefe de familia que contrata un seguro de vida para que, el día que fallezca, su esposa e hijos reciban una suma importante que les permita una digna subsistencia, puede malograrse si, ocurrido el siniestro, los beneficiarios de la indemnización que abone la compañía aseguradora administran mal lo recibido y en poco tiempo consuman el importe cobrado. Es una preocupación que nunca descarta quien contrata tal seguro, la que puede evitarse por vía de un fideicomiso debidamente constituido.⁵⁶

El asegurado nombra beneficiario a un banco u otra entidad financiera de su confianza y celebra con el mismo un contrato de fideicomiso, designándolo fiduciario del importe a percibir de la aseguradora, fijando su plazo y especificando todas las condiciones a las que debe ajustarse aquel en cumplimiento de los fines instruidos (inversiones a efectuar, beneficiarios de las rentas, destino final de los bienes, etc.).

Se trata de una modalidad de fideicomiso que puede ser de suma utilidad y con provecho para las entidades fiduciarias por las comisiones u otros ingresos que por su gestión perciban.⁵⁷

c) Fideicomiso Inmobiliario.

Es el caso del fideicomiso donde el fiduciario recibe del fiduciante un inmueble con el fin de administrarlo o desarrollar un proyecto de construcción y venta de las unidades construidas.⁵⁸

En la actualidad han tomado gran desarrollo los fideicomisos "inmobiliarios" o de "construcción", siendo que la figura se adapta realmente a medida en casos como lo son las urbanizaciones, construcción de edificios, barrios cerrados. El desarrollo y ejecución de proyectos inmobiliarios, es un negocio complejo en el que confluyen intereses diversos en conexión recíproca y complementaria, tales como los del desarrollador del proyecto, de los inversores, propietarios de terrenos, arquitectos, ingenieros, empresas constructores, financistas, escribanos, que encuentran en la estructuración de un fideicomiso el marco adecuado para el equilibrio de los intereses recíprocos, coordinados por el fiduciario y protegidos por la exclusividad de gestión y afectación patrimonial.

La autora, Karina Barboza, cita como ejemplo la construcción de un edificio con unidades a distribuir entre quienes resulten adjudicatarios bajo el régimen de propiedad horizontal. Confluyen en el negocio intereses diversos, como entidades que conceden créditos, constructores y arquitectos que realizan los trabajos, ingenieros y calculistas, entidades municipales que deban conceder los permisos y autorizaciones que correspondan, entidades de control ambiental, el o los propietarios del terreno donde se hará la construcción, etc. La presencia de todos estos interesados logra conciliarse con ventaja cuando una entidad financiera especializada ejerce la titularidad del inmueble como propiedad fiduciaria y ofrece plena

⁵⁶ Ibidem.

⁵⁷ PEREZ MUNIZAGA, Marta y VERÓN, Carmen Stella, XIII Congreso Nacional de Profesionales en Ciencias Económicas, (Argentina, octubre, 2000).

⁵⁸ BARBOZA, Karina. Otros conceptos y herramientas de contabilidad y finanzas. op.cit.

seguridad de que el negocio se desarrollará con respeto de todos los intereses involucrados y según lo convenido.

d) Fideicomiso de Administración con Control Judicial.

Se establece para las asociaciones civiles con personería jurídica, como las dedicadas a la actividad deportiva de cualquier índole que, en casos de quiebras decretadas o concursos preventivos, se constituya un fideicomiso de administración a cargo de un órgano fiduciario con el fin de administrar dichas entidades. Este órgano fiduciario que se supone experto en crisis concursales se compone de un contador, un abogado y un experto deportivo, quienes trabajan en forma conjunta y a su vez son controlados por un juez.

El fin de este órgano fiduciario es que tres expertos de distintas áreas unan sus esfuerzos, a fin de solucionar la crisis que atraviesa la entidad y mantener su continuidad, además de establecer las causas que la llevaron a la quiebra. Una de las actividades encargadas a este órgano es la consolidación del pasivo, sobre el cual, una vez determinado, se emitirán certificados representativos, nominativos y endosables a los acreedores.

Las bases sobre las que se apoya la normativa legal son el deporte como derecho social, el generar ingresos genuinos a fin de poder sanear el pasivo y garantizar a los acreedores el cobro de sus créditos, superando el estado de insolvencia, para que de este modo se garantice la continuidad de la institución.

e) Fideicomiso Testamentario.

Carregal los define como *“aquellos que resultan de testamento otorgado por el constituyente. En estos fideicomisos se designa al fiduciario para que a la muerte del causante reciba la herencia o determinados bienes relictos para ser destinados al cumplimiento del fin previsto que consistirá, luego de cumplido el plazo o condición que subordina la vigencia de la propiedad fiduciaria, en su traspaso al beneficiario designado (heredero o legatario)”*⁵⁹

Consiste en aquella disposición de última voluntad por la cual una persona (testado o fiduciante) dispone la transmisión de una parte de su patrimonio o de un bien determinado, al fiduciario quien se obliga a ejercer la administración de los bienes en beneficio de quien se designa en el testamento y a transmitirla una vez finalizado el plazo o condición al fideicomisario o beneficiario.

Este tipo de fideicomiso puede constituirse por contrato o testamento, y solo podrá ser estructurado sobre bienes determinados. Es recomendable en el caso de quienes poseen inversiones en acciones, participaciones en empresas y depósitos en efectivo, en las cuales el monto de los activos fluctúa y sus herederos no estén en aptitud para cumplir con la responsabilidad administrativa para poder conservar y aumentar el patrimonio invertido. Una vez constituido el fideicomiso testamentario, es el fallecimiento del fideicomitente el que produce la ejecución del contrato.⁶⁰

Para concluir, el fideicomiso testamentario no equivale a la sustitución fiduciaria, la cual consiste en dar un sucesor al sucesor.

⁵⁹ CARREGAL, Mario. “El fideicomiso: regulación jurídica y posibilidades prácticas”, Ed Universidad, Bs. As, 1982, p.122.

⁶⁰ MERIDA, Yucatán. Fideicomiso testamentario y sucesión fiduciaria, en www.jurtotal.com/centroinfo/estudios/fideicomiso.ppt (Argentina, marzo, 2007)

f) Fideicomiso de Administración.

Son aquellos en los cuales se transfiere la propiedad de los bienes a un fiduciario para que los administre conforme a lo establecido por el fideicomitente, destinando el producido del mismo al cumplimiento de una determinada finalidad.

Este fideicomiso se crea con el fin de que el fiduciario se encargue de administrar los bienes fideicomitados, transfiriendo los frutos y rentas resultantes al beneficiario. Esto puede deberse a razones de edad, de ocupación o de comodidad del fideicomitente. Este tipo de fideicomiso suele ser empleado para administrar los bienes de una persona menor o incapaz.⁶¹

Por ejemplo, un padre de familia propietario de un inmueble utilizado para alquiler como vivienda, decide transmitir la propiedad fiduciaria de dicho bien, nombrando beneficiario a su hijo, el cual recibiría la renta de éste (el dinero cobrado por el alquiler) hasta que finalice el contrato. Esta figura puede haberse creado por varias razones, como, por ejemplo, que el padre sea incapaz de administrar dicho inmueble.

g) Fideicomiso de Inversión.

Constituye una modalidad del fideicomiso de administración. Con él se procura un rendimiento de los bienes que se optimiza por el manejo profesional que realiza el banco. Es decir, el fiduciante concede préstamos para fines determinados, como puede ser la inversión en títulos valores o bien en préstamos, teniendo como fin el cumplimiento de cierto objetivo.⁶²

Por ejemplo: un grupo de personas aporta recursos financieros al fideicomiso con un conjunto de instrucciones claras y/o parámetros a que debe acogerse para realizar las inversiones, como ser la ubicación geográfica donde se debe invertir (interna y externamente), grupo económico en el cual se debe invertir, institución, tipo de inversión, etc.

Una vez cumplida con la finalidad de las inversiones, estos valores más el rendimiento deben ser restituidos a las personas que aportaron el dinero al fideicomiso. La fiduciaria se encarga de cumplir esas instrucciones, brindando como ventajas, la asesoría de expertos y el aislamiento patrimonial.

Básicamente, sería como un "proyecto de inversión". El fiduciante aporta capital para la realización de un proyecto determinado, en beneficio del fideicomisario o bien del beneficiario, pero, una vez finalizado el proyecto, debe restituirse al fiduciante el dinero aportado al fideicomiso más el rendimiento pactado en el contrato. Es una forma productiva de generar dinero para el fiduciante, ya que comparado por ejemplo con inmovilizar el dinero en un plazo fijo para que solo con el transcurso del tiempo se genere un determinado rendimiento, esta forma de fideicomiso permite invertir el dinero generando un valor agregado con la realización de un proyecto y así generar beneficios para las personas involucradas en el contrato.

Lisoprawski los conceptualiza indicando que: *“se entiende por fideicomiso de inversión todo negocio, con transmisión en propiedad fiduciaria, que tenga como finalidad principal o específica la inversión, por medio de un fiduciario, de recursos financieros con arreglo a las instrucciones o reglamento establecido por los constituyentes, para beneficio de éstos o de terceros (beneficiarios y fideicomisarios)”*⁶³

⁶¹ BARBOZA, Karina. Otros conceptos y herramientas de contabilidad y finanzas

⁶² Ibidem.

⁶³ LISOPRAWSKI, Silvio V, Ob. Cit., p. 1022

h) Fideicomiso TraslATIVO de la Propiedad o Dominio.

Este tipo de fideicomiso tiene como objetivo producir la transmisión definitiva del bien a favor del fideicomisario al cumplirse la condición del contrato. Este tipo de contrato suele ser muy usado por ejemplo cuando un padre busca transmitir la propiedad de un inmueble a su hijo menor de edad. Por lo tanto, el padre transfiere el inmueble en propiedad fiduciaria de un tercero, y éste se obliga a entregarlo al hijo una vez cumplida la mayoría de edad.⁶⁴

Este tipo de fideicomiso es una atractiva forma de administrar un inmueble. Continuando con el ejemplo, la realización de este contrato impediría a acreedores del padre que atenten contra dicho inmueble, manteniéndolo protegido de posibles acciones que pudieran llegar a causar la pérdida de éste. Lo enunciado es la ventaja principal que trae aparejada la constitución este tipo de fideicomiso.

i) Fideicomiso Mixto.

No tiene una característica en particular, sino que presenta dos a más finalidades típicas de las clases de fideicomisos descriptos.

j) Fideicomiso Agropecuario.

Se trata de un fondo fiduciario que ha cobrado un importante auge en los últimos tiempos, constituido fundamentalmente para la realización de un emprendimiento de naturaleza agropecuaria (siembra y cosecha; cría de ganado, etc.). Cada uno de los sujetos que asumen el carácter de fiduciantes aportan al fideicomiso los distintos elementos necesarios para la consecución del objetivo del fondo tales como campos, insumos, recursos monetarios, etc.

El rol del fiduciario suele ser desempeñado por algún sujeto capacitado en materia de negocios agropecuarios, quien llevará adelante el emprendimiento, repartiéndose al finalizar el mismo las utilidades entre los beneficiarios (que suelen coincidir con los fiduciantes).

k) Fideicomiso Financiero.

Se trata de una modalidad de fideicomiso regulada por la ley 24.441 cuyo objetivo principal es la securitización de activos. Ésta representa la figura de fideicomiso que se desarrollará en el presente trabajo. La Comisión Nacional de Valores aprobó el primer fideicomiso financiero el 07 de diciembre de 1995. Permiten tomar diversos tipos de derechos crediticios como un activo subyacente con la finalidad de posibilitar la titularización (securitización) emitiendo sobre la base de dichos activos subyacentes, títulos de deuda y/o certificados de participación que son adquiridos por inversores.⁶⁵

Es el único fondo fiduciario que posee una regulación específica dentro del cuerpo normativo contenido en la ley N° 24.441. Se trata de un instrumento destinado fundamentalmente a la obtención de recursos para los más diversos fines, a través de la titulación de los activos que componen el patrimonio del fondo. Entre dichos fines se encuentran la financiación para la producción de proyectos, tales como los inmobiliarios o los agropecuarios.

⁶⁴ Ibidem.

⁶⁵ BARBOZA, Karina. Otros conceptos y herramientas de contabilidad y finanzas. op cit

Se permite a estos fideicomisos la emisión de títulos valores con respaldo en el patrimonio fiduciario, posibilitando las siguientes ventajas:

- a. Para el fideicomiso: hacerse de fondos como resultado de la colocación de los títulos emitidos, utilizando los mismos en pos del objetivo para el cual fue creado.
- b. Para los tenedores de los títulos: contar con un título respaldado por un patrimonio autónomo (fuera del alcance de los acreedores de los fiduciantes y del fiduciario), el que además podrá ser negociado en los mercados de valores, cuando se trate de fideicomisos financieros que realicen oferta pública.

Respecto a los activos subyacentes que pueden conformar el fideicomiso financiero y en cuanto a la transformación de riesgos que puede efectuarse, se identifican 3 tipos de fideicomisos:

- ✓ Titulizaciones/Securitizaciones: flujos constituidos por derechos crediticios. Una característica propia es la existencia de diferentes clases subordinadas con el objeto de generar distintos niveles de riesgo para cada una. Es posible determinar estos niveles de riesgo siempre que el activo subyacente esté lo suficientemente atomizado y corresponda a riesgos homogéneos.
- ✓ Fondos de Inversión Directa (FID): flujos de fondos que se generarán para el desarrollo y posterior venta de un proyecto económico. No tiene diversificación por lo cual está relacionado al éxito o al fracaso del proyecto.
- ✓ Estructurados: están conformados por distintos productos financieros tales como bonos y acciones. De acuerdo con los instrumentos seleccionados, el fideicomiso tendrá una calificación asociada a los activos subyacentes que lo integren.

Entre los activos que pueden ser fideicomitados a través de cualquier tipo de fideicomiso se encuentran los siguientes:

- Bienes Muebles: maquinas, equipos.
- Títulos Valores: acciones, bonos.
- Bienes Inmuebles: terrenos, edificios.
- Créditos Otorgados: préstamos prendarios, préstamos hipotecarios, préstamos personales, cheques de pago diferido, cupones de tarjeta de crédito.

I) Fideicomisos públicos.

Para Alchouron Juan Martin⁶⁶, "*denominaremos Fideicomiso Público a aquel contrato por el cual una persona de derecho público estatal se obliga a transmitir la propiedad fiduciaria de determinados bienes a favor de otra persona denominada fiduciario, para que este dé a dichos bienes un destino determinado para el beneficio de la persona o grupo de personas denominadas beneficiarias, y para que al vencimiento de cierto plazo o cumplimiento de cierta condición entregue tales bienes, con sus acrecidas o mermas, al*

⁶⁶ Alchouron, Juan Martin y otros. Ob, Cit. Pág. 58.

propio fiduciante, al beneficiario, a otra persona designada fideicomisario, o a quien corresponda por ley".

El fiduciante en este tipo de fideicomisos es el Estado y el encargo fiduciario vinculado a los bienes fideicomitidos tendrá siempre una connotación de interés público. Según Herzog Mirta⁶⁷, *"este tipo particular de fideicomiso puede ser tanto financiero como ordinario, pero la diferencia radica en que su finalidad es de interés público"*.

Por su parte, Porto José⁶⁸ agrega a dicha clasificación, los siguientes tipos:

- Fideicomisos para financiar el comercio exterior.
- Fideicomisos para créditos de capital de trabajo, a agentes de venta y proveedores.
- Fideicomisos para obras sociales.
- Fideicomisos para eliminar el riesgo, sobre fondos adelantados en boletos de compraventa de inmuebles.

2.4- DEFINICION Y CARACTERIZACION DEL FIDEICOMISO FINANCIERO

El fideicomiso financiero es un instrumento que le permite al inversor participar de un proyecto o de un cobro futuro determinado a través de una colocación de deuda o de una participación del capital. De esta manera, invirtiendo en los títulos de deuda emitidos por el fideicomiso, el inversor presta dinero con el objetivo de adelantar fondos para la realización de un proyecto, para financiar capital de trabajo, para refinanciar pasivos o para mejorar los ratios de liquidez de una compañía.

Durante el período de vigencia y hasta el vencimiento del título, el inversor irá recibiendo la devolución del dinero invertido más una tasa de interés previamente determinada. El fideicomiso financiero emite distintas clases de títulos de deuda que tienen distinta prioridad de pago. Aquellas clases que se encuentran subordinadas al repago de otras, al ser considerados más riesgosos, pagarán una tasa de interés más elevada. Además, si el inversor quiere asumir un riesgo aún mayor, puede participar de las utilidades invirtiendo en certificados de participación del fideicomiso. Con estos últimos, el inversor asume el riesgo más alto del proyecto, pero también participa de las ganancias que éste genera.

Dentro de los fideicomisos, los financieros son aquellos que se encuentran listados en un mercado. A diferencia del resto, estos fideicomisos dividen su capital en los valores representativos de deuda y los certificados de participación mencionados. Cabe señalar que el fiduciario (administrador) de estos fideicomisos debe ser un fiduciario financiero inscripto como tal ante la Comisión Nacional de Valores.

Entre las características del fideicomiso financiero, éste se constituye a partir de un patrimonio separado de la compañía que lo genera. De esta forma, una empresa puede poner en marcha un proyecto a través de un fideicomiso y, sus acreedores presentes o futuros, no pueden reclamar derechos sobre los bienes del fideicomiso. Esto constituye una ventaja para el inversor ya que participa de un proyecto, sin asumir el riesgo de la empresa que lo genera.

⁶⁷ Herzog, M. "El Fideicomiso y el Agro", 10 Edición, Ed. Osmar D. Buyatti, Pág. 38.

⁶⁸ Porto, José Manuel. "Fuentes de financiación", Editorial O. D. Suyatti, Ss. As., 2004.

La Ley N° 24.441 en su artículo N° 19, define al fideicomiso financiero como aquel contrato de fideicomiso en el cual el fiduciario consiste en una entidad financiera o sociedad autorizada por la CNV, y los beneficiarios son titulares de certificados de participación o de títulos de deuda garantizados con los bienes fideicomitados. Dichos certificados de participación y títulos de deuda son considerados títulos valores y pueden ser objeto de oferta pública; la CNV es la autoridad de aplicación.

Asimismo, la CNV mediante las Resoluciones Grales. 290/97 y 296/97 define que “...habrá contrato de fideicomiso financiero cuando una o más personas (fiduciante) transmitan la propiedad fiduciaria de bienes determinados a otra (fiduciario), quien deberá ejercerla en beneficio de titulares de los certificados de participación en la propiedad de los bienes transmitidos o de titulares de valores representativos de deuda garantizados con los bienes así transmitidos (beneficiarios) y transmitirla al fiduciante, a los beneficiarios o a terceros (fideicomisarios) al cumplimiento de los plazos o condiciones previstos en el contrato...”

El fideicomiso financiero, según la ley, se encuentra sujeto a todas las reglas aplicables al fideicomiso general con las modificaciones específicas que se establecen a su respecto. Sin embargo, presenta como característica principal que el fiduciario que recibe los bienes en propiedad fiduciaria emite títulos de deuda o certificados de participación respaldados por los bienes que le entrega el fiduciante a éste para constituir el fideicomiso. El fiduciario de acuerdo con el Artículo N° 19 de la Ley 24.441 debe ser necesariamente una entidad financiera o una sociedad especializada autorizada por la Comisión Nacional de Valores para actuar como fiduciario financiero.

En la actualidad existen en el mercado fideicomisos financieros sobre proyectos productivos, exportaciones de materias primas, cuotas de bienes de consumo, construcciones de obra pública, créditos hipotecarios, etc. Todos ellos permiten a los inversores participar de interesantes proyectos a corto o largo plazo ganando una tasa de interés competitiva en el mercado.

Esquema del Fideicomiso Financiero:



En síntesis, las características principales que presenta el fideicomiso financiero son:

- La figura del fiduciario debe estar representada por una entidad financiera o entidad autorizada por la Comisión Nacional de Valores (CNV). Por ello, a diferencia del fideicomiso ordinario, quedan excluidas las personas físicas y jurídicas no autorizadas por CNV.
- El fideicomiso financiero emite títulos valores representativos de deuda que son asimilables, legal y contablemente, a las obligaciones negociables y certificados de participación, semejantes a las acciones. Sus tenedores son los beneficiarios del fideicomiso, cuya garantía consiste en los activos fideicomitidos. De esta manera, emitiendo títulos valores, ya sean valores representativos de deuda o certificados de participación, se logra convertir un activo ilíquido en líquido. En contra posición a la venta de estos títulos valores, los fiduciantes que posean su tenencia recibirán dinero. Si luego de que el fideicomiso pagase por todos los valores representativos de deuda más los gastos incurridos en dicha operación, quedasen fondos remanentes, el fiduciario estaría en condiciones de distribuir dicha utilidad entre los tenedores de los certificados de participación.
- Los certificados de participación en el dominio fiduciario y los títulos representativos de deuda garantizados con bienes fideicomitidos deberán contar con dos calificaciones de riesgo independientes por medio de las sociedades que con tal objeto se encuentren registradas en la CNV.

La norma que regula el funcionamiento del fideicomiso financiero prescribe lo siguiente:

- ✓ No pueden constituirse fideicomisos por acto unilateral, entiéndase por tales, aquellos en los que coincidan las personas del fiduciante y del fiduciario.
- ✓ En los fideicomisos cuyo activo esté constituido total o parcialmente por dinero y otros activos líquidos, los fiduciarios no podrán adquirir para el fideicomiso, activos propiedad del fiduciario o respecto de los cuales el fiduciario tenga derecho de disposición, o activos de personas que sean accionistas titulares de más del 10% del capital fiduciario o que tuviesen accionistas comunes con posesión en conjunto de más del 10% del capital de una u otra entidad, o de las entidades controlantes de uno u otro.
- ✓ El fiduciario y el fiduciante no pueden tener accionistas comunes con una posesión en conjunto del 10% o más del capital de ambos o de las entidades controlantes de los dos. El fiduciario tampoco podrá ser sociedad vinculada al fiduciante o a accionistas que posean más del 10% del capital fiduciante.

Cabe destacar que el o los beneficiarios del fideicomiso financiero son los tenedores de los títulos representativos de deuda o certificados de participación en el dominio de los bienes que componen los activos de dicho instrumento. Ambos tienen como garantía, en caso de cesación de pagos, los bienes fideicomitidos.

Asimismo, en lo que respecta al contrato de fideicomiso financiero, éste debe considerar:

- La individualización de los bienes objeto del contrato. En caso de no resultar posible tal individualización, a la fecha de celebración del fideicomiso deberá constar la descripción de los requisitos y características que deberán reunir los bienes.
- La determinación del modo en que otros bienes podrán ser incorporados al fideicomiso.
- El plazo o condición a que se sujeta el dominio fiduciario, el que nunca podrá durar más de treinta (30) años desde su constitución.
- El destino de los bienes a la finalización del fideicomiso.
- Los derechos y las obligaciones del fiduciario, y el modo de sustituirlo en caso de cese.
- La individualización del/los fiduciantes, fiduciarios y fideicomisarios.
- La identificación del fideicomiso.
- El procedimiento de liquidación de los bienes frente a la insuficiencia de estos para afrontar el cumplimiento de los fines del fideicomiso.
- La rendición de cuentas por parte del fiduciario a los beneficiarios.
- La remuneración del fiduciario.
- Los términos y condiciones de emisión de los certificados de participación y/o los títulos representativos de deuda. Las denominadas condiciones de emisión son el producto de la voluntad unilateral del emisor de los títulos valores, aceptadas por adhesión del adquirente originario de dichos títulos. La ley 24.441 no reglamenta el contenido de estas condiciones, que quedan sujetas a la libre voluntad del emisor, sin perjuicio de las facultades de la Comisión Nacional de Valores.

Ahora bien, hasta aquí se ha hecho referencia a los títulos de deuda y certificados de participación en reiteradas ocasiones, pero no se ha procedido con una explicación respecto de su alcance. En dicho sentido, éstos responden a la naturaleza de los llamados valores negociables. Estos valores negociables que se emiten con motivo del fideicomiso financiero en un proceso de securitización de activos pueden obedecer a dos modalidades diferentes según surge del artículo 19 de la ley 24.441. Los inversores pueden adquirir dos tipos de títulos valores:

- ✓ Valores representativos de deuda (VD);
- ✓ Certificados de participación (CP).

Los valores negociables emitidos a partir de un contrato de fideicomiso financiero, según representen un activo de renta fija o de renta variable, se denominan valores representativos de deuda (o valores representativos de deuda fiduciaria) y certificados de participación, respectivamente. Los valores de deuda fiduciaria otorgan un derecho al reintegro del valor nominal y, en su caso, al pago de un interés determinado en las condiciones de emisión. La renta podrá fijarse en base a una tasa fija o flotante.

En tanto, los certificados de participación otorgan un derecho a participar en forma total o parcial del patrimonio fideicomitado, luego de restados todos los gastos deducibles y toda otra afectación que se efectúe

conforme a los términos del contrato, en la proporción de su participación en conjunto con los demás certificados. Se los puede asimilar a una acción, ya que su tenedor goza del derecho a cobrar los fondos remanentes del fideicomiso una vez cancelados los servicios de los valores de deuda fiduciaria y los gastos del fideicomiso.

Entonces, una de las categorías de valores susceptibles de emisión a través del fideicomiso financiero, la conforman los títulos representativos de deuda garantizados con los bienes así transmitidos, según terminología utilizada por el artículo 19 de la ley 24.441. El valor representativo de deuda representa *“un derecho de cobro de lo producido por el fideicomiso y en las condiciones establecidas en el prospecto, los cuales están garantizados con el activo del fideicomiso. Pueden existir distintos tipos de valores de deuda con distinta preferencia de cobro y condiciones.”*⁶⁹

Estos títulos confieren un derecho de crédito a su titular, en virtud de la deuda adquirida por la entidad emisora, la cual se compromete mediante una suma consistente en cuota de amortización o devolución de capital, con más un interés devengado. Se pueden emitir diversos tipos de títulos, según distintas situaciones. Pero los títulos con menor calificación de riesgo ofrecerán un rendimiento más elevado que aquellos que tengan una alta calificación de riesgo.

Malumian explica que estos títulos *“otorgarán un derecho al reintegro del valor nominal del título y, en su caso, al pago de un interés determinado en las condiciones de emisión de la serie y clase de títulos de deuda fiduciaria respectiva. La renta podrá determinarse en base a una renta fija o flotante y se devengará desde la fecha que se establezca en la serie y para la clase, u otra fecha, según se determine en el acuerdo de emisión respectivo.”*⁷⁰

En cuanto al certificado de participación *“otorga un derecho de participación o de propiedad sobre los activos fideicomitados. Los tenedores de los certificados de participación tienen derecho al cobro de lo producido por el fideicomiso financiero, una vez cancelados los compromisos asumidos por los valores representativos de deuda, así como de la liquidación del fideicomiso financiero.”*⁷¹

El derecho que confieren estos instrumentos es de carácter creditorio, teniendo como característica tipificante que otorgan una cuota de rentabilidad variable que se ajustará al desempeño de la cartera fideicomitada, por lo que los riesgos correrán por cuenta del beneficiario tenedor de los títulos-valores en proporción con los fondos por él aportados.⁷²

Los certificados pueden ser, a su vez, de participación residual, es decir, emitidos por el fiduciario para darle un destino final a los bienes fideicomitados remanentes. El autor Martin indica que *“luego de extinguidas las deudas..., de haberse pagado todos los gastos inherentes al fideicomiso y de distribuirse la participación a que tiene derecho el beneficiario de las utilidades del fideicomiso, el fiduciario efectuará,*

⁶⁹ ARGENTINA, COMISION NACIONAL DE VALORES, Fideicomiso financiero- Educación mercado de capitales, en <http://www.cnv.gov.ar/EducacionBursatil/versionpdf/FIDEICOMISOFINANCIEROyAnexos.pdf> (Buenos Aires , Diciembre,2007)

⁷⁰ MALUMIÁN, Nicolás; DIPLOTTI, Adrián; GUTIÉRREZ, Pablo., “Fideicomiso y Securitización. Análisis legal, fiscal y contable”. Ed La Ley, Bs As, 2001, pag. 152.

⁷¹ Conf. PUFILATO, Gladis J. “Fideicomiso financiero”, en Tratado teórico práctico de fideicomiso, Maury de González, Beatriz (Dir), Ed AD-HOC, Bs As 1999, p.306

⁷² MARTÍN, Julián A. – ALCHOURON, Juan M. (Colaborador en aspectos jurídicos no tributarios), Ob. Cit, p.34 y 35;

contra la presentación del certificado de participación residual, la distribución del remanente de los bienes fideicomitidos en las proporciones correspondientes.”⁷³

Entonces, los certificados de participación se remiten para atribuir el resultante de la operatoria generada a través del fideicomiso y distribuir los activos que queden en remanencia. En cambio, los títulos representativos de deuda instrumentan la deuda del fideicomiso y pagan intereses por el rendimiento de los títulos. Se colocan entre los inversores y pueden ser de dos clases: clase “A” y de menor riesgo para todo el público o clase “B” subordinados al primero, emitidos por el fiduciante, fiduciario o terceros.

Por interpretación analógica (Art. 16, Código Civil) a los certificados de participación corresponde aplicar las normas respecto de las cuotas partes de "copropiedad" de los fondos comunes de inversión (Art. 1, ley 24.083), y a los títulos valores de deuda, las disposiciones de las obligaciones negociables (ley 23.576, modif. por la ley 23.962). ”⁷⁴

Asimismo, la ley continúa la normativa del fideicomiso financiero aclarando en su artículo 21, que los certificados de participación serán emitidos por el fiduciario. Los títulos de deuda garantizada por los bienes fideicomitidos podrán ser emitidos por el fiduciario o por terceros, según fuere el caso. Tanto los certificados como los títulos podrán ser al portador o nominativos, endosables o no o escriturales de acuerdo con el artículo 8 de la Ley N° 23.576. Los títulos representativos de deuda dan a sus titulares el derecho a reclamar por vía ejecutiva.

Los certificados se deberán emitir sobre la base de un prospecto en el que constarán las condiciones de emisión y contendrá las enumeraciones necesarias para identificar el fideicomiso al que pertenecen, con detallada descripción de los derechos que confieren. A su vez, la ley admite que puedan emitirse distintas clases de certificados de participación con derechos diferentes, pero aclarando en todo momento que dentro de cada especie se otorgarán los mismos derechos.

Tanto los valores representativos de deuda como los certificados de participación deben contener la leyenda: “Los bienes del fiduciario no responderán por las obligaciones contraídas en la ejecución del fideicomiso. Estas obligaciones serán exclusivamente satisfechas con los bienes fideicomitidos, conforme lo dispone el artículo 16 de la Ley N°24.441.

Si bien los certificados de participación y los títulos de deuda serán considerados títulos valores y podrán ser objeto de oferta pública, siendo la autoridad de aplicación la Comisión Nacional de Valores, la disposición no excluye la colocación privada de los mismos. La doble posibilidad resulta interesante, ya que, si bien el régimen de oferta pública produce beneficios, también es cierto que requiere el cumplimiento de mayores exigencias informativas y de transparencia, las cuales ocasionan un costo que puede ser evitado si la emisión se hace por oferta privada. En ambos casos queda sujeto a la reglamentación de la CNV (art. 1691, Cód. Civil y Com.).

2.4.1- PARTICIPANTES EN EL FIDEICOMISO FINANCIERO

1. **Agente Estructurador:** es el responsable de estructurar la emisión, es decir, arma el negocio. Suele ser un asesor financiero, un banco que arma el producto. Entre sus tareas, se encuentran las siguientes:

⁷³ MARTÍN, Julián A. – ALCHOURON, Juan M. (Colaborador en aspectos jurídicos no tributarios) “Securitización. Fideicomiso. Fondos de Inversión. Leasing. Tratamiento impositivo”, Ed. Price Waterhouse, Bs. As., 1996, pag. 35.

⁷⁴ SOLER, Osvaldo H. y Asociados. **Fideicomiso**, <http://www.soler.com.ar/especiales/fid002.htm> . (Buenos Aires, febrero. 2000)

estructurar el producto, realizar un estudio de mercado, analizar cuánto puede tomar el mercado, quiénes son los inversores que pueden llegar a comprar, cuáles son las tasas para aplicar, quién van a ser el agente colocador, analizar la curva de cobrabilidad, cómo se va a pagar. Es decir que, analiza todas las cuestiones regulatorias (financiera, fiscal, del Mercado de Capitales, etc.). Son asesores Legales, Fiscales.

2. **Agente Colocador:** suscribe y coloca el título. Informa las características del producto al público en general. Recibe las ofertas de suscripción y adjudica los títulos según el método elegido y realiza la liquidación de la emisión (\$ / títulos). Se trata de un ALIG, lo que antes se conocía como Agente de Bolsa. Es el encargado de colocar los títulos. También tiene agentes productores. Para poder comercializar, debe solicitar autorización en la CNV.

La colocación es lo que se conoce como contrato de underwriter: debajo de la suscripción o bajo la par. En el contrato de colocación se reciben los bonos y se los distribuye en el mercado. El banco los suscribe bajo la par y asume un riesgo en caso de no poder recolocar los títulos. Al respecto se puede dar una oferta primaria y/o una oferta secundaria. La primaria implica la primera suscripción del título, es decir, la primera salida al mercado, y la secundaria se refiere a la reventa del título.

3. **Agente Calificador:** Califica el riesgo del título. Es quien evalúa la posibilidad de pago de la estructura, tanto de los intereses mensuales como del principal al vencimiento. El calificador del riesgo hace una evaluación del título, según el balance y sistemas de auditoría, para analizar los riesgos de insolvencia. Es importante destacar que la calificación del título no es una garantía de pago. Existen distintas calificaciones A, B, B', C. Los bonos con mayor calificación son los AAA (triple A) dado que poseen menor riesgo de insolvencia. Se evalúa a la empresa y a la cartera. Se califica el riesgo de insolvencia, o sea de no pago de los títulos. El agente calificador no tiene responsabilidad, salvo que no haya cumplido con el procedimiento de calificación según lo establece la ley.

La calificación del riesgo es sumamente importante para determinado nivel de inversores como son los pequeños inversores que no invierten si no es en inversiones calificadas. Algunas compañías de seguro también lo requieren. Otra importancia que representa la calificación es para la determinación de la tasa, que es la consecuencia directa de la colocación del título. Por lo tanto, a mayor riesgo, mayor tasa. Es importante destacar que, con la nueva Ley de Mercado de Capitales, las universidades pueden ser calificadoras de riesgo.

4. **Agentes Aseguradores:** encargados de asegurar pequeños tramos o trayectos del crédito.
5. **Agente Cobrador:** lleva a cabo la cobranza periódica de los créditos que respaldan a los certificados bursátiles y prepara los reportes de cobranza.

2.5- VENTAJAS Y OBJETIVOS DE SU UTILIZACION

Según Rodolfo Papa (2008)⁷⁵, una de las funciones relevantes por las que se ha destacado en la práctica el uso del fideicomiso, ha sido la de posibilitar la obtención del financiamiento para la expansión de las actividades empresariales. En este sentido, el desarrollo del fideicomiso financiero en nuestro mercado de capitales ha permitido a una gran cantidad de empresas acceder a un mecanismo alternativo al financiamiento tradicional, este último basado en la propia solvencia económico-financiera del deudor,

⁷⁵ Consideraciones Jurídicas sobre la evolución del fideicomiso en Argentina, Rodolfo Papa, año 2008

hacia una estructura en la cual los propios activos originados por un tomador de financiamiento sirvan como fuente exclusiva para el repago de los fondos a ser recibidos.

Así entonces, mediante la constitución de un fideicomiso financiero una empresa securitiza activos presentes o futuros a través de la transferencia de la propiedad fiduciaria de los mismos a un fideicomiso financiero. El fiduciario financiero no solamente detendrá la propiedad fiduciaria de dicho activo fideicomitado durante la vida del fideicomiso, sino que emitirá valores negociables fiduciarios representativos de deuda (deuda) y/o certificados de participación (equity), los cuales serán ofrecidos públicamente a inversores para su compra, debiendo para ello contar con la correspondiente autorización de oferta pública por parte de la entidad reguladora del mercado de capitales, la CNV. Adicionalmente, la emisión de valores negociables fiduciarios deberá contar con la autorización de cotización por parte de las entidades autorreguladas en las cuales dichos valores se negocien secundariamente (a nivel local, la Bolsa de Comercio de Bs. As., a la cual se encuentra adherida el Mercado de Valores de Bs. As. y el Mercado Abierto Electrónico S.A.).

Con el producido de la colocación de estos valores negociables en el mercado de capitales, se procederán a adquirir los activos fideicomitados, recibiendo el fiduciante los fondos resultantes de la transferencia realizada. En esta instancia ya convirtió el pool de activos transferido al fideicomiso en dinero de libre disponibilidad para reinvertir en su negocio. Así se da creación a un vehículo no corporativo que tiene la función de ser una fuente alternativa de financiamiento para las actividades del fiduciante.

Entre las virtudes del fideicomiso financiero, este vehículo permite separar el riesgo global de una empresa del riesgo de los bienes cedidos al patrimonio del fideicomiso (flujos de fondos futuros, activos ilíquidos o proyectos de inversión). Dichos bienes representan el respaldo de la emisión de los valores negociables que se lanzan al mercado de capitales. Esto le permite ser una figura muy valorada por los inversores en procesos de crisis que dificultan el análisis global del riesgo de una empresa. Es el caso puntual y especial para el financiamiento de Pequeñas y Medianas Empresas en la Argentina.

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

El fideicomiso financiero como instrumento, hace posible emitir o garantizar con bienes fideicomitados, títulos representativos de deuda o certificados de participación en el dominio fiduciario de los bienes. El objetivo esencial de este contrato radica en la securitización o titulización de los créditos. Representa uno de los instrumentos vehículo para llevar adelante el proceso de titulización de activos, figura que se desarrollará más adelante. A través de éste es posible la emisión de títulos valores, que podrán ser objeto de oferta pública, estando sujetos a los requisitos de la ley 23.576 (modificada por ley 23.962).

El fideicomiso financiero como vehículo de la securitización, se transforma en un instrumento para la obtención de capital de trabajo sin mayor endeudamiento. Constituye una importante fuente de financiación de proyectos de inversión y refinanciación de pasivos, entre otras cosas, por la baja en el costo del endeudamiento, la cual se explica fundamentalmente por el descenso del riesgo de no pago y las garantías operacionales. Dado que los certificados de participación y los títulos de deuda son negociables, es posible obtener cierto nivel de liquidez comprando y vendiendo estos activos financieros en el mercado secundario.

La securitización, a través del fideicomiso financiero, modifica el mecanismo de financiamiento tradicional por otro más complejo que conlleva la desintermediación del proceso, ya que pone en contacto directo a los inversores con los tomadores de dinero (el banco hace de mediador, pero no asume riesgo

crediticio, ya que la contingencia queda en cabeza del tenedor final del título) y la movilización de activos de baja rotación. Esto permite inyectar nuevos recursos al sistema recomenzando el proceso de inversión que, con mayor liquidez y garantías, beneficia a la economía general, transformando préstamos o cuentas de activos ilíquidos a cobrar en títulos valores (activos líquidos).

En relación con los beneficios para el originante:

- Reduce el costo financiero por el aislamiento de determinados activos de su patrimonio ante procesos de concursos o quiebras y por el otorgamiento de garantías adicionales;
- Reduce el riesgo crediticio, lo que permite conseguir recursos a una mejor tasa de financiación.
- Aumenta la capacidad prestable;
- Evita el riesgo de liquidez provocado por las asincronías entre activos y pasivos;
- Propende al desarrollo de mercados de capitales al suministrar nuevos títulos a la oferta pública con una calidad homogénea y en un marco competitivo;
- Concentra a la empresa en una actividad específica;
- Estimula el crédito a largo plazo;
- Mejora el retorno sobre la inversión y sobre el patrimonio neto;
- El inversor extranjero puede estar mejor dispuesto a invertir en un proyecto de inversión garantizado por un activo aislado del riesgo país.

En cuanto a los beneficios que presenta ante el inversor:

- Obtiene un mayor rendimiento que compensa el riesgo asumido;
- El riesgo es acotado y calificado por profesionales;
- Permite la participación directa en grandes inversiones que, de otra forma, podrían significar el desembolso de importante sumas de dinero o quizá serían alternativas imposibles;
- Hace líquido el título en el mercado secundario pudiendo transmitirlo en pago o darlo en garantía;
- En muchos casos, la renta obtenida está exenta de impuestos.

Este instrumento representa, sin lugar a duda, una herramienta de singular importancia para el desarrollo y crecimiento de las empresas o grupos económicos. En este sentido, la economía de los establecimientos comerciales se asienta, básicamente, sobre dos pilares fundamentales: el capital propio, es decir, su patrimonio neto, y los créditos que se tengan frente a terceros, es decir, los pasivos. Esos créditos (mayormente hipotecarios, prendarios, o al consumo, entre otros) suelen estar inmovilizados, ya que el empresario no podrá contar con los ingresos en efectivo que puedan derivar de los mismos, hasta tanto no se vayan venciendo las respectivas cuotas correspondientes a las financiaciones acordadas por los créditos otorgados. En este contexto, el fideicomiso financiero sirve como motor financiero de las empresas, permitiéndole contar con una liquidez cada vez mayor, y posibilitando utilizar menor cantidad de activo propio y más pasivos, representados por los créditos disponibles frente a terceros.

Dicha figura jurídica tiene amplias ventajas, no sólo para el originante del fideicomiso que, como se describió, puede hacer un uso eficiente de activos que tiene inmovilizados, constituyendo ello una palanca financiera; sino también para otros actores que intervienen en el proceso de la securitización. En este sentido, los inversores que adquieren los valores que representan la deuda, lo hacen sobre créditos “seguros” ya que los mismos se aíslan del giro del originante, quedando estos créditos cubiertos ante eventuales concursos y quiebras. Además, para los inversores, los fideicomisos financieros representan una buena alternativa de inversión puesto que ofrecen rendimientos más atractivos que las alternativas de inversión tradicionales, al evitar la intermediación bancaria.

Entre las ventajas más importantes del fideicomiso financiero se destacan:

- Por un lado, recupera la liquidez y diversifica el riesgo. Cuando las entidades transmiten créditos al fideicomiso logran fondearse, estimular el crédito a largo plazo cuya idea principal es recuperar la liquidez para continuar otorgando créditos.
- La transmisión de créditos al fideicomiso le permite a la empresa hacer frente a las necesidades de capital de trabajo, hacerse de una nueva fuente de fondos, disminuyendo el riesgo de iliquidez y estimulando el crecimiento de la compañía en el largo plazo.
- En caso de negligencia del fiduciario, o del fiduciante, o de cualquiera de los actores contratados por el fideicomiso para que cumplan alguna función dentro del mismo, dicho contrato estipula cláusulas protegiendo legalmente el activo del fideicomiso, o sea el patrimonio del fideicomiso, lo que implica que siempre se protegen los intereses de los beneficiarios.
- Los fondos son captados directamente por los inversores, lo que permite evitar intermediación financiera, además de poder obtener fondos sin aumentar el pasivo de la sociedad, ya que se trata de una fuente de financiamiento “fuera del balance” (off balance sheet).
- A través de esta herramienta se logra financiamiento para muchas empresas que por medio de otra alternativa no podrían obtenerla.

Otras ventajas que ofrece el fideicomiso financiero consisten en:

- Amplia las alternativas de financiación sumándose a las utilizadas habitualmente por la empresa.
- Mejora los plazos de endeudamiento ya que permite contar con un plazo de financiamiento mayor al de los activos que respalda.
- Elimina el descalce financiero en plazos y tasas, ya que los plazos de pago de los títulos se pueden ajustar a los vencimientos de los activos securitizados.
- La calificación de la cartera securitizada es independiente de la calificación de la empresa.
- El fideicomiso es un instrumento flexible y adaptable a diversas actividades.
- Constituye un patrimonio separado de los del fiduciante y fiduciario, y no pueden los bienes fideicomitados ser agredidos por la acción de los acreedores del fiduciante, fiduciario o beneficiario.
- Permite prescindir del crédito bancario por sus costos, que son más accesibles en el fideicomiso financiero.
- Se tiene la posibilidad de articular exenciones impositivas.
- Permite evitar procesos judiciales.
- Consiste en un instrumento de fondeo altamente eficiente y sumamente valioso para la búsqueda de complementación, representatividad y economías de escala.

- Posee una amplia solidez con relación a su seguridad jurídica.

Según la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, el fideicomiso financiero, presenta las siguientes ventajas:

- Acceso a rendimientos de proyectos para los cuales se necesitaría mucho capital si se deseara participar individualmente.
- Constitución de un patrimonio fideicomitado; es decir, un patrimonio de afectación que es distinto del patrimonio del fiduciante y del fiduciario, no pudiendo ser atacado por los acreedores de ambos.
- Diversos tipos de títulos según el perfil del inversor. Existen títulos con diversas condiciones de emisión que abarcan: plazos, subordinación, garantías, tasas y tipos de proyectos diferentes. Esto le permite al inversor encontrar el mejor título para su estructura de riesgos.
- Los títulos que surgen de un fideicomiso pueden tener una calificación de riesgo que sirve de guía a la hora de analizar la relación entre rendimiento y riesgo de la inversión.

Se puede afirmar, entonces, que el fideicomiso financiero, tiene como objetivo la obtención de financiamiento a través del mercado de capitales a menor costo que las alternativas tradicionales y fuera del balance, ya que los activos son transferidos a un patrimonio ajeno. Por lo tanto, una de las ventajas principales de este tipo de financiamiento, es que el patrimonio fideicomitado no puede ser atacado por las acciones de los acreedores del fiduciante y del fiduciario, minimizando así el riesgo de la transacción. Por ello es por lo que, ante la quiebra del fideicomiso, la responsabilidad de estas dos figuras solo alcanzará a los bienes fideicomitados, y no pondrá en peligro el resto de su patrimonio.

La ya citada autora Karina Barboza⁷⁶, enuncia una serie de objetivos que se pueden alcanzar mediante la estructuración de un fideicomiso financiero:

- Otorgar mayor liquidez. Al convertir los activos inmovilizados en títulos negociables en el mercado de capitales, la empresa obtiene mayor liquidez.
- Con la transmisión de los bienes al fideicomiso, se permite que las entidades financieras tengan mayor capacidad prestable, disminuyendo con ello el riesgo de iliquidez y estimulando el crédito a largo plazo.
- Disminuye el costo de endeudamiento, comparado con otras alternativas. Esto es así debido a que el instrumento obtiene mejor calificación de riesgo que la empresa originante. Entonces a menor riesgo, menor es la tasa de endeudamiento. Es por ello que se puede endeudar con condiciones más ventajosas.
- Permite obtener financiamiento sin contraer deudas como contrapartida (por ejemplo, préstamos). El fideicomiso financiero es una fuente de financiamiento "fuera del balance" (off-balance sheet), es decir no se registra pasivo alguno en el balance.

⁷⁶ BARBOZA, Karina. Otros conceptos y herramientas de contabilidad y finanzas, en <http://www.gestiopolis.com/recursos/documentos/fulldocs/fin1/fideikarina.htm>, (Argentina, abril, 2004).

- Permite obtener financiamiento a empresas que de otro modo no podrían acceder al mismo por tener en el balance una relación deuda – patrimonio fuera del nivel adecuado para la obtención de un préstamo. Es decir, aumenta la rentabilidad de la empresa. Son los mismos activos de la empresa que se obtienen a un determinado costo los que usan como fondeo. No se aumenta el capital, ni la deuda.
- Por sus características puede ser utilizado para el financiamiento de proyectos; con aptitud para adecuarse en su estructuración no sólo a las necesidades específicas de financiamiento sino también a las condiciones y finalidades de esos proyectos.
- Los valores fiduciarios emitidos en el marco de un fideicomiso financiero que cuenten con autorización de oferta pública pueden obtener beneficios impositivos.

2.5.1- ATRIBUTOS DEL FIDEICOMISO FINANCIERO

- ✓ **Seguridad:** otorga al negocio un verdadero paraguas de protección patrimonial inmunizándolo con respecto a los riesgos de las empresas participantes, derivados de circunstancias pasadas, presentes o futuras que pudieren afectar a las mismas.
- ✓ **Sinergia:** posibilita la conciliación de intereses, habitualmente contrapuestos, en el ámbito del circuito productivo. Amparando perfectamente los derechos de las partes involucradas, facilita que proveedores, industriales, constructores, productores, acopiadores, exportadores, compradores, clientes, etc., emprendan acciones comunes para concretar negocios trabados por la falta de crédito, disminuyendo las necesidades de financiamiento para el conjunto. Asimismo, es un vector ideal para conformar alianzas estratégicas en pro de una mejor participación en los distintos mercados.
- ✓ **Riesgo:** cambia sustancialmente el criterio de evaluación del riesgo de las operaciones, dejando de lado como parámetro de medición, el capital de las empresas intervinientes, para pasar a basarse en la solidez y coherencia del negocio y en la evolución del flujo de fondos previstos para el mismo.
- ✓ **Flexibilidad y adaptación:** se amolda a la naturaleza del negocio, y no al revés.

Toda vez que la utilización de este vehículo por parte de empresas que necesariamente requieren de fondos frescos para sostener la expansión de sus actividades presenta, entre otras, las siguientes ventajas:

- a. Menores requisitos de información y documentación a ser provistos por las empresas que opten por este vehículo legal, actuando como fiduciarios, si se los compara con el cumplimiento de los requisitos exigidos por la normativa de la CNV para lanzar una oferta pública inicial de acciones y/o de obligaciones negociables, según el caso.
- b. Como principio general, se limita patrimonialmente la responsabilidad del fiduciante, dado que, con motivo de la ejecución del fideicomiso, se responderá por las obligaciones generadas, exclusivamente con los bienes fideicomitados. No obstante, se podrá establecer de forma expresa en la constitución del fideicomiso un mecanismo de mejora de la garantía o “credit enhancement”, como garantía adicional de repago para beneficio de los inversores tenedores de dichos valores negociables fiduciarios.
- c. El fiduciante, si bien transfiere la propiedad fiduciaria del activo fideicomitado, podría conservar la función de “administrador” o “servicer”, manteniendo así una relación directa con el pool de “créditos cedidos”, siendo responsable en tal carácter por la cobranza del activo fideicomitado y de

su transferencia al fideicomiso, percibiendo un honorario por dicha gestión y actuando en tal carácter por cuenta y orden del fiduciario financiero.

- d. Otorga una amplia flexibilidad en la determinación de los términos y condiciones de los valores negociables a ser emitidos bajo un fideicomiso financiero.
- e. Otro principio rector en la estructura legal de un fideicomiso financiero es el que consagra al activo fideicomitado como un “activo separado” respecto al del fiduciante y del fiduciario⁷⁷.
- f. Los valores negociables por emitir bajo la figura del fideicomiso financiero, que cuenten con la debida autorización de oferta pública, y en los que se instrumente un procedimiento real de colocación primaria entre inversores, poseen atractivos beneficios impositivos generando una ventaja adicional para el uso de este tipo de productos financieros.

2.5.2- DESVENTAJAS DEL FIDEICOMISO FINANCIERO

Por el contrario, en cuanto a los puntos negativos, según el desarrollo de Sergio Juniors Shwoihort⁷⁸, el fideicomiso financiero no es una herramienta disponible para cualquier emprendimiento, sino que más bien deberá tratarse de un emprendimiento en marcha, que lleve adelante un negocio o actividad consistente, sostenible en el tiempo, que genere un flujo permanente de activos, y que a su vez sean más o menos predecibles, a fin de dar mayor seguridad a los valores lanzados al mercado.

Otra de las desventajas radica en la complejidad de su instrumentación, ya que resulta ser un proceso en el que intervienen diferentes actores, con modalidades contractuales complicadas. Tampoco se pueden dejar de lado los aspectos impositivos que alcanzan al mismo.

Los activos fideicomitados pueden haber sido ya originados, como es el caso de los préstamos personales o de consumo, o puede que todavía no hayan sido originados, como en el caso de una cartera de ventas futuras. Dada su diferente naturaleza, estos activos no presentan los mismos riesgos. Los primeros se enfrentan a riesgos que están directamente relacionados a la performance de los créditos cedidos al fideicomiso. En cambio, los riesgos de los segundos están más relacionados con el comportamiento o performance de las tareas que desarrolla el fiduciante.

Asimismo, se genera un riesgo que se denomina riesgo de administración, ya que suele existir una fuerte dependencia a la actuación del servicer, quien recibe directamente las cobranzas de los créditos. La transacción va a estar expuesta al riesgo de fungibilidad durante el plazo que tiene el administrador de los créditos para depositar las cobranzas en la cuenta del fideicomiso, también conocida como cuenta fiduciaria. Las estrategias de cobranzas y seguimiento de los deudores que lleve a cabo el servicer, son determinantes fundamentales para asegurar que el fideicomiso financiero tenga los medios necesarios para hacer frente al repago de los títulos en tiempo y forma.

También, las políticas de detección y ataque de la mora temprana son fundamentales. Además, las políticas de originación que lleva a cabo el fiduciante constituyen un elemento clave para mitigar el riesgo de administración. Cuando los créditos se otorgan a deudores de alta calidad crediticia, con amplio historial

⁷⁷ De conformidad a lo prescripto expresamente por el Artículo 14 (primer parte) de la ley 24441.

⁷⁸ Sergio Juniors SHWOIHORT. Facultad de Derecho y Ciencias Sociales y Políticas - Revistas UNNE. “El Fideicomiso: su regulación en el Derecho Argentino y las ventajas de la securitización de créditos por medio del fideicomiso financiero.

con la compañía y que presentan una solvencia comprobable, los niveles de morosidad de los créditos se reducen considerablemente.

La concentración geográfica de los deudores es otro de los riesgos del fideicomiso financiero. Por ejemplo, si el ingreso de los deudores depende de la actividad económica desarrollada en una determinada región y sucede en ella un imprevisto que provoca la disminución de los mismos, es probable que los niveles de cobranza de los créditos con alto nivel de concentración en esa región se vean afectados.

Finalmente, el fideicomiso financiero no está exento de los riesgos económicos, por lo que, como cualquier otra inversión, no es completamente segura. Merece ser destacado que se debe poner especial atención en la calidad de los créditos securitizados, a fin de evitar contribuir al desarrollo de crisis económicas, como la ocurrida por la securitización de hipotecas subprime otorgadas en Estados Unidos y luego colocadas por medio de diferentes vehículos en el mercado financiero mundial.

2.6- LA UTILIZACION DEL FIDEICOMISO FINANCIERO COMO ALTERNATIVA AL FINANCIAMIENTO TRADICIONAL

Una de las funciones relevantes por las que se ha destacado en la práctica el uso del fideicomiso financiero, ha sido la de posibilitar el financiamiento para la expansión de las actividades empresariales. Todas aquellas empresas originadoras de activos, en la medida que éstos posean una aptitud de generación de cash flow en forma autónoma, podrían considerar la instrumentación de un fideicomiso financiero como una fuente alternativa de financiamiento. En la actualidad existen en el mercado fideicomisos financieros sobre proyectos productivos, exportaciones de materias primas, cuotas de bienes de consumo, construcciones de obra pública, créditos hipotecarios, etc. Todos ellos permiten a los inversores participar de interesantes proyectos a corto o largo plazo ganando una tasa de interés competitiva en el mercado.

Asimismo, se puede destacar que los fideicomisos se constituyeron en una alternativa de inversión más frecuente, desplazando incluso a las obligaciones negociables. Esto se explica en que los fideicomisos consisten en un instrumento más diversificado que las obligaciones negociables. En el primer caso el riesgo es más heterogéneo ya que miles de personas compran los productos que dan origen a los créditos objeto del fideicomiso financiero y en el otro caso, el riesgo es frente a una empresa en particular. Por lo tanto, si la empresa quiebra producto de una mala administración o de una fuerte recesión, etc., los tenedores de las obligaciones negociables tendrían grandes inconvenientes para poder cobrar.

En cambio, en los fideicomisos financieros, es irrelevante para los inversores cómo evolucione la marcha del negocio de la compañía, ya que el riesgo depende de muchas personas que fueron previamente seleccionadas para formar parte del instrumento. A su vez, en el supuesto caso de que la compañía se declare en quiebra, el fiduciario pasa a ser el administrador del fideicomiso y se convierte en el agente de cobro. De esta manera no se pone en peligro el pago a los tenedores de los títulos.

Por otro lado, entre las normas de la CNV⁷⁹ se encuentra prevista la posibilidad de constituir fideicomisos financieros como fondos de inversión directa, un tipo especial de fideicomiso cuyo principal objetivo es el desarrollo de negocios de inversión colectiva en activos reales, como inmuebles, bienes muebles o participaciones de capital en sociedades cerradas. Para poder constituir este tipo de fideicomisos financieros, se debe incluir como parte del contrato de fideicomiso un plan de inversión, de producción y estratégico directamente dirigido a la consecución de objetivos económicos. Éstos se realizarán a través de

⁷⁹ Normativa Sobre Fideicomisos Financieros De La Comisión Nacional De Valores, Resolución CNV 671/2016, CNV, 27 de julio de 2016.

actividades productivas o de la prestación de servicios en beneficio de los tenedores de los valores negociables emitidos por el fideicomiso financiero.

2.7- OTROS USOS DEL FIDEICOMISO FINANCIERO

Tal como lo señala Rodolfo Papa (2008) en su review, la realidad en la generación de negocios en el mercado ha mostrado nuevas posibilidades en el uso del fideicomiso. En este sentido, se entiende que los siguientes modelos de negocios podrían instrumentarse a través de una estructura legal fiduciaria macro:

- ❖ vehículo para el financiamiento de proyectos (“fideicomisos de infraestructura”);
- ❖ desarrollo de proyectos de venture capital;
- ❖ diseño de planes de retiro corporativos;
- ❖ organización de una “asociación público-privada”
- ❖ estructuración de proyectos inmobiliarios.

En primer lugar, las características del fideicomiso financiero posibilitan su utilización como un novedoso vehículo para el financiamiento de proyectos, entendido este último término como una forma de cash flow lending, en la cual se analiza la capacidad económico-financiera que el propio proyecto posee en sí mismo, como fuente principal para el repago del endeudamiento a ser contraído. Cabe señalar que un exitoso testeo respecto a la efectiva implementación del fideicomiso como un vehículo para el financiamiento de proyectos se ha reflejado en el financiamiento de proyectos de la “economía real”, con particular énfasis en lo correspondiente a los “fideicomisos de gas”⁸⁰.

En lo que se refiere a la ejecución efectiva de este negocio fiduciario, corresponde señalar que a fines del año 2006, se han concluido los primeros dos proyectos de infraestructura instrumentados dentro del programa de fideicomisos financieros de gas, por el cual se ha financiado la primer etapa de la ampliación de la red de transporte de gas correspondiente a los gasoductos Norte y Sur, respectivamente, controlados por compañías privatizadas concesionarias del servicio público del transporte del gas a nivel nacional. Este proyecto fue el primer fideicomiso financiero de gas lanzado en el mercado de capitales argentino, y cuya colocación en el mercado secundario ha sido implementada exitosamente.

En segundo lugar, el uso del fideicomiso también sería factible para instrumentar en forma eficiente negocios de venture capital. Se podría definir genéricamente el término venture capital como aquella inversión con un alto grado de riesgo orientado a financiar la expansión de un proyecto productivo que exhibe un gran potencial de crecimiento, posibilitando a los inversores salir del negocio logrando una atractiva tasa de retorno dentro de un período promedio de entre 5 y 7 años.

Si bien el posicionamiento de la industria de venture capital es todavía incipiente en Argentina, no podría dejar de considerarse la utilización del fideicomiso financiero como un nexo entre la oferta de financiamiento, brindada por diferentes actores (por ejemplo: inversores individuales e institucionales, bancos de inversión), por una parte, y la demanda de fondos por parte de emprendedores que requieren de aquellos para el cumplimiento de un plan de negocios, por la otra.

⁸⁰ El régimen legal aplicable a los “fideicomisos de gas” se integra con el Decreto 180/04 dictado por el Poder Ejecutivo Nacional y la Resolución 185/04 del Ministerio de Planificación Federal.

Una moderna utilización de la estructura fiduciaria ha sido reconocida en forma expresa como una de las formas jurídicas válidas para instrumentar una asociación entre el sector público y privado, incorporada en el ámbito del “Régimen nacional de asociación público-privada”⁸¹, siendo en consecuencia este régimen claramente superador de los tradicionales sistemas de obra pública o concesión, según sea el caso, para el desarrollo de nuevos proyectos de infraestructura.

Es dable puntualizar que el desarrollo de las obras de expansión de la capacidad de transporte de gas instrumentadas a través del uso del vehículo fiduciario, descriptas precedentemente, constituye una prueba del uso del fideicomiso financiero como un mecanismo de asociación idóneo entre el sector público y el sector privado.

Finalmente, otro de los nuevos usos del vehículo fiduciario en la dinámica de la generación de nuevos negocios ha sido el desarrollo de proyectos inmobiliarios. Básicamente, los dos grandes modelos por los cuales puede instrumentarse un negocio inmobiliario a través del vehículo fiduciario son:

- Un fideicomiso privado (sin contar con oferta pública);
- un fideicomiso financiero.

Bajo la figura del fideicomiso de construcción privado, asumirían la posición de fiduciantes, aquellas personas que transmitan al fideicomiso la propiedad fiduciaria del terreno donde se construirá el proyecto y/o los fondos necesarios para su desarrollo. Por lo tanto, esta estructura prevé la inclusión de dos tipos de fiduciantes, por un lado, los que aportan el terreno y por otro los que aportan los fondos. A su vez este último tipo, asume simultáneamente la posición de beneficiario, ya que recibiría de forma plena su unidad terminada, una vez concluida la obra.

Esta modalidad también recibe el nombre de “fideicomiso al costo”, en atención al beneficio económico que reciben en el proyecto aquellos inversores iniciales, toda vez que su participación en el financiamiento de la obra desde su inicio será sustancialmente inferior al valor que los mismos tendrían que aportar si adquiriesen el mismo inmueble una vez terminado.

Bajo esta estructura es el fiduciario quien detendrá la propiedad fiduciaria del proyecto edilicio durante la etapa del desarrollo y construcción de la obra, pudiendo a tales fines celebrar los contratos de construcción y comercialización del proyecto con la empresa constructora y el desarrollador, respectivamente, en atención a que estas tareas en definitiva exceden la función primordial del fiduciario en el negocio.

Otra modalidad que puede presentarse dentro de esta estructura privada, la constituye el hecho de que al momento de la constitución del fideicomiso no existiese el terreno del proyecto a desarrollar, por lo tanto, el único activo fideicomitido, lo constituirá el dinero aportado por los fiduciantes/beneficiarios, con el cual, el fiduciario, actuando en representación del fideicomiso, deberá adquirirlo a los fines de la construcción de la obra.

Finalmente, corresponde referirnos a la instrumentación de un proyecto inmobiliario a través de la constitución de un fideicomiso financiero.

Al respecto, al recurrir a esta estructura en el mercado de capitales, serán beneficiarios todos aquellos inversores (individuales e institucionales) que adquieran los valores negociables fiduciarios (deuda y/o capital) emitidos bajo el fideicomiso financiero. A estos fines, los beneficiarios pueden también asumir

⁸¹ Es dable destacar al respecto que el Artículo 4 del Anexo I del Decreto 967/2005, expresamente reconoce al fideicomiso como una forma jurídica de organización de una “asociación público-privada”.

la posición de fiduciantes transfiriendo al fideicomiso la propiedad fiduciaria del terreno en el que se desarrollará la obra, por lo que recibirán una contraprestación como resultado de tal transferencia.

El repago de los valores negociables fiduciarios se realizará con el propio producido de la explotación de la obra una vez concluida, ya sea a través de los fondos obtenidos como consecuencia de la venta a terceros de las unidades del proyecto, o bien con los fondos generados por el alquiler y/o leasing de dichas unidades, las que podrían estar afectadas a distintos usos tales como oficinas comerciales y/o vivienda familiar.

2.8- EL PROCESO DE TITULIZACION O SECURITIZACION

La titulización consiste en una vía frente a las alternativas de financiación tradicionales en el mercado de capitales como son la colocación de acciones o la emisión de obligaciones negociables. El proceso de securitización tiene que ser comprendido como un medio alternativo de financiación consistente en la emisión de títulos-valores sobre un conjunto aislado de activos afectados al repago de dichos valores. Consiste en un proceso mediante el cual un bien o conjunto de ellos se transforman en un título o valor transferible y negociable en el mercado de capitales. A través de esto, activos no líquidos se convierten en otros con liquidez inmediata.

Este procedimiento ha sido muy bien conceptualizado por Lisoprawski, quien explica que consiste en *“mancomunar o reunir un conjunto de activos, reagrupándolos, para que sirvan de respaldo a la emisión de títulos-valores o participaciones que son colocadas entre los inversores.”*⁸²

Cabe citar la definición que ha dado Escuti, quien se refiere a la securitización como el *“proceso por el cual determinados activos crediticios que se pueden reunir en función de determinadas condiciones de homogeneidad (origen del crédito, préstamos hipotecarios, cuentas por cobrar provenientes de tarjetas de crédito, préstamos destinados a la compra de automotores, etc.) se reúnen en un paquete que se utiliza para la obtención de fondos por parte del titular de esos activos, quien los afecta al pago de capital e intereses de títulos emitidos precisamente tomando como respaldo tales bienes”*⁸³

Por su parte, Villegas define a la securitización como *“una ‘técnica de financiación que consiste en la transformación de activos financieros inmovilizados, de similares u homogéneas características que aseguren un flujo regular de fondos, en valores negociables, con o sin oferta pública, para ser colocados entre inversores o para garantizar la emisión de títulos de deuda.”*⁸⁴

Según Wikipedia, *“la titulización, también conocida por el anglicismo securitización, es una técnica financiera que consiste en la transferencia de activos financieros que proporcionan derechos de crédito (como por ejemplo facturas emitidas y no saldadas o préstamos en vigor) hacia un inversor, transformando esos derechos de crédito, mediante el paso a través de una sociedad ad hoc, en títulos financieros emitidos en los mercados de capitales”*.

Asimismo, *“una titulización tiene lugar reagrupando en una misma cartera un conjunto de derechos de crédito de naturaleza similar (por ejemplo, préstamos inmobiliarios, créditos al consumo, facturas del mismo tipo, etc.) que son cedidas a una estructura ad hoc (sociedad, fondo o trust) que financia*

⁸² LISOPRAWSKI, Silvio V., “Securitización. Los negocios fiduciarios y el fideicomiso. Ley de financiamiento de la vivienda y la construcción”. En el tratado de los contratos de empresa. Tomo II. Contratos bancarios, de MARTORELL, Ernesto E., Ed Depalma, 2ª ed actualizada, Bs As, 2000. p.785.

⁸³ ESCUTI, Ignacio A (h)., “Títulos de crédito”, 4ª ed. actualizada y ampliada., Ed. Astrea, Bs. As., 1995, p.145 (Toma como base conceptual un trabajo de Estudio Alegría)

⁸⁴ VILLEGAS, Carlos M – VILLEGAS, Carlos G., “Aspectos legales de las finanzas corporativas”. Ed. Dykinson., Madrid, España., 2001, p.569.

el precio de compra colocando los títulos entre los inversores. Los títulos, que suelen adoptar la forma de bonos, representan cada uno una fracción de la cartera de derechos de crédito titulizados y dan el derecho a los inversores de recibir pagos por los derechos de crédito (por ejemplo, cuando las facturas son pagadas, o cuando los préstamos inmobiliarios generan sus pagos de la mensualidad) bajo la forma de interés y de reembolso del principal”.

Kenny señala que “*el neologismo titulación define un procedimiento por el cual determinados activos financieros ilíquidos, reales o financieros, son transformados en activos financieros líquidos para su negociación en el mercado de capitales, bajo la forma de valores negociables.*”⁸⁵

Agrega que “*el procedimiento implica agrupar determinados activos o derechos de cobro, presentes o futuros, según ciertas condiciones de homogeneidad, que se transfieren a un patrimonio separado (el denominado vehículo), sobre el cual se adquieren fondos del mercado mediante la emisión de valores mobiliarios que dan un derecho de participación o de crédito sobre esos activos.*”⁸⁶

La monopolización de la financiación en manos de la banca tradicional es azotada por mecanismos como éste, que hacen replantear su rol en la actualidad.⁸⁷ En efecto, siguiendo la ideas de Paolantonio, el desarrollo de la securitización avanza sobre el sistema tradicional de financiamiento ya que propende a la desintermediación en los mercados financieros, logrando poner en contacto directo a los tomadores de fondos y a los inversores, obteniendo así una reducción en los costos de financiamiento debido a la eliminación de intermediarios.⁸⁸ Sin embargo, los beneficios no son unidireccionales, ya que el inversor, sea éste de carácter institucional, o un simple inversor, podrá obtener mayor seguridad, rentabilidad y diversidad a la hora de armar su portafolios de inversiones.⁸⁹

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

Para poder llevar adelante una securitización, su emisor debe endosar el bien no líquido a la empresa administradora, que llevará adelante la gestión. Ésta crea un patrimonio separado, respaldado por la emisión de bonos (valores negociables). Estos bonos son vendidos a inversores que asumen parte o la totalidad del riesgo.

A continuación, se detallan una serie de beneficios que se pretenden alcanzar con el proceso de titulación:

- Transformar en ganancia presente los flujos de fondos futuros;
- abaratar el costo de financiamiento de las empresas;
- disminuir y dispersar el riesgo;
- ampliar el acceso a fondos;
- disminuir el costo de los fondos.

⁸⁵ KENNY, Mario O., “Titulación y fideicomiso financiero”. Ed Errepar, Bs As, 2002, p.3

⁸⁶ *Ibidem*, p.4

⁸⁷ Conf. PAOLANTONIO, Martín E., “Fondos Comunes de inversión. Mercado financiero y mercado de capitales. Securitización o titulación,” Ed Depalma, Bs As, 1994, p.188 y LISOPRAWISKI, Silvio V., Ob. Cit., p.800

⁸⁸ Conf. PAOLANTONIO, Martín E., Ob. Cit., p.187 y 188

⁸⁹ Conf. LISOPRAWISKI, Silvio V., Ob. Cit., p.801

2.8.1- ACTORES EN EL PROCESO DE LA SECURITIZACION

Según la clasificación que realiza la doctrina, los partícipes en el proceso de securitización pueden clasificarse en primarios y en secundarios, según su actuación en el proceso sea de carácter necesaria o meramente contingente.⁹⁰

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

2.8.1.1- PARTICIPES PRIMARIOS

✓ **El originador.**

Es el titular de los activos que serán objeto de la securitización, y que a tal efecto los transmite al vehículo emisor. Los activos que éste transmita deben ser homogéneos, y poseer análogos vencimientos, riesgos, tasas, etc.⁹¹

Generalmente este sujeto se erige también como servicer, es decir, como el administrador del activo, por cuanto, atendiendo a técnicas de orden económico empresarial, nadie mejor que él mismo para gestionar la cartera crediticia propia.⁹²

✓ **El vehículo.**

Este sujeto opera como interlocutor entre el originador y los inversores, encargándose de aislar los activos y efectuar la titulización.⁹³ La actividad principal de este sujeto será emitir los títulos, con respaldo en los activos que le han sido transferidos, y eventualmente colocarlos entre los inversores.

Existen diferentes tipos de vehículos aptos para realizar el proceso de titulización, por ejemplo, los Trust, los Bankruptcy Remote y los Special Purpose Corporation en Estados Unidos, las Sociedades Securitizadoras en Chile, los Founds Communs de Créances en Francia, etc. En Argentina, como se expondrá más adelante, existen como vehículos admitidos por la legislación, las Sociedades de Objeto Especial, los Fondos Comunes Cerrados de Inversión y los Fideicomisos Financieros.

⁹⁰ ALEGRIA, H., “Securitización. Documentos de Trabajo”, Bs. As., 1992, citado por LISOPRAWSKI, Silvio V., Ob. Cit., p.813

⁹¹ MARTÍN, Julián A. – ALCHOURON, Juan M. (Colaborador en aspectos jurídicos no tributarios), Ob. Cit., p.44

⁹² KENNY, Mario O., Ob. Cit., p.100 y 101.

⁹³ FERNÁNDEZ, Raymundo – GÓMEZ LEO, Osvaldo R., “tratado teórico-práctico de derecho comercial IV”, Ed. Depalma, Bs. As., 2004, p.292.

✓ Tomador / Colocador.

Es el encargado de colocar los títulos en la oferta pública o privada. Algunos autores lo sitúan dentro de los partícipes primarios⁹⁴, mientras que otros sostienen que es un partícipe secundario, ya que los títulos pueden ser colocados directamente por el vehículo.⁹⁵

En la práctica este sujeto se inserta en la praxis negocial suscribiendo un contrato de colocación o uno de underwriting⁹⁶. Este último ha sido definido como *“el contrato celebrado entre una entidad financiera y una sociedad comercial, por medio del cual la primera se obliga a pre financiar, en firme o no, títulos valores emitidos por la sociedad, para su posterior colocación.”*⁹⁷

Lo esencial en esta figura es la prefinanciación que otorga el underwriter, por la cual el emisor de los títulos-valores obtiene una liquidez inmediata. Hay diferentes modalidades a través de las cuales se puede pactar la actuación del underwriter. Un caso es el de underwriting en firme o “firm commitment” en el que el colocador se obliga a adquirir los títulos valores, para luego ubicarlos en el mercado. En este caso, ante el fracaso en la colocación de los títulos entre los inversores, el underwriter no podrá devolverlos al emisor, debiéndose hacer cargo ante ello.⁹⁸

Asimismo, se encuentra el caso del underwriting stand by, en el cual, el underwriter se obliga a comprar los títulos que el emisor no haya podido colocar por sí mismo en el mercado.⁹⁹ Por último, el underwriting no en firme o “best effort”, donde el underwriter pre financia la emisión de los títulos y se obliga a procurar su colocación en el mercado, pero sin responder por aquellos que no hayan podido ser colocados. De esta manera el riesgo de colocación correrá por cuenta del emisor.¹⁰⁰

En cuanto a la capacidad para ser agentes colocadores, se debe tener en cuenta la reglamentación dispuesta por la ley 17.811 en lo concerniente a oferta pública de títulos valores, por la cual sólo podrán ofrecerse como tales las entidades financieras habilitadas para ello en función de la ley 21.526, sociedades inscriptas como agentes de mercado abierto¹⁰¹ y los agentes bursátiles.

✓ Los inversores.

Son los tenedores de los títulos valores emitidos por el vehículo, quienes en definitiva serán los que terminan aportando el dinero para hacer posible la financiación. Esto se logra como contraprestación de un beneficio que puede consistir en una renta fija o en una cuota de participación en los resultados, según el tipo de instrumento que posean (debt o equity instruments). En efecto, se diferencian dos tipos de inversores.

⁹⁴ Conf. LISOPRAWski, Silvio V., Ob. Cit., p.813; FERNÁNDEZ, Raymundo – GÓMEZ LEO, Osvaldo R., Ob. Cit., p 301

⁹⁵ VILLEGAS, Carlos G., “Operaciones bancarias”, Tomo II, Ed Rubinza-Culzoni, Sta Fe, 1996, p. 287; MARTÍN, Julián A. – ALCHOURON, Juan M. (Colaborador en aspectos jurídicos no tributarios), Ob. Cit., p.45 y 46

⁹⁶ VILLEGAS, Carlos G., “Títulos valores y valores negociables”, Ed. La Ley, Bs. As., 2003, p.932

⁹⁷ BONEO VILLEGAS – BARREIRA DELFINO, “Contratos bancarios modernos”, p.233 citado por BARBIER, Eduardo Antonio., “Contratación Bancaria”. Tomo 2. Empresas. Ed Astrea, Bs. As., 2002, p.255

⁹⁸ MALUMIÁN, Nicolás; DILOTTI, Adrián; GUTIÉRREZ, Pablo., “Fideicomiso y Securitización. Análisis legal, fiscal y contable”. Ed La Ley, Bs As, 2001, p.149

⁹⁹ FERNÁNDEZ, Raymundo – GÓMEZ LEO, Osvaldo R., Ob Cit., p.379

¹⁰⁰ BARBIER, Eduardo Antonio., Ob. Cit., p.267 y 268

¹⁰¹ KENNY, Mario O., Op. Cit., p.105

✓ **Los inversores individuales.**

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

✓ **Los Inversores Institucionales.**

Como señala Villegas estos sujetos son *“personas jurídicas o entes especiales, a los que la ley da creación o la autorización para funcionar, les impone la obligación de mantener sus activos o una cierta porción de ellos, invertidos en valores mobiliarios con cotización en mercados organizados.”*¹⁰²

Se trata de instituciones que tienen como objeto invertir en títulos mobiliarios que coticen en el mercado de capitales, para lo cual tienen una estructura que concentra una serie de inversiones particulares que son aplicadas por estos entes con el fin de llevar adelante sus negocios. Entre estos sujetos se encuentran los fondos comunes de inversión, las compañías de seguro y reaseguro, las A.F.J.P, la ANSES, los bancos, diferentes entidades financieras de inversión, etc.

2.8.1.2- PARTICIPES SECUNDARIOS

✓ **El Organizador.**

Como bien lo señala Kenny, *“es la entidad, generalmente un banco o una sociedad de bolsa, que asesora al titulizante en la estructuración de la operación, principalmente en los aspectos financieros y del mercado de capitales, y en la elección del fiduciario (si no es el mismo organizador), los abogados, auditores, asesores impositivos y demás entidades o profesionales que deban participar”*¹⁰³ El organizador es el sujeto que se encarga de armar el negocio, reuniendo a todos los partícipes y coordinando sus actuaciones.

✓ **El Servicer.**

Es el administrador de la cartera de activos que se transfieren al vehículo. Se encarga de gestionar la cartera, efectuando todas las operaciones necesarias para obtener el cobro del flujo de fondos que la misma genera.

Se vincula con el vehículo a través de un contrato de locación de servicios, en el que se estipulan los derechos y obligaciones que le aplican, y a partir del cual surgirán sus funciones. También provee al vehículo y a los tenedores de títulos de informes periódicos y de la rendición de cuentas sobre los flujos percibidos.¹⁰⁴

El desempeño de esta actividad recae generalmente en cabeza del originante, ya que es el sujeto con el conocimiento económico empresarial necesario para llevar adelante el gerenciamiento de la cartera de activos cedidos¹⁰⁵, atento a que contará con el know how suficiente como para asegurar el correcto flujo de fondos que generen los activos aislados.

¹⁰² Ibídem. p.912

¹⁰³ KENNY, Mario O., Op. Cit., p.104

¹⁰⁴ LISOPRAWSKI, Silvio V., Op. Cit., p.814

¹⁰⁵ Conf. KENNY, Mario O., Op. Cit., p.101

Por su parte, Malumián agrega que en la práctica se suele adicionar, por exigencia de las agencias calificadoras de riesgo, un back-up servicer para el caso de que el servicer original no pueda seguir a cargo de la administración de la cartera.¹⁰⁶

✓ **El Depositario.**

Tal como lo expresan Fernández y Gómez Leo, el depositario *“es el encargado de custodiar y conservar los documentos que justifiquen y respalden los activos crediticios propiedad del fondo.”*¹⁰⁷ Esta función puede ser cumplida por el servicer, o incluso puede ponerse en manos de un tercero, caso en el que generalmente se acude a un banco o a la caja de valores. Cabe consignar que la caja de valores es una entidad privada, que tiene como función recibir depósitos colectivos de títulos valores públicos o privados, según surge del artículo 31 de la ley 20.643.

En este sentido, como bien lo advierte Lisoprawski, la función primordial que ofrece la caja es *“facilitar las transacciones sobre títulos valores autorizados para la oferta pública, garantizando la seguridad y privacidad de todas las actuaciones y documentación vinculadas a la actividad.”*¹⁰⁸

✓ **Los Garantes o Credit Enhancement.**

Son *“bancos o compañías de seguros que otorgan garantías adicionales a las que representan los mismos activos titulizados, disminuyendo los niveles de riesgo o mejorando la calificación del título.”*¹⁰⁹ Bauzá agrega que *“los activos en cuestión pueden no ser suficientes para respaldar la emisión de los títulos valores, por lo que garantías adicionales son necesarias para hacer la inversión más atractiva, reducir el riesgo y obtener mejores números para el originador. Esto se hace a través de mecanismos internos y externos de apoyo crediticio”*¹¹⁰

✓ **El Proveedor de Fondos.**

Estos sujetos tienen como función proveer fondos *“cuando se producen asincronías entre las fechas de ingreso de los flujos producidos por los activos securitizados y la asignada para el pago de intereses o amortización de los títulos emitido”*.¹¹¹ En otras palabras, su función es asistir económicamente al pago de los valores emitidos cuando exista una brecha entre la fecha de vencimiento de los intereses de los títulos y la de entrada de los flujos de fondos. La inserción de estos sujetos en el negocio, sin dudas, contribuirá en la obtención de un mejor ranking de los valores emitidos.

¹⁰⁶ MALUMIÁN, Nicolás; DIPLOTTI, Adrián; GUTIÉRREZ, Pablo., Op. Cit., p.150

¹⁰⁷ FERNÁNDEZ, Raymundo – GÓMEZ LEO, Osvaldo R., Op. Cit., p.305

¹⁰⁸ LISOPRAWSKI, Silvio V., Op. Cit., p.797

¹⁰⁹ LISOPRAWSKI, Silvio V., Op. Cit., p.818

¹¹⁰ BAUZÁ, Roberto P., “Asset securitization in Argentina” en el Derivates Report March 2001 Vol 2 N° 7 publicado en www.allendebea.com.ar . En su original: “The underlying assets may not be enough to back the issue of the securities, and additional guarantees are needed to make the investment more attractive, reduce the risk, and obtain better rates for the originator. This is done by “internal” and “external” mechanisms of credit enhancement”

¹¹¹ LISOPRAWSKI, Silvio V., Op. Cit., p.818

✓ **La Calificadora de Riesgo (Rating Agencies).**

Son “*sociedades profesionales e independientes que califican el riesgo de repago de los valores negociables a emitirse*”¹¹². Su función es dictaminar sobre la siniestralidad de los títulos a emitirse a fin de determinar el riesgo para el inversor del no cobro en tiempo y forma de su capital.¹¹³

✓ **Los Auditores.**

Estos sujetos auditan el activo transferido y su administración por parte del servicer, emitiendo las “comfort letters”, que son exigidas por el originador para asegurar un correcto “due diligence”.¹¹⁴ Como toda auditoría, sirve para controlar el buen desenvolvimiento por parte del administrador y el apego de éste a las pautas de ejecución de sus deberes previstos en el contrato de locación que lo vincula con el vehículo securitizante.

✓ **Los asesores legales.**

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

2.8.2- RESEÑA HISTORICA DE LA SECURITIZACION

La técnica de la securitización de activos reconoce su génesis en Estados Unidos en los años ‘70 a través de la titulización de créditos hipotecarios por parte de agencias creadas por el gobierno federal. Su expansión y total desarrollo se produjo en el decenio siguiente.

El autor Martín explica que este proceso se generó a partir de “*las altas tasas de interés, la necesidad de las entidades financieras de mejorar los balances y el deseo de reducir los costos de fondeo, motivando que muchos préstamos se transformaran en instrumentos negociables*”¹¹⁵

En 1938 se creó la Federal National Mortgage Association, conocida como “Fanny Mae”, que consistía en una agencia patrocinada por el gobierno federal de Estados Unidos que, si bien fue primera en orden cronológico, recién hace su primera emisión de Mortgage Backed Security (valores respaldados por hipotecas) en el año 1981.

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

¹¹² VILLEGAS, Carlos M – VILLEGAS, Carlos G., Op. Cit., p.572

¹¹³ PORTO, Jose M., “Alternativas de financiación e inversión”, Ed Osmar D. Buyatti, Bs. As., 2000, p.118

¹¹⁴ VILLEGAS, Carlos M – VILLEGAS, Carlos G., Op. Cit., p.573

¹¹⁵ MARTÍN, Julián A. – ALCHOURON, Juan M. (Colaborador en aspectos jurídicos no tributarios) “Securitización. Fideicomiso. Fondos de Inversión. Leasing. Tratamiento impositivo”. Ed. Price Waterhouse, Bs. As., 1996, p.3

En 1968 surge la Government National Mortgage Association o “Ginnie Mae” a través de la cual se operó el primer caso de Pass Through Certificate^{116 117}. Esta agencia surge como un desdoblamiento de la “Fanny Mae”.

En el año 1970 surge la Federal Home Loan Mortgage Corporation o “Freddie Mac” destinada a desarrollar un mercado secundario en el orden hipotecario que impulsó los denominados certificados de participación. Por su parte, en el ámbito privado, en 1977 el Bank of América emitió el primer certificado enteramente privado¹¹⁸, y a comienzos de la década siguiente fueron generándose emisiones privadas de valores respaldados por hipotecas¹¹⁹.

Atento al éxito de la titulización de activos en el ámbito hipotecario, el proceso fue extendiéndose a otros activos, principalmente a los créditos generados por los préstamos para adquisición de automóviles, créditos documentados con cupones de tarjetas de crédito, junk bonds o bonos basura, etc.¹²⁰ No obstante, la mayor parte de los “Asset Backed Securities” (títulos valores respaldados por activos) estaban garantizados con hipotecas.¹²¹

El resto del mundo no fue ajeno a este proceso, y comenzó también a incursionar en su desarrollo tomando como ejemplo la experiencia americana. Así, en Inglaterra se empiezan a regular los “Special Purpose Vehicle” (S.P.V)¹²², produciéndose la primera securitización de créditos hipotecarios en el año 1985.¹²³ En Francia también se desarrolló este proceso, que se denominó “Titrisation”, la cual es llevada a cabo a través de los “Fonds Communs de Créances” que representaban entes sin personería jurídica con el objeto exclusivo de adquirir créditos en poder de bancos e instituciones financieras para emitir participaciones en una sola emisión.¹²⁴

En España e Italia también se realizaron securitizaciones, efectuadas primitivamente sobre créditos afectados a préstamos de automotores. En lo que respecta al ámbito latinoamericano se destacan los adelantos al respecto en Chile, Colombia, México y Perú.

En Argentina, la securitización de activos es introducida al cuerpo jurídico con el dictado de la ley 24.441 y reconoce como vehículos aptos para realizar titulizaciones de activos a los fideicomisos financieros, a los fondos comunes de inversión y a las sociedades de objeto especial.

¹¹⁶ “Los pass through certificates eran títulos con respaldo en flujos hipotecarios con la garantía de pago en término de los servicios y el capital, de la referida entidad gubernamental.” LISOPRAWISKI, Silvio V., Ob. Cit., p.811 Por su parte, la misma Ginnie Mae define a estos certificados como un conjunto de hipotecas dispuestas para la generación de títulos valores ofertables en el mercado secundario. En su original: “Mortgage-backed securities (MBS) are pools of mortgages used as collateral for the issuance of securities in the secondary market” En <http://www.ginniemae.gov>

¹¹⁷ VILLEGAS, Carlos M – VILLEGAS, Carlos G., Op. Cit., p.594

¹¹⁸ LISOPRAWISKI, Silvio V., Op. Cit., p.788

¹¹⁹ PAOLANTONIO, Martín E., Op. Cit., p.196

¹²⁰ Ibídem., p.199 y 200

¹²¹ LISOPRAWISKI, Silvio V., Op. Cit., p.786

¹²² VILLEGAS, Carlos M – VILLEGAS, Carlos G., Ob. Cit., p.597

¹²³ PAOLANTONIO, Martín E., Ob. Cit., p.202

¹²⁴ VILLEGAS, Carlos M – VILLEGAS, Carlos G., Op. Cit., p.603

2.8.3- ACTIVOS SECURITIZABLES

La gama de activos que son susceptibles de securitización es muy amplia, y pueden estar representados tanto por activos tangibles como intangibles¹²⁵. Al respecto, Kenny sostiene que pueden titulizarse¹²⁶:

- ✓ Activos reales: inmuebles, recursos agrícolas y forestales, ganado, participaciones en proyectos de inversión, etc.
- ✓ Activos financieros:
 - Derechos Crediticios: provenientes de mutuos (sin garantías, o con hipotecas o prendas), precios de mercaderías o servicios (facturas comerciales, cupones de tarjetas de crédito, cheques de pago diferido), alquileres, leasing, valores mobiliarios, etc.
 - Derechos que no consisten en créditos: peajes de obras públicas, entradas a espectáculos públicos, ventas al contado, etc.

Asimismo, los activos securitizables que establece la ley son:

- Letras y mutuos hipotecarios.
- Contratos de arrendamiento con promesa de compraventa y sus respectivas viviendas.
- Créditos y derechos sobre flujos de pago emanados de obra pública, de obra de infraestructura de uso público, de bienes nacionales de uso público o de las concesiones de estos bienes u obras.
- Otros créditos y derechos que consten por escrito y que tengan el carácter de transferibles.
- Derechos sobre flujos de pago.

2.8.4- CUALIDADES DE LOS ACTIVOS A SECURITIZAR

Como requisito básico para la securitización cabe destacar que cuando se transfieran los activos (flujos) a securitizar, éstos no deben estar afectos por embargos, gravámenes o prohibiciones de ningún tipo, como tampoco de medidas judiciales restrictivas del dominio.

En definitiva, no existen restricciones en cuanto a los activos susceptibles de ser securitizados, siempre y cuando cumplan con ciertos requisitos de homogeneidad y compatibilidad que se exponen a continuación.

¹²⁵ Nota “Reemplazan a los créditos bancarios, se usan como garantías y hasta para transferir patrimonios; son los fideicomisos, la otra forma de invertir”, publicada en La Nación, sección Economía, 30/4/2005.

¹²⁶ Clasificación propuesta por KENNY, Mario O., Op. Cit., p.4

La cartera de activos a titularizar debe presentar un elevado grado de homogeneidad entre los distintos componentes que la conforman. En cuanto a las cualidades ideales que deben presentar los activos a titularizar, se identifican las siguientes¹²⁷:

- Clara configuración de los créditos;
- patrones de pago bien definidos;
- flujos de fondos, matemática o estadísticamente, predecibles;
- bajos niveles o probabilidades históricas de incumplimientos;
- amortización total de los créditos a su vencimiento;
- diversidad de los deudores con alta liquidez;
- retornos superiores a los activos securitizados.

Por su parte, Villegas explica que, en general, cualquier tipo de bien es securitizable, en tanto se reúnan las siguientes características¹²⁸:

- Activos de similar naturaleza o características;
- contar con antigüedad y antecedentes de pagos (a fin de establecer estadísticas);
- estar originados en procesos adecuados de crédito;
- contar con importancia significativa (para que se justifique el costo de la operatoria);
- uniformidad de documentación.

2.8.5- VEHICULOS PARA LA SECURITIZACION

Un aspecto clave en lo que respecta al proceso de titulación de activos, lo representa el vehículo por el cual se llevará adelante la securitización. A dicho efecto, se reconocen diferentes figuras por medio de las cuales lograr su instrumentación.

Al momento de evaluar la factibilidad y conveniencia de adoptar el vehículo para llevar adelante la titulación, es relevante verificar que conforme efectivamente un patrimonio autónomo que mantenga los bienes aislados de los riesgos provenientes de las relaciones jurídicas personales del originante y del propio vehículo. Otro aspecto a que se deberá atender, son las regulaciones tributarias, para lograr optar por el vehículo que sea más conveniente desde lo económico.

¹²⁷ PAVEL, “Securitization”, Ed. Probus., Chicago, 1989, p.19 citado por PAOLANTONIO, Martín E., Op. Cit., p.202 y por LISOPRAWISKI, Silvio V., Op. Cit., p.839.

¹²⁸ VILLEGAS, Carlos M – VILLEGAS, Carlos G., “Aspectos legales de las finanzas corporativas”. Ed. Dykinson., Madrid, España., 2001, p.578 y sgts.

En nuestro país, la securitización de activos puede ser estructurada a través de la figura de las sociedades de objeto especial, de los fondos comunes de inversión cerrados o de fideicomisos financieros.

2.8.5.1- FONDOS COMUNES DE INVERSION CERRADOS

Con el dictado en el año 1995 de la ley 24.441, se le hace un agregado de dos párrafos al artículo 1º de la Ley 24.083, que habilita a los fondos comunes cerrados de inversión a invertir en todo tipo de activos, sean reales o financieros, dándole la posibilidad de emitir cuotas partes de renta y cuotas partes de interés, erigiéndose así, como vehículos securitizadores.¹²⁹

En este sentido, el artículo 1º de la Ley 24.083 dispone: *“Los fondos comunes que se constituyan con una cantidad máxima de cuotas partes de acuerdo con el artículo 21 de esta ley, podrán tener objetos especiales de inversión e integrar su patrimonio con conjuntos homogéneos o análogos de bienes, reales o personales, o derechos creditorios con garantías reales o sin ellas de acuerdo con lo que disponga la reglamentación del órgano de fiscalización en el artículo 32 de esta ley. Los fondos comunes de inversión podrán emitir distintas clases de cuotas partes con diferentes derechos. Las cuotas partes podrán dar derechos de copropiedad de acuerdo con lo previsto en el primer párrafo de este artículo y también podrán emitirse cuotas partes de renta con valor nominal determinado y una renta calculada sobre dicho valor cuyo pago estará sujeto al rendimiento de los bienes que integren el haber del fondo.”*

No obstante, la capacidad de los fondos cerrados de presentarse como vehículos de securitización al igual que los fideicomisos financieros, estos últimos han sido de mayor preferencia. Como bien lo apunta Kenny, si bien ambos poseen un tratamiento fiscal similar, la desventaja que pesa en detrimento de los fondos cerrados consiste en el costo operativo que conllevan, el cual es mayor por tener en su composición dos entidades (gerente y depositaria). Asimismo, señala que poseen una estructura más rígida, lo que afecta su adaptabilidad a la diversidad de negocios, atentando así, en contra de su practicidad.¹³⁰ También se argumenta en su contra que la diversificación en las inversiones se ve restringida por las limitaciones impuestas por el artículo 6 de la ley 24.083.¹³¹

2.8.5.2- FIDEICOMISOS FINANCIEROS

Este instrumento ya ha sido definido y caracterizado en puntos anteriores, sin embargo, para complementar su conceptualización, se toman las palabras con las cuales se ha expresado la C.N.V. en el artículo 2 del Libro III capítulo XVI de sus leyes, año 2001. Esta expresa que: *“habrá contrato de fideicomiso financiero cuando una o más personas (fideicomitente o fiduciante) transmitan la propiedad fiduciaria de bienes determinados a otra (fiduciario), quien deberá ejercerla en beneficio de titulares de los certificados de participación en la propiedad de bienes transmitidos o de titulares de títulos valores representativos de deuda garantizados con los bienes así transmitidos (beneficiarios) y transmitirlo al fiduciante, a los beneficiarios o a terceros (fideicomisarios) al cumplimiento de los plazos o condiciones previstos en el mismo.”*

En definitiva, a los efectos de la securitización lo importante es que se transmiten una serie de bienes al fiduciario, quien los aísla, configurándose un patrimonio autónomo que no es susceptible de ser atacado por los acreedores de las partes. Sobre este patrimonio fideicomitado se emitirán títulos fiduciarios.

¹²⁹ Conf. PINTOS, María Teresa., “Fideicomiso financiero según la ley 24.441” en RDPC Fideicomiso 2001-3., Ed. Rubinzal-Culzoni, Bs. As., 2001, p.101

¹³⁰ KENNY, Mario O., Op. Cit., p.26

¹³¹ PINTOS, María Teresa., Op. Cit., p.103

Estos pueden consistir en certificados de participación o en títulos de deuda, los cuales tendrán como única fuente de repago al patrimonio fideicomitado, salvo que se hayan afectado al repago de estos títulos algunos otros bienes.

2.8.5.3- SOCIEDADES DE OBJETO ESPECIAL

Las sociedades de objeto especial (Special Purpose Vehicle) son definidas por Kenny como *“sociedades constituidas especialmente para desarrollar un determinado negocio, con restricciones estatutarias en el gobierno y administración societarios que apuntan a limitar la asunción de riesgos extraños al objeto específico que determinó su constitución.”*¹³²

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

A pesar de que este vehículo se encuentra legislado, no es muy utilizado. Al respecto, la Dra. Amallo expresa que el problema que presenta en su utilización consiste en *“la inseguridad patrimonial ante las situaciones de concurso o quiebra, y la posible confusión patrimonial entre los bienes o el patrimonio de la sociedad y los afectados al cumplimiento de la finalidad del vehículo”*.¹³³ Apunta que en Chile se ha dado solución a este problema por cuanto se dispone que estas sociedades posean un patrimonio común y un patrimonio separado por cada emisión de títulos que se realicen.¹³⁴

2.8.6- MODALIDADES DE SECURITIZACION

Existen diferentes modalidades mediante las cuales es posible lograr la titulización de activos. Se reconocen tres estructuras básicas consideradas desde un punto de vista didáctico ya que, en realidad, se pueden combinar de distintas formas y presentar diversos matices según las particulares circunstancias de modo, tiempo y lugar.

Los tres tipos básicos o puros son: “Pass Through”, “Asset Backed Bonds” y “Pay Through”.

2.8.6.1- PASS THROUGH

Es la forma más tradicional y la primera en surgir en el orden cronológico. Reconoce como expresión en su tipo a los “Pass Through Certificate” emitidos por la “Ginnie Mae”. En esta modalidad la cartera de activos es cedida a través de una venta real por parte del originador al vehículo. El vehículo emitirá certificados de participación sobre la cartera de activos, los cuales tendrán como base de repago al flujo de fondos que producirán los activos adquiridos. Los títulos emitidos se alinean dentro de la franja de

¹³² KENNY, Mario O., Op. Cit., p.5

¹³³ AMALLO, Daniela N., “El fideicomiso, los fondos comunes de inversión y las sociedades de objeto especial como instrumentos de financiamiento”. En FUNES, Saturnino J. – AMALLO, Daniela. Fideicomiso, Cuadernos de la Universidad Austral N° 2, Ed. Depalma, Bs As, 1996., p.111

¹³⁴ Ibídem.

los llamados “equity instruments”, que otorgan al inversor una suma variable que depende de los ingresos del emisor.¹³⁵

En definitiva, como bien lo señala Lisoprawski, lo que caracteriza a este arquetipo es que el originador se ha desprendido de los activos y que los certificados emitidos en consecuencia no son títulos de deuda que pesan como pasivo sobre su patrimonio.¹³⁶

2.8.6.2- ASSET BACKED BONDS

En esta estructura, no hay una transferencia de activos, sino que, el que realiza la securitización de los activos es el originador titular de éstos, quien los afecta en garantía del repago de los títulos emitidos. Los títulos que se emiten corresponden a los llamados “debt instruments”, que están constituidos por una suma determinada o fija de dinero.¹³⁷

Atento a ello y a que los activos afectados en garantía al repago de los títulos permanecen en el patrimonio del emisor, los valores que se emitan en consecuencia quedarán gravados como pasivo en su patrimonio. Asimismo, la fuente de repago de los títulos no serán únicamente los activos afectados en garantía, sino que también el patrimonio general del emisor. Es por esta razón que se considera, en este caso, que sólo se podría hablar de securitización en sentido amplio.¹³⁸

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

2.8.6.3- PAY THROUGH

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

Sin embargo, lo que caracteriza a dicha tipología, es que, a diferencia de los “asset backed bonds”, la amortización y los intereses previstos en los valores se pagan con los referidos flujos¹³⁹, es decir, hay un calce entre los ingresos de los activos y el pago de los rendimientos.

Según Vinod Kothari, este mecanismo consiste en una estructura de securitización donde los pagos a los inversores son realizados a través del vehículo. O sea que, no se paga a los inversores estrictamente

¹³⁵ PAOLANTONIO, Martín E., Op. Cit., p.191.

¹³⁶ LISOPRAWSKI, Silvio V., Op. Cit., p.809 y 810

¹³⁷ PAOLANTONIO, Martín E., Op. Cit., p.191

¹³⁸ Conf. MALUMIÁN, Nicolás; DIPLOTTI, Adrián; GUTIÉRREZ, Pablo., Op. Cit., p.133. En relación con esto Soler sostiene que: “ ‘Securitizar’ una obligación es representarla con un título. Nótese que no toda técnica de financiamiento mediante títulos valores conlleva la característica de transformar activos inmovilizados en activos líquidos. Tal es el caso, por ejemplo, de las obligaciones negociables, ya que, en ellas, aun cuando el objetivo perseguido es la obtención de recursos, la garantía de repago está localizada en la solvencia económica del emisor y no en el activo que ha de servir de respaldo a la emisión, como ocurre, en cambio, con la securitización, lo que le da a ésta particulares características.” SOLER Osvaldo H., CARRICA Enrique, NIETO BLANC Ernesto y MORENO GURREA José, “Fideicomiso”, Cap. II.II punto 12., Bs. As, 2000. En <http://www.soler.com.ar>

¹³⁹ LISOPRAWSKI, Silvio V., Op. Cit., p.812 y 813

cuando los créditos son cobrados, sino que se va pagando en fechas estipuladas, independientemente de las fechas de cobro. A fin de realizar pagos más fluidos a los inversores, el vehículo usará mecanismos de mejoras crediticias para suprimir las fluctuaciones en sus cobranzas.¹⁴⁰¹⁴¹.

2.8.7- VENTAJAS DE LA SECURITIZACION

La ventaja principal que detenta la securitización, es la posibilidad de obtención de financiamiento y que lo consigue a un costo más bajo que el de las alternativas tradicionales. Este menor costo se logra básicamente en virtud de que los activos son separados del titular y, por ende, no se encuentran alcanzados por el riesgo asociado al mismo, obteniendo de esta forma, una mejor calificación de riesgo que el de la empresa en sí o de otros pasivos que pudiera emitir tales como las obligaciones negociables.

De este modo, se logra una fuente de financiamiento fuera del balance (off balance sheet), haciéndose posible el acceso a recursos del mercado de capitales a menor costo para empresas que en otras condiciones se encontrarían imposibilitadas de hacerlo. Asimismo, permite aumentar el grado de liquidez de los activos de una empresa al transformar en efectivo ciertos activos inmovilizados, mediante el proceso de transformación de éstos en valores negociables. Le otorga una mayor liquidez a la empresa y mejora la capacidad prestable de las entidades financieras.

Sobre la base de los préstamos securitizados se obtienen recursos que realimentan la originación y mejoran la rentabilidad vía un aumento en la rotación de los activos. Producto de la reducción del riesgo de iliquidez se incentiva el crédito a largo plazo al permitirles a las entidades financieras no tener la necesidad de calzar los préstamos al plazo promedio de los depósitos.

Mejora las ratios del balance, en especial el índice correspondiente a la relación “deuda/capital propio” al hacer posible el financiamiento por fuera del balance. Permite la emisión de valores con mejor calificación de riesgo que la de su emisor. Al separar los activos subyacentes del patrimonio del emisor (fiduciante) se los aísla de los riesgos inherentes al desenvolvimiento de la empresa que los originó. Si los activos fideicomitidos son de buena calidad pueden recibir una mejor nota (por parte de la calificadora de riesgo) que la que podría obtener el fiduciante, si se emitieran por ejemplo obligaciones negociables. Se reducen también los costos de financiamiento.

Directamente ligado al punto anterior, al obtenerse una mejor calificación, por lógica consecuencia, se obtiene un menor costo de financiamiento. Esto en comparación con otras fuentes de financiamiento tales como las nuevas emisiones de capital, obligaciones negociables o préstamos de entidades financieras.

Si bien los riesgos inherentes a los activos son los más importantes, también deben tenerse en cuenta los relacionados con el administrador, el fiduciario y los restantes partícipes del proceso de securitización.

La securitización representa varias particularidades dentro del fideicomiso y algunas ventajas especiales de su utilización consisten en¹⁴²:

¹⁴⁰ Conf. PORTO, Jose M., Op. Cit., p.118

¹⁴¹ En su original: “Pay through - A securitisation structure where the payments to the investors are routed through the SPV who does not strictly pay the investors only when the receivables are collected by it, but keeps paying on the stipulated dates irrespective of the collection dates. In order to allow for smoothed payment to investors by removing the fluctuations in its collections, the SPV uses a guaranteed investment contract or credit enhancement or both.” En <http://www.vinodkothari.com>

¹⁴² Porto José Manuel; Op. Cit.

- Disminuye el costo del endeudamiento.
- Se suprime el margen por intermediación, eliminando los spreads bancarios y financieros, acercando así la tasa activa a la pasiva. En tanto, la retribución del fiduciario se estipula como un porcentaje o un monto fijo por la administración del fondo de afectación.
- Los títulos valores pueden adquirir una calificación de riesgo más favorable que la de los activos que la respaldan; por lo tanto, su colocación, se podrá efectuar a tasa más baja.
- Otorga liquidez a un activo que no era endosable o transferible en el mercado secundario.
- Soluciona problemas de descalce financiero, ya sea en plazos, tasas o monedas.
- Permite ampliar los plazos de amortización de los títulos.
- Crea una nueva opción de inversión y financiación.
- Reduce para las entidades financieras, los requerimientos obligatorios de patrimonio y de provisiones por riesgo de incobrabilidad. Otorga mayor seguridad para los inversores.
- Contiene ventajas impositivas.

2.8.8- RIESGOS DE LA SECURITIZACION

- **Riesgo de evicción:** se trata de la eventual existencia de vicios en el origen, instrumentación o transferencia de los créditos, que pueden llegar a originar la inexistencia, nulidad o ineficacia de los derechos fideicomitidos. En este sentido, el Código Civil establece que, en toda cesión de derechos, la responsabilidad por la existencia de los bienes o derechos siempre recae sobre el cedente. A efectos de mitigar este riesgo, normalmente se hace un estudio de los instrumentos, del proceso de originación y de la situación económico-financiera del transmitente. A este proceso se lo conoce como “due diligence” (diligencia debida). Este estudio generalmente recae sobre estudios de abogados o de firmas de auditoría.

Otro aspecto para considerar es el estudio de la situación patrimonial y financiera del transmitente de los activos a securitizar a los efectos de evitar pérdidas por fraude o declaraciones de ineficacia concursal. En algunos casos, se contratan seguros contra riesgos de evicción, no así en la Argentina (posiblemente debido a los altos costos). Otra alternativa para reducir este riesgo consiste en que el transmitente refuerce su responsabilidad como cedente por intermedio de garantías reales o personales. Así también, la cartera securitizada podría estar sobredimensionada. En este caso, se pueden transferir al vehículo, derechos de cobros por un importe mayor al securitizado para reducir este riesgo.

- **Riesgo de mora:** previo a la securitización normalmente se deben evaluar los créditos o derechos de cobro a transferir con el objeto de determinar qué porcentaje de estos tiene una mora previsible sobre la base del historial de la cartera. Entre los factores que pueden incidir en el nivel de mora de una cartera, se enumeran los siguientes: el nivel socioeconómico de los deudores; las garantías sobre los créditos (ya que en caso de que las mismas sean reales, refuerzan la posibilidad de un mejor pago). El destino de los fondos influye en el nivel de compromiso de pago, ya que aquellos créditos con destino a la vivienda probablemente tengan un mejor historial de pagos que los destinados al consumo.

Los factores macroeconómicos también influyen en el grado de cumplimiento de los deudores. Aspectos tales como la inflación, la variación en el nivel retributivo, los cambios en el mercado laboral, el tipo de cambio pueden influir en el nivel de cumplimiento de los deudores más allá de su conducta y situación personal. Una forma muy común de reducir el riesgo de mora transitoria consiste en que el transmitente de los derechos asuma el compromiso de adelantar los fondos para cubrir el flujo de fondos teórico de los créditos con atrasos en el pago de las cuotas. En estos casos, el fiduciante se guarda para sí el llamado negocio de la mora, que consiste en el cobro de intereses compensatorios y punitivos.

- **Riesgo en la ejecución de los créditos:** debe tenerse en cuenta que el trámite de cobro forzado puede atentar contra el esquema financiero del negocio. En este caso, la naturaleza de las garantías o formas de instrumentación que puedan tener los créditos cedidos resulta importante para determinar el tipo de proceso judicial que puede llevarse a cabo (procesos ordinarios, sumarios o ejecutivos que pueden ser hipotecarios o prendarios) y, por lo tanto, el tiempo previsible para obtener el reintegro de los fondos.
- **Riesgo de performance:** este tipo de riesgo se presenta en los procesos de securitización de créditos futuros o de derechos de cobro que no son créditos. Este riesgo consiste en la posibilidad de no generar derechos de cobro, ya sea por culpa o dolo del originante o transmitente, o por razones exógenas a su voluntad como ser menor demanda de los servicios o productos ofrecidos, baja en los precios o tarifas, etc. A efectos de evaluar este riesgo, se suele tomar en consideración la situación económico-financiera del titulizante, su desempeño histórico en la originación de los derechos, el grado de diversificación en el proceso de originación, las protecciones legales, las garantías, la posición competitiva del titulizante respecto de su competencia y el impacto de los eventuales cambios en la macroeconomía.

Entre las formas de mitigar este tipo de riesgo, se encuentra la colateralización de los bonos, es decir, asignar categorías de riesgo crediticio a los bonos emitidos a partir de los activos titulizados tales como clase senior o preferida y la constitución de fondos de garantías. En caso de que se genere una merma en la performance de la cartera o en la capacidad de originación del titulizante, contractualmente se pueden establecer cláusulas que apunten al rescate anticipado de los bonos preferidos, o bien a la liquidación del fideicomiso.

- **Riesgos de cancelación anticipada de los créditos:** este riesgo se presenta cuando se producen pre-cancelaciones de las operaciones fideicomitadas. Esto puede afectar al esquema financiero del negocio, en la medida en que el fiduciario no encuentre alternativas para la colocación de los fondos obtenidos a una tasa de retorno, al menos, equivalente a la que hubiera obtenido con el activo cancelado.
- **Riesgo del agente de cobro:** generalmente la gestión de cobranza se encuentra en manos de un tercero ajeno al fiduciario. Esta tarea está por lo general asignada al originante o cedente de los derechos. De esta manera se genera el riesgo de que el agente de cobro no cumpla con sus obligaciones o que no lo haga de forma adecuada, ya sea por dolo o culpa, por acción de sus acreedores o por falencia.

Entre que el agente de cobro percibe la cobranza proveniente de los bienes fideicomitados hasta que los rinde al fiduciario pasa un cierto periodo de tiempo. Durante ese lapso, los fondos percibidos por el agente de cobro y que pertenecen al fideicomiso, se pueden confundir con los suyos propios y/o de terceros. De esta manera, dichos fondos pueden ser afectados por un eventual proceso de quiebra del agente de cobro. Por ello, al agente de cobro le caben las mismas obligaciones que al fiduciario en cuanto a su estándar de conducta. En este sentido, deberá llevar adelante procedimientos de control que

le permitan al fiduciario la verificación de toda su gestión de administración; notificar al fiduciario de cualquier hecho o situación que pudiera afectar o poner en riesgo la gestión; llevar de forma adecuada la operación de los sistemas de procesamiento necesarios en la administración, etc.

Asimismo, para evitar o limitar el riesgo de administración, se puede proceder a la contratación de un seguro o fianza, sin embargo, esto no es muy común en Argentina dado sus costos. En los casos en que el agente de cobro coincida con la figura del originante, es posible hacer una retención sobre una parte del producido de la colocación de los valores en el mercado, para afectarlo a un fondo de garantía que tenga por fin cubrir este tipo de riesgo.

2.9- EVOLUCION DEL FIDEICOMISO FINANCIERO

El uso y aplicación del fideicomiso en Argentina tuvo importancia creciente desde su incorporación al plexo normativo a través de la sanción de la ley 24.441 en el año 1995. Su mayor impulso fue a partir del 2002, con un gran crecimiento que fue aumentando año tras año, producto del mejor comportamiento que tuvieron los negocios estructurados como fideicomisos, en especial, durante la grave crisis económico-financiera de diciembre de 2001. Justamente esa estructura patrimonial independiente, fue lo que permitió soportar mejor la crisis, poder ejecutar maniobras de emergencia y no caer en default a costa de los inversores.

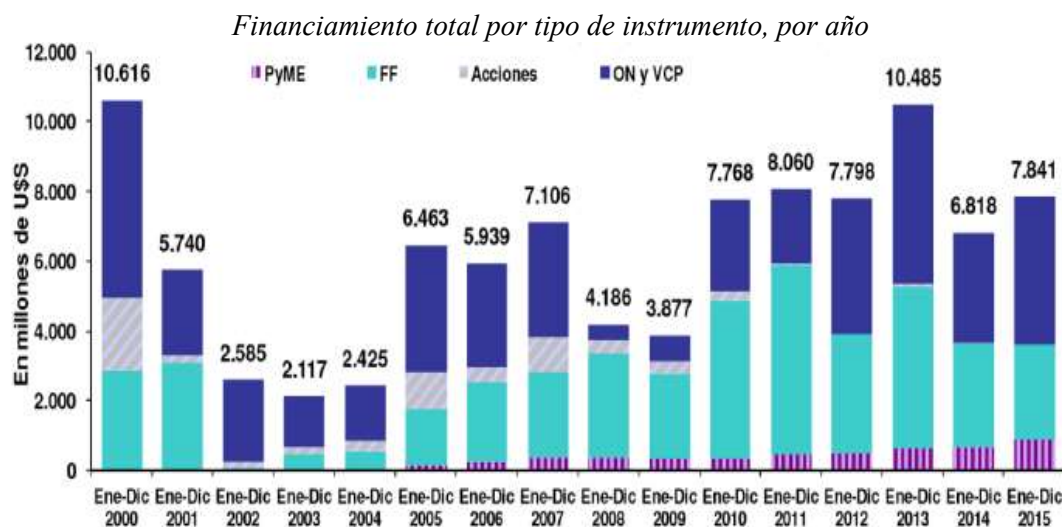
Según los datos elaborados por la Consultora Joaquín Ledesma & Asociados para el período 2003 a 2008, el crecimiento del total de los fideicomisos financieros aprobados por la CNV y autorizados a cotizar en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, tanto en pesos como en dólares, pero medidos ambos en pesos, aumentó de más de \$ 1.800 millones en 2004 a más de \$ 8.400 millones en el 2007, superando los \$ 9.700 millones en el 2008. Este incremento en el volumen de operaciones no sólo se explicó por el incremento de las inversiones realizadas por grupos experimentados como las AFJP, los bancos y las compañías de seguros sino también por el ingreso de nuevos inversores interesados en el desarrollo de negocios bajo esta modalidad.¹⁴³

Según Pertierra Cánepa (2016), luego y producto de la crisis económica internacional del año 2008, diversas medidas fueron adoptadas por el gobierno argentino, las que provocaron un abrupto cambio en el espectro de los inversores. Surgió la figura institucional de la Administración Nacional de Seguridad Social (ANSES) en el mercado, participando activamente de las colocaciones. Pero aún ante este hecho, el fideicomiso financiero continuó siendo la figura más demandada en el mercado y se fortaleció como la herramienta estrella para la inversión viabilizando todo tipo de proyectos, desde los de consumo hasta los de la economía real. Tal es así que sectores como el inmobiliario, el de la construcción y el agrícola de commodities y specialties, lo fueron adoptando progresiva y masivamente.

De esta manera se puede asumir que el fideicomiso financiero, desde su aparición con la ley 24.441 del año 1995, representa la figura que más ha crecido año tras año, en su utilización dentro de la oferta del mercado de capitales. A su vez su participación ha sido tan significativa que fue desplazando a otras alternativas para convertirse en la estrella de este mercado. Para otorgar validez a y confirmar estos dichos, se puede visualizar como ha sido la participación del fideicomiso financiero dentro de los instrumentos utilizados en el mercado de capitales de Argentina. Para ello se recurre a los estudios realizados por el IAMC y la AAFyFID.¹⁴⁴

¹⁴³ Pertierra Cánepa Francisco M. "Fideicomiso y Negocios. El valor estratégico del Fideicomiso". Buenos Aires. Editorial Alfaomega. Año 2014

¹⁴⁴ IAMC es Instituto Argentino del Mercado de Capitales y AAFyFID es Asociación Argentina de Fideicomisos y Fondos de Inversión Directa.



En el gráfico se aprecian las variaciones en el tipo de financiamiento según el instrumento utilizado en una serie de 15 años. En él se puede observar la creciente y destacada aplicación que tuvo el fideicomiso financiero, que, si bien fue creado por ley en el año 1995, en el año 2000 ya tenía el 25 % de la participación en el financiamiento y, 10 años más tarde, alcanzaba un comportamiento regular de entre el 80 % del total.

A continuación, se observa la evolución en la cantidad de emisiones de fideicomisos financieros a lo largo de 10 años, lo que confirma su preferencia entre las alternativas del mercado argentino.



Fuente: IAMC

El siguiente recuadro explica los distintos objetos con los cuales se emiten los fideicomisos financieros. De esta manera, se observa que entre los capitales suscriptos bajo este instrumento se encuentran los orientados al financiamiento de proyectos agrícolas e inmobiliarios, entre otros. Al menos en lo que respecta a los años considerados en esta medición, se puede observar que, en mayor proporción, el objeto de los fideicomisos financieros emitidos ha estado dirigido a consumo y crédito. No obstante, se tiene una prueba más de la validez y utilización que presentan los fideicomisos financieros como instrumentos de financiación de proyectos de largo plazo y con impacto en la economía real.

Capitales suscriptos en Fideicomisos aceptados a la cotización por el MERVAL expresados en millones de dólares:

Clasificación por Objeto	En - Dic 2015		En - Dic 2014		En - Dic 2013	
Consumo	1.964	71,5%	2.056	77,4%	2.971	63,2%
Créditos Comerciales	64		69		38	
Créditos de consumo	1.605		1.686		2.572	
Tarjetas de Crédito	295		300		361	
Resto	782	28,5%	599	22,6%	1.727	36,8%
Agrícolas	19		27		74	
Inmobiliario - Hipotecario(*)	515		292		1.464	
Leasing - Prendarios	96		122		149	
Financiac. exportaciones	70		100		40	
Otros	83		58		0	
Sub Total	2.746	100,0%	2.654	100,0%	4.698	100,0%
Obras públicas	16		340		20	
Total	2.762		2.994		4.718	
Sub Total / Total	99,4	%	88,7	%	99,6	%
Obras públicas / Total	0,6%		11,3	%	0,4%	
Cantidad de Fideicomisos	188		204		204	

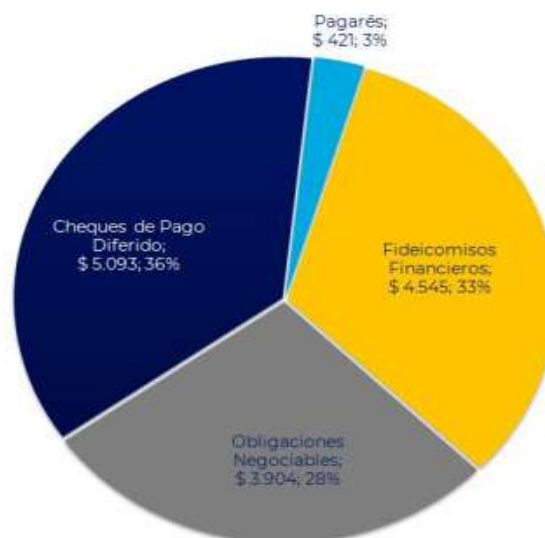
Fuente: IAMC

En relación con los subsiguientes años, según el informe emitido por la CNV para el periodo de diciembre 2018, en virtud del financiamiento en el mercado de capitales, el siguiente grafico indica que los fideicomisos financieros representaron la segunda opción más elegida entre todas las alternativas existentes.

FINANCIAMIENTO TOTAL POR INSTRUMENTO – DICIEMBRE 2018

En millones de pesos y porcentajes

Fuente: CNV

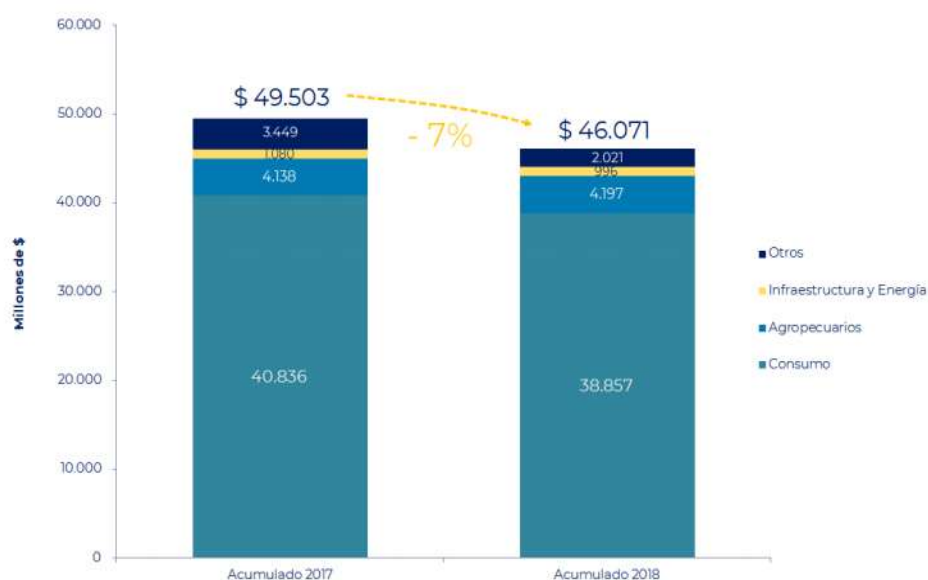


Fuente: Comisión Nacional de Valores (CNV)

A continuación, se expone un comparativo entre los acumulados de enero a diciembre para los años 2017 y 2018 con relación a los montos de fideicomisos financieros colocados por sector, donde se aprecia que la colocación acumulada de fideicomisos financieros a lo largo del año 2018 ascendió a \$46.071 millones, representando una caída de 7% respecto al nivel registrado durante el año anterior. Se puede apreciar, también, que el sector con mayor presencia de estos instrumentos lo representa el de consumo seguido por el agropecuario y el de infraestructura y energía. Asimismo, durante este año se colocaron en total 155 fideicomisos financieros, 60 unidades menos que en el mismo período del año precedente (2017).

En millones de pesos

Fuente: CNV



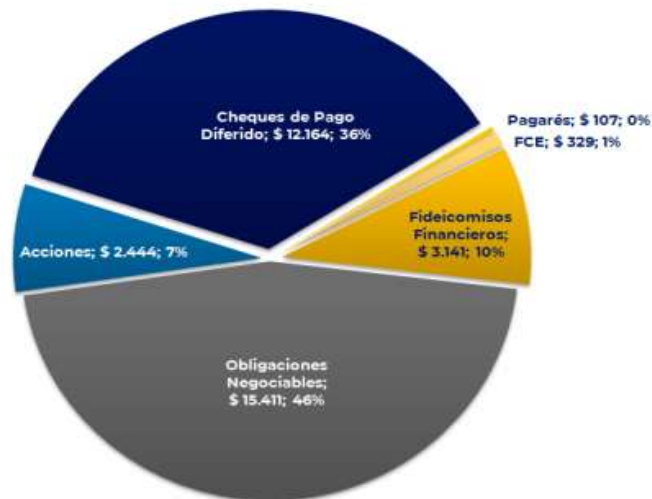
Fuente: Comisión Nacional de Valores (CNV)

Para el periodo de diciembre 2019, los fideicomisos financieros pasaron a ocupar el tercer lugar como instrumento de financiación con mayor presencia en el mercado de capitales, tal como se distingue a continuación:

FINANCIAMIENTO TOTAL POR INSTRUMENTO – DICIEMBRE 2019

En millones de pesos y porcentajes

Fuente: CNV



Fuente: Comisión Nacional de Valores (CNV)

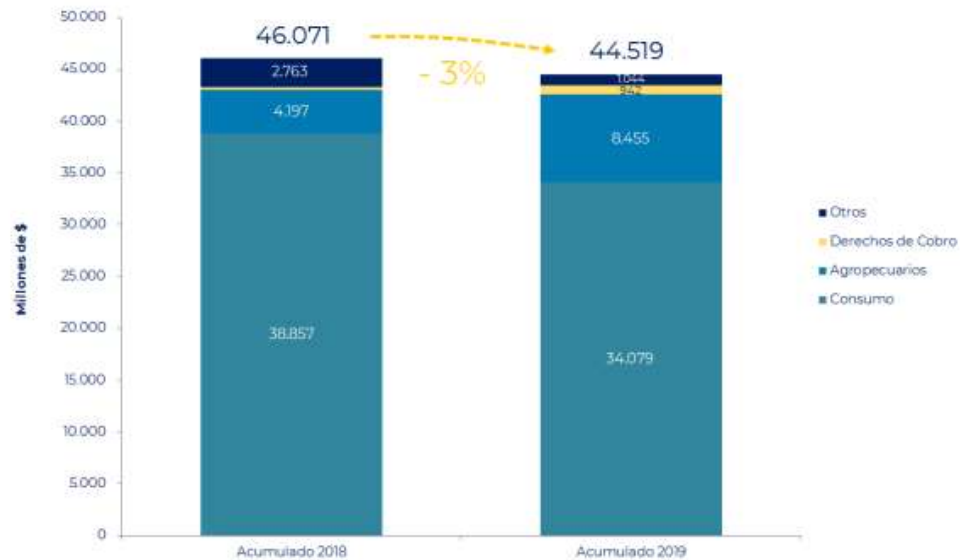
En diciembre de 2019 se colocaron 11 fideicomisos financieros por un total de \$3.141 millones, representando una variación interanual negativa de 31%. La mayoría fueron colocados en el sector de consumo, pero también se hicieron colocaciones en el sector agropecuario. La colocación acumulada de fideicomisos financieros a lo largo del año 2019 ascendió a \$44.519 millones, representando una variación negativa de 3% respecto al año anterior. Durante el período anual 2019, en total se colocaron 122 fideicomisos financieros, 33 unidades menos que en el mismo período del año precedente.

MONTO DE FIDEICOMISOS FINANCIEROS COLOCADOS POR SECTOR

Acumulado Enero – Diciembre

En millones de pesos

Fuente: CNV



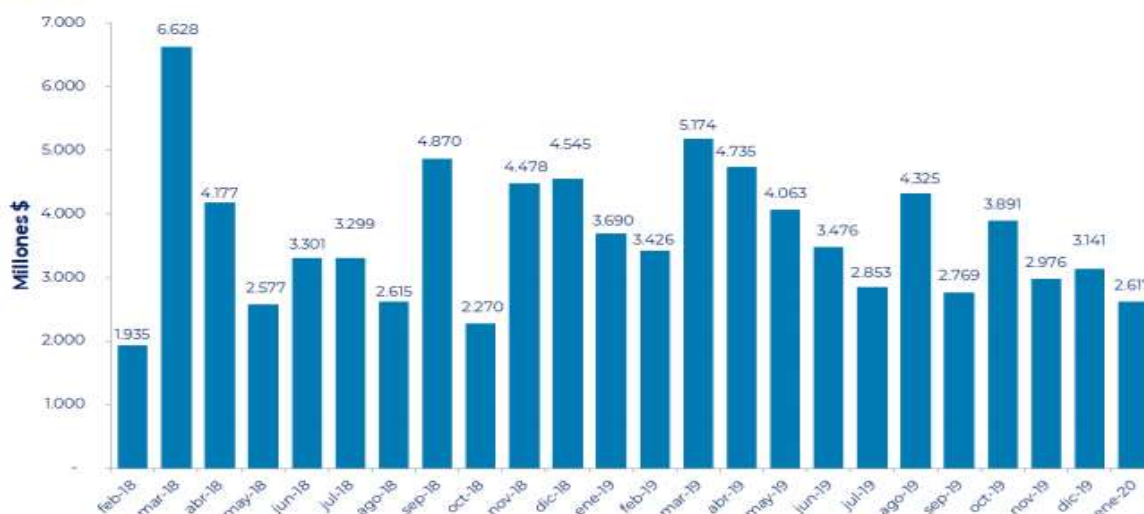
Fuente: Comisión Nacional de Valores (CNV)

Según el último informe mensual presentado por la Comisión Nacional de Valores, en enero de 2020 se colocaron 5 fideicomisos financieros por un total de \$2.617 millones, representando una variación interanual negativa de 29%. En los últimos doce meses se han emitido \$43.447 millones a través de fideicomisos financieros, un 2% menos a lo colocado en el período de doce meses inmediatamente anterior.

A continuación, en los siguientes gráficos, se expone la evolución mensual en montos y cantidades colocados en fideicomisos financieros desde febrero 2018 a enero 2020:

En millones de pesos

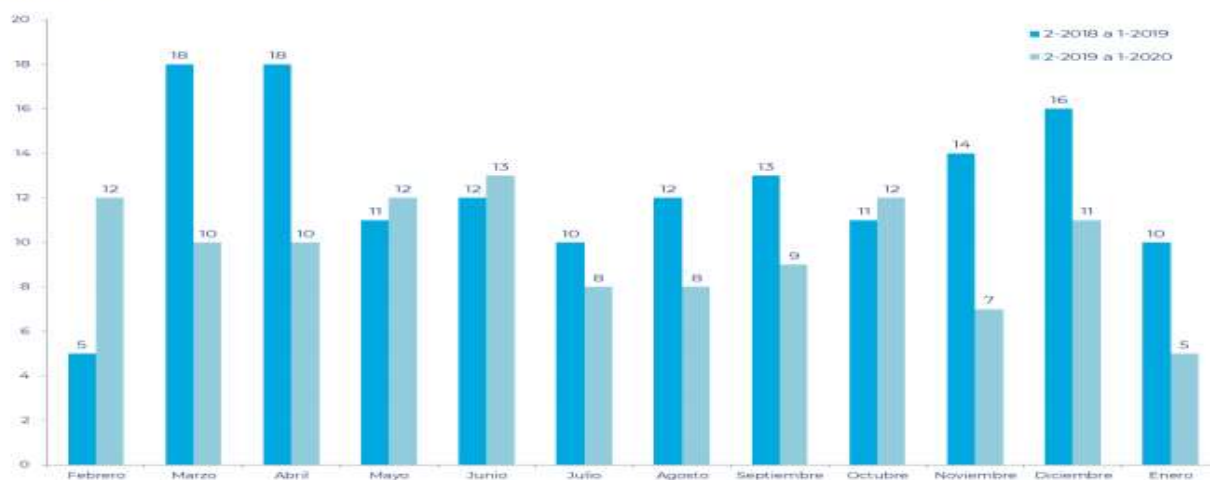
Fuente: CNV



Fuente: Comisión Nacional de Valores (CNV)

En cantidades

Fuente: CNV



Fuente: Comisión Nacional de Valores (CNV)

El período de febrero 2019 a enero 2020 totalizó 117 fideicomisos financieros colocados, 33 unidades menos que en el período de los doce meses precedente (-22%).

Asimismo, a lo largo del año 2019, los sectores en los que mayor participación presentaron los fideicomisos financieros como instrumentos de financiación fueron el de consumo y el hipotecario/inmobiliario. También tuvieron participación, aunque en menor medida, en el sector agropecuario, prendario, de leasing y de derechos de cobro.

En referencia a los sectores de participación de los fideicomisos financieros como instrumentos de financiación, se adjunta el siguiente detalle correspondiente al informe emitido por la CNV para el periodo trimestral julio-septiembre 2019:

Denominación Fideicomiso Financiero	Categoría	Activos Fideicomitidos	Moneda	Monto Colocado (\$)	Tipo de Tasa	TNA inicial	TIR	Plazo (meses)
Red Surcos V	Agropecuarios	Créd. Com. s/ venta de prods. agrícolas	USD	398.986.932	Fija	8%	7%	9
Mercado Crédito V	Consumo	Créditos personales	\$	329.496.746	Margen+BADLAR	51%	40%	12
Fiducar XI	Prendarios	Créditos prendarios	\$	308.810.509	Fija	37%	69%	45
Red Mutual 54	Consumo	Préstamos personales	\$	190.742.453	Margen+BADLAR	56%	93%	36
MIS XII	Consumo	Préstamos personales	\$	155.505.956	Margen+BADLAR	58%	99%	52
AMFAyS 33	Consumo	Préstamos personales	\$	144.490.720	Margen+BADLAR	50%	98%	32
Mutual 17 de Enero XIII	Consumo	Préstamos personales	\$	141.952.750	Margen+BADLAR	45%	57%	33
Multiplycard II	Consumo	Préstamos personales	\$	114.950.281	Margen+BADLAR	47%	99%	13
Tarjeta Plata XI	Consumo	Préstamos personales	\$	56.837.628	Margen+BADLAR	62%	132%	14
Pilay II (*)	Hipotecarios e Inmuebles	Derechos s/ Inmuebles	\$	10.000				21
Pilay II (*)	Hipotecarios e Inmuebles	Derechos s/ Inmuebles	\$	9.000				20
Pilay II (*)	Hipotecarios e Inmuebles	Derechos s/ Inmuebles	\$	9.000				19
Pilay II (*)	Hipotecarios e Inmuebles	Derechos s/ Inmuebles	\$	8.000				22

Fuente: Comisión Nacional de Valores (CNV)

A partir de la información provista, es viable inferir que el fideicomiso financiero se encuentra entre los instrumentos más utilizados para financiación de proyectos con base en el mercado de capitales. Es cierto que en los últimos años se visualiza una merma en su utilización a favor de otros instrumentos de financiamiento, pero su presencia en la actualidad sigue siendo tan evidente como lo ha sido desde sus comienzos. Además, puede notarse su presencia en distintos sectores de la economía, en particular, en aquellos que proporcionan un impulso con impacto en la economía real, tales como el inmobiliario, el agropecuario, el de infraestructura y energía.

3- CONCLUSIONES

A diferencia del desarrollo que presentan los Fondos Cerrados en otros países de Latinoamérica, en Argentina no han tenido demasiada presencia y utilización en la economía desde que su figura fue introducida en el país allá por el año 1992 mediante la reforma de la Ley N° 24.083. En la actualidad, éstos son casi inexistentes y no han mostrado un crecimiento pleno, en buena medida, por razones tributarias, ya que hasta hace poco existían asimetrías tributarias que favorecían a la figura del Fideicomiso.

Por este hecho es que el mayor impacto cuantitativo lo representan los Fideicomisos tanto por el volumen como por la cantidad de sectores que se están financiando mediante este sistema. Pero sin duda, deberá tenerse en cuenta que también los Fondos Cerrados de Inversión pueden cumplir ese rol, por lo que será pertinente pensar también en ellos al momento de evaluar un proyecto de captación de recursos.

En el anexo "a" se comparte un detalle comparativo en millones de pesos colocados en Fondos Cerrados y en Fideicomisos Financieros, en el cual se verifica que la presencia de este último instrumento en la economía es bastante superior al de los Fondos Cerrados de Inversión.

Mas adelante en el tiempo, precisamente en el año 2016, junto con la sanción de la Ley de Sinceramiento Fiscal N° 27.260, se generó el primer impulso a los Fondos Comunes de Inversión Cerrados al establecerse una excepción al pago del impuesto especial del "blanqueo" cuando los fondos fuesen aplicados a la suscripción o adquisición de cuotas partes emitidos por éstos y como condición adicional, se mantuviese dicha inversión por un plazo mínimo de cinco (5) años.

No obstante el contexto prometedor, los hechos evidenciaron un escaso desarrollo de estos fondos, marcado por la necesidad de un estímulo fiscal para el inversor por cuanto subsistía hasta ese momento, una mayor carga fiscal resultante de estar gravada tanto la renta del fondo como la de sus inversores.

Con ello, la Ley N° 27.440 de Financiamiento Productivo vino a introducir modificaciones a un amplio abanico de normas, incluyendo entre ellas, la Ley de Fondos Comunes de Inversión y la Ley de Impuestos a las Ganancias. La Ley de Financiamiento Productivo hizo posible regular con mayor detalle los Fondos Cerrados e introdujo el concepto de "transparencia fiscal", eliminándose así, las cargas tributarias superpuestas sobre el fondo y los inversores.

De esta manera, la Ley de Financiamiento Productivo que introduce la noción de "transparencia fiscal", permite colocar en igualdad de condiciones en su tratamiento impositivo a los Fideicomisos Financieros con los Fondos Cerrados con oferta pública. No obstante, la eliminación de la desigualdad en el tratamiento impositivo entre ambos instrumentos puede convertirse en un factor que potencie a futuro el desarrollo del mercado de los Fondos Cerrados, ya que, como ha sido expuesto, estos fondos se instalan como un instrumento financiero ideal, por ejemplo, para incentivar y financiar la producción.

En definitiva, con la transparencia fiscal se permitió que los Fondos Cerrados con oferta pública que realicen inversiones en la Argentina, no se encuentren alcanzados por el impuesto a las ganancias sobre las utilidades obtenidas por inversiones en el país, dejando ese impuesto a cargo del inversor, al momento de recibir sus beneficios.

Es evidente que tanto los Fondos de Inversión Cerrados, regulados por la Ley N° 24.083, como los Fideicomisos Financieros de Ley N° 24.441, hacen viable la inversión colectiva, posibilitando así, la canalización de los recursos hacia la consecución de proyectos con impacto en el aparato productivo del país. Ambos instrumentos financieros impactan en el robustecimiento de la demanda de valores negociables en el mercado de capitales, aumentando su profundidad y liquidez. Estos constituyen, a su vez, vehículos de captación de ahorro e inversión fundamental para el desarrollo de las economías.

El impulso que generan en el desarrollo del mercado de valores permite brindar mejores condiciones de financiamiento e inversión para los agentes del mercado, sean empresas o personas. Este desarrollo permite a su vez impulsar el crecimiento económico, y por tanto el bienestar de la sociedad. A través de los Fondos Cerrados se logra un proceso de innovación financiera, y es a través de dicha innovación que es posible alcanzar un incremento de las inversiones, los rendimientos y las utilidades.

Dado que aquellos Fondos de Inversión Cerrados que tuvieron impulso post sanción de la Ley de Sinceramiento, han sido destinados al desembolso de dinero para su aplicación en proyectos relacionados con infraestructura, economías regionales, energías renovables, créditos UVI y PyMEs, y con emprendimientos inmobiliarios, es posible aseverar que estos instrumentos tienen la gracia de atraer el capital y canalizarlo hacia proyectos de la economía real.

Estos fondos tanto como los fiduciarios hacen posible sumarse a proyectos de terceros y participar en los resultados que se obtengan. En forma complementaria, permiten a personas y empresas diversificar parte de sus ahorros en la economía real y formar parte de un negocio de escala con rentabilidades generalmente en dólares, lo cual es beneficioso en nuestro país dado que permite al inversor tener un resguardo frente a la volatilidad del tipo de cambio.

A partir de los beneficios fiscales otorgados, los Fondos Cerrados quedan habilitados como el vehículo legal idóneo para la estructuración de fondos de capital privado o private equity, lo que a su vez representaría un impulso para este tipo de inversiones en la economía del país. Sin embargo, se destaca que también los Fideicomisos Financieros permiten instrumentar inversiones que por lo general se llevarían a cabo a través de un private equity fund.

Por otro lado, tanto los Fondos de Inversión Cerrados como los Fideicomisos Financieros, constituyen herramientas útiles para financiar y promover el crecimiento de las pequeñas y medianas empresas. Es importante destacar que, por medio de ambos instrumentos, es posible llevar adelante el proceso de securitización o titulización, tan valioso como fuente de financiamiento.

A través del análisis de las experiencias en países latinoamericanos como Chile y Costa Rica se observa cómo los Fondos Cerrados pueden convertirse en el nexo entre las áreas financiera y productiva. Desarrollos inmobiliarios y obras de infraestructura son ejemplos de las posibilidades que brinda este instrumento.

Sin duda, la diversificación de los tipos de fondos, y el aumento del volumen de capital manejado por los mismos, permitirá un incremento de la inversión en diversos sectores de la economía, lo que se convertirá a su vez en crecimiento del valor agregado y el empleo dentro de los mismos, que en conjunto logran un mayor desarrollo económico del país.

Por el lado del Fideicomiso Financiero, se puede decir que es uno de los contratos modernos que mayor difusión ha alcanzado en nuestro país. El mismo ha sido elegido, principalmente, para formalizar actividades empresariales, sean de producción, industrialización, construcción o comercialización, sin perjuicio de otras utilidades.

En el mismo sentido, el Fideicomiso Financiero en la economía real garantiza la inversión y los resultados emergentes que de ella se esperan a partir de un proceso transparente, operaciones previsibles y pautas claras, considerando tanto intereses particulares como generales, y relacionando de una manera verdaderamente integradora el comercio con la tecnología, la mano de obra y las finanzas. Se puede afirmar que la aplicación intensiva de los instrumentos financieros, como el Fideicomiso, facilita la producción de operaciones en la economía productiva.

El Fideicomiso Financiero, utilizado como uno de los vehículos para la securitización de activos en general y créditos en particular, actúa como una herramienta eficiente de posicionamiento y palanca

financiera de las grandes empresas. Es una figura que ha ido ganando espacio aceleradamente en la Argentina, sobre todo en lo que se refiere al financiamiento/inversión a mediano y largo plazo. Su versatilidad permite realizar una pluralidad de operaciones capaces de satisfacer las más disímiles necesidades, ya que el diseño de negocios con base en esta figura es prácticamente infinito.

Es este instrumento el que a través de la titularización de carteras creditorias, hace posible la obtención de fondos del mercado de capitales, fondos que surgen de ahorros de inversionistas a largo plazo, y que mediante la securitización logran ser aplicados a las actividades productivas. Ello en detrimento de los fondos que ofrece el sistema bancario. Es decir que hace posible el financiamiento sin tener que recurrir, en principio, a entidades financieras, atento que apunta a captar inversores interesados en invertir en la economía real, logrando así la mentada desintermediación financiera tradicional.

Es a través de estos dos vehículos, herramientas jurídico/financieras para canalizar inversiones, que consisten en Fondos de Inversión Directa y que tienen por objeto la inversión en la economía real, que se logra la conformación de un patrimonio separado (patrimonio fiduciario) en cabeza del dueño/administrador, que sólo responderá por las deudas que genere el emprendimiento productivo.

Es decir, que además de las ventajas financieras que presentan, también cuentan con ventajas jurídicas ya que ni los acreedores personales de los inversionistas (fiduciantes), ni los acreedores personales del dueño/administrador (fiduciario) podrán agredir el patrimonio fiduciario conformado por los aportes efectuados en dinero o en especie por los inversionistas. En definitiva, la aislación patrimonial trae como consecuencia que dicho patrimonio fiduciario sólo responda por las deudas que éste genere.

En virtud de que los acreedores personales no pueden agredir y/o cobrar sus acreencias por sobre los bienes que integran el proyecto de inversión, se reduce el riesgo empresa. Por lo tanto, al ser menor el riesgo, menor será la tasa de interés que se deberá retribuir a aquellos que financien el proyecto, mejorando así, la ecuación riesgo-rentabilidad tenida en cuenta por los inversores.

En definitiva, tanto los Fideicomisos Financieros como los Fondos Cerrados de Inversión representan vehículos que permiten conectar y conducir el ahorro, con y hacia la inversión productiva. De esta manera satisfacen las necesidades de los inversores y concretan los proyectos de inversión en forma rentable. En este sentido es que se puede afirmar que los Fondos Comunes de Inversión Cerrados y los Fideicomisos Financieros permiten canalizar fondos hacia la economía real a través del mercado de capitales.

Los proyectos de inversión financiados de forma responsable mediante estos instrumentos, si están bien diseñados y liderados por idóneos, generarán un círculo virtuoso donde proliferen las inversiones productivas, el desarrollo de las cadenas de valor y la circulación de riqueza en las economías regionales donde se establecen. Todo lo cual redundará sin lugar a duda, en un impacto positivo en la economía real.

Por ultimo y a partir de todo lo manifestado, estoy convencido que tanto los Fondos Cerrados de Inversión como los Fideicomisos Financieros constituyen vehículos claves tanto para la diversificación de los portafolios de los inversores, como para la financiación de proyectos y el impulso al crecimiento de la economía real. Sin duda, a través de la estructuración de Fideicomisos y Fondos Cerrados es viable organizar y llevar adelante nuevos proyectos y negocios productivos con impacto positivo en la economía real a través de la generación de trabajo, riqueza y redistribución, apalancado todo ello, por estos instrumentos que aportan mayor confianza y previsibilidad ante los inversores.

4- ANEXOS

a)- En el siguiente cuadro se pueden comparar las emisiones de fondos cerrados de inversión vs. los fideicomisos financieros.

ANEXO: RESUMEN DE COLOCACIONES SEGÚN INSTRUMENTO 2016-2020

Periodo	MONTO (MIL \$)								CANTIDAD			
	TOTAL	FF	OM	CRO	Acciones	Pagars	FCIC	FCE	TOTAL	FF	OM	Acciones
1-2016	5.904	2.648	2.128	1.128	-	-	-	-	26	16	10	-
2-2016	5.772	2.284	2.814	674	-	-	-	-	31	16	15	-
3-2016	26.370	2.492	22.309	1.565	-	6	-	-	24	15	9	-
4-2016	7.544	3.670	2.393	1.477	-	4	-	-	33	25	8	-
5-2016	13.608	2.789	4.738	1.428	4.844	11	-	-	42	18	20	4
6-2016	31.142	2.994	26.416	1.566	198	17	-	-	36	18	17	1
7-2016	24.941	2.848	20.679	1.399	-	15	-	-	38	21	17	-
8-2016	15.635	9.754	4.338	1.547	-	2	-	-	42	19	24	-
9-2016	16.759	2.783	11.958	1.953	-	66	-	-	34	17	17	-
10-2016	15.794	3.026	11.673	1.076	-	19	-	-	31	15	16	-
11-2016	20.122	2.654	18.485	946	-	37	-	-	45	14	31	-
12-2016	10.900	4.192	4.651	1.212	365	35	465	-	42	23	19	1
1-2017	34.586	3.310	30.134	1.090	-	52	-	-	33	17	16	-
2-2017	36.074	2.207	13.566	1.024	-	77	-	-	27	12	15	-
3-2017	14.021	3.332	4.096	1.642	796	21	4.023	-	26	17	8	1
4-2017	13.639	5.584	6.642	1.387	-	45	-	-	28	16	12	-
5-2017	28.365	4.309	22.328	1.711	180	117	-	-	50	19	30	1
6-2017	24.151	4.312	7.142	1.812	10.653	232	-	-	42	17	25	2
7-2017	33.199	4.900	17.698	1.609	8.910	382	-	-	36	19	13	4
8-2017	12.071	4.888	5.165	1.762	-	253	-	-	37	22	15	-
9-2017	29.044	5.106	4.338	1.557	17.785	265	-	-	42	23	15	4
10-2017	26.475	3.272	3.083	1.517	18.286	317	-	-	32	14	15	3
11-2017	18.869	3.363	10.652	1.644	2.513	329	360	-	39	15	23	1
12-2017	47.105	5.030	38.682	1.770	1.251	382	-	-	61	24	35	2
1-2018	30.081	5.376	22.413	1.935	-	357	-	-	36	15	21	-
2-2018	27.008	1.935	16.521	1.668	6.625	240	-	-	34	5	27	2
3-2018	16.891	6.628	7.703	2.221	-	338	-	-	39	18	21	-
4-2018	37.208	4.777	30.414	2.221	-	297	-	-	50	16	32	-
5-2018	5.731	2.977	349	2.402	-	404	-	-	13	11	2	-
6-2018	7.053	3.301	478	2.944	-	330	-	-	20	12	8	-
7-2018	6.826	3.299	290	2.920	36	321	-	-	16	10	5	1
8-2018	6.462	2.675	235	2.875	289	438	-	-	25	12	12	1
9-2018	9.811	4.870	529	3.385	189	536	-	-	19	13	4	2
10-2018	9.009	2.270	33	5.232	940	533	-	-	16	11	6	1
11-2018	20.778	4.478	9.715	4.533	-	581	1.491	-	35	14	21	-
12-2018	13.963	4.545	3.907	5.093	-	421	-	-	43	16	27	-
1-2019	14.781	3.690	5.565	5.015	-	571	-	-	20	10	10	-
2-2019	25.100	3.426	12.414	4.755	-	505	4.000	-	28	12	16	-
3-2019	13.268	5.174	956	6.714	-	422	-	-	20	10	10	-
4-2019	19.350	4.735	6.887	6.829	-	679	-	-	15	10	5	-
5-2019	23.683	4.063	8.888	9.466	-	1.275	-	-	24	12	12	-
6-2019	39.074	3.476	24.807	8.888	97	1.529	4.77	-	24	13	10	1
7-2019	74.811	2.833	62.581	8.478	-	954	-	6	26	8	18	-
8-2019	13.345	4.325	2.507	5.922	-	506	-	33	12	8	4	-
9-2019	14.153	2.769	3.500	7.538	-	102	174	71	10	9	1	-
10-2019	22.311	3.891	7.200	9.543	-	115	1.329	134	13	12	1	-
11-2019	32.714	2.976	20.312	9.150	-	90	-	186	17	7	10	-
12-2019	33.596	3.141	15.411	12.184	2.444	107	-	329	34	11	22	1
1-2020	55.554	2.617	37.789	13.215	1.348	195	-	390	21	5	15	1

Fuente: informe mensual emitido por la CNV – periodo enero 2020

5- MATERIAL CONSULTADO SOBRE FCI CERRADOS

5.1- ARTICULOS Y PUBLICACIONES ONLINE

- <http://www.mondaq.com/Argentina/x/749158/Fund+Management+REITs/FONDOS+COMUNE S+DE+INVERSIÓN>
- <http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/310000-314999/310084/norma.htm>
- <https://financer.com/es/inversion/fondos-inversion/>
- https://www.cronista.com/finanzasmercados/Se-coloco-el-primer-fondo-de-inversion-cerrado-post-blanqueo-20171129-0039.html?utm_source=ecc_notas&utm_medium=cms&utm_campaign=refresh
- https://www.cafci.org.ar/Publica/Leyes_Decretos/Ley_24083.pdf
- <https://www.cafci.org.ar/Publica/Resoluciones/CNV%20Resoluci%C3%B3n%20General%20N%20763.pdf>
- <https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/Prensa/Post/1274/1274se-reglamenta-el-regimen-para-fondos-comunes-de-inversion-cerrados>.
- https://www.mae.com.ar/themes/custom/mae_theme/files/GUIA_08_Fondos_Comunes_de_Inversi%C3%B3n_Cerrados_27112019.pdf.
- <https://www.bancodevalores.com/productos-y-servicios/fondos-comunes-de-inversion/>
- <https://www.telam.com.ar/notas/201902/330915-fondo-cerrado-de-inversion-inmobiliaria-mercado-de-capitales-argentina.html>.
- <https://ruralnet.com.ar/adblick-y-allaria-lanzan-el-primer-fondo-comun-de-inversion-del-agro/>
- <https://www.roadshow.com.ar/sbs-y-creaurban-consiguieron-us-23-millones-para-un-fondo-inmobiliario/>
- <https://ruralnet.com.ar/adblick-y-allaria-lanzan-el-primer-fondo-comun-de-inversion-del-agro/>
- <https://www.lanacion.com.ar/propiedades/los-fondos-comunes-inversion-construyan-proyectos-inmobiliarios-nid2252804>
- https://www.cafci.org.ar/Publica/Idoneidad/Manual_de_Capacitacion.pdf
- https://fin.guru/educacion/201803/guia-practica-sobre-fondos-comunes-de-inversion_n5542
- <https://www.eldinero.com.do/90045/los-fondos-cerrados-de-inversion-crecen-un-93-en-republica-dominicana/>
- <https://www.marval.com/publicacion/aspectos-fiscales-en-la-ley-de-financiamiento-productivo-13195>.

- <https://thelawreviews.co.uk/edition/the-asset-management-review-edition-8/1197337/argentina>.
- <https://www.marval.com/publicacion/fondos-comunes-de-inversion-cerrados-nueva-reglamentacion-13241>.
- <https://www.nicholsonycano.com.ar/reglamentan-la-ley-de-financiamiento-productivo/>
- https://www.bmv.com.mx/en/Grupo_BMV/Instrumentos_disponibles/_rid/965/_mod/TAB_MER_CADO
- <https://inversiopedia.com/compania-de-adquisicion-de-propositos-especiales-spac/>
- <https://www.investopedia.com/terms/c/canadianincometrust.asp>
- https://en.wikipedia.org/wiki/Income_trust#cite_note-2
- <https://www.investopedia.com/terms/i/infrastructuretrust.asp>
- <https://brodies.com/binformed/legal-updates/the-specialist-fund-market-of-the-london-stock-exchange>
- <https://www.hedgeweek.com/2007/07/13/london-stock-exchange-launches-specialist-market-alternative-funds>.
- https://www.cafci.org.ar/Publica/Memorias/Memoria_2017.pdf
- https://www.cafci.org.ar/Publica/Memorias/Memoria_2018.pdf

5.2- DOCUMENTOS Y BIBLIOGRAFIA

- https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/3739/S201092_es.pdf?sequence=1&isAllowed=y
- Fanelli, Jose Maria (2009). “Fondos Comunes de Inversión y Desarrollo Financiero”. Documentos de Proyectos No. 34. CEPAL.
- <http://www.fixscr.com/uploads/fciarg14.pdf>
- Excelsis Consult. “Fondos Comunes de Inversión en Argentina – Ley 24083”. UCEMA. Agostos de 2009.
- Mercado Abierto Electrónico (2019). “Reglamento de Autorización de Negociación de Fondos Comunes Cerrados – Guía 8”. Recuperado desde: www.mae.com.ar/themes/custom/mae_theme/files/GUIA_08_Fondos_Comunes_de_Inversi%C3%B3n_Cerrados_27112019.pdf
- ASFI, Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero, Bolivia. “Fondos de Inversión Cerrados”
- FitchRatings, octubre 2009. “Fondos Cerrados: una asignatura pendiente”.
- Ricardo Dfiaud. Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión. “Desarrollo de los Mercados de Capitales y Financiamiento de la Economía Real: el aporte de los Fondos Comunes de Inversión”.

- Thomson Reuters, La ley (agosto 2018). Reformas del mercado de capitales, ley 27.440.
- <https://ucema.edu.ar/conferencias/download/2016/08.19aAL.pdf>.
- Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión. Universidad Argentina de la Empresa (abril 2000). “Manual de Capacitación en Fondos Comunes de Inversión”.
- Rodas, N., & Solórzano, R. (2003). Aspectos Conceptuales sobre el Funcionamiento de los Fondos de Inversión. San Salvador: Banco Central de Reserva de El Salvador. Vargas Soler, J. C. (2008). Reseña del libro: Hacia una Economía para la vida. Otra Economía. Revista Latinoamericana de Economía Social y Solidaria, 172-176.

5.3- LEYES Y NORMATIVAS

- Ley N° 27.440 de Financiamiento Productivo. Bs. As., 11/5/2018.
- Ley N° 24.083 de Fondos Comunes de Inversión. Bs. As., 18/6/1992.
- Ley N° 27.260 de Sinceramiento Fiscal. Bs. As., 26/05/2016.
- Resolución General CNV 672/16. Buenos Aires, 28 de julio de 2016.
- Resolución General N° 568/2010 y N° 519/2007 de la CNV.
- Resolución General N° 290/1997 de la CNV.
- Resolución General N° 763/2018 de la CNV.

6- MATERIAL CONSULTADO SOBRE FIDEICOMISOS FINANCIEROS

6.1- LEYES Y NORMATIVAS

- Ley N° 24.441 de Financiamiento de la Vivienda y la Construcción.
- Resolución General 368/01 de la Comisión Nacional de Valores
- Resoluciones Generales 290/97 y 296/97 de la CNV
- Resolución CNV 671/2016, 27 de julio de 2016.

6.2- DOCUMENTOS Y BIBLIOGRAFIA

- Cuaderno Profesional N° 6 del C.P.C.E.C.F. “Fideicomiso”.
- DE LA FUENTE, Gabriel. Fideicomisos, en www.econ.uba.ar. (Argentina, junio, 2007).

-
- BARBOZA, Karina. Otros conceptos y herramientas de contabilidad y finanzas, en <http://www.gestiopolis.com/recursos/documentos/fulldocs/fin1/fideikarina.htm>, (Argentina, abril, 2004).
 - MERIDA, Yucatán. Fideicomiso testamentario y sucesión fiduciaria, en www.jurtotal.com/centroinfo/estudios/fideicomiso.ppt (Argentina, marzo, 2007).
 - PEREZ MUNIZAGA, Marta y VERÓN, Carmen Stella, XIII Congreso Nacional de Profesionales en Ciencias Económicas, (Argentina, octubre, 2000).
 - LISOPRAWSKI, Silvio V., “Securitización. Los negocios fiduciarios y el fideicomiso. Ley de financiamiento de la vivienda y la construcción”. En el tratado de los contratos de empresa. Tomo II. Contratos bancarios, de MARTORELL, Ernesto E., Ed Depalma, 2ª ed actualizada, Bs As, 2000.
 - VILLEGAS, Carlos M – VILLEGAS, Carlos G., “Aspectos legales de las finanzas corporativas”. Ed. Dykinson., Madrid, España., 2001.
 - KENNY, Mario O., “Titulización y fideicomiso financiero”. Ed Errepar, Bs As, 2002.
 - ESCUTI, Ignacio A (h)., “Títulos de crédito”, 4ª ed. actualizada y ampliada., Ed. Astrea, Bs. As., 1995.
 - Conf. PAOLANTONIO, Martín E., “Fondos Comunes de inversión. Mercado financiero y mercado de capitales. Securitización o titulización,” Ed Depalma, Bs As, 1994 y LISOPRAWSKI, Silvio V.
 - MARTÍN, Julián A. – ALCHOURON, Juan M. (Colaborador en aspectos jurídicos no tributarios) “Securitización. Fideicomiso. Fondos de Inversión. Leasing. Tratamiento impositivo”., Ed. Price Waterhouse, Bs. As., 1996.
 - PAVEL, “Securitization”, Ed. Probus., Chicago, 1989.
 - Conf. PINTOS, María Teresa., “Fideicomiso financiero según la ley 24.441” en RDPC Fideicomiso 2001-3., Ed. Rubinzal-Culzoni, Bs. As., 2001.
 - AMALLO, Daniela N., “El fideicomiso, los fondos comunes de inversión y las sociedades de objeto especial como instrumentos de financiamiento”. En FUNES, Saturnino J. – AMALLO, Daniela. Fideicomiso, Cuadernos de la Universidad Austral N° 2, Ed. Depalma, Bs As, 1996.
 - ALEGRIA, H., “Securitización. Documentos de Trabajo”., Bs. As., 1992.
 - FERNÁNDEZ, Raymundo – GÓMEZ LEO, Osvaldo R., “tratado teórico-práctico de derecho comercial IV”., Ed. Depalma, Bs. As., 2004.
 - VILLEGAS, Carlos G., “Operaciones bancarias”, Tomo II, Ed Rubinzal - Culzoni, Sta Fe, 1996.
 - VILLEGAS, Carlos G., “Títulos valores y valores negociables”., Ed. La Ley, Bs. As., 2003.
 - BONEO VILLEGAS – BARREIRA DELFINO, “Contratos bancarios modernos”.

-
- BARBIER, Eduardo Antonio., “Contratación Bancaria”. Tomo 2. Empresas. Ed Astrea, Bs. As., 2002.
 - MALUMIÁN, Nicolás; DIPLOTTI, Adrián; GUTIÉRREZ, Pablo., “Fideicomiso y Securitización. Análisis legal, fiscal y contable”. Ed La Ley, Bs As, 2001.
 - STIGLITZ, Rubén S., “Defensa del consumidor. Los servicios bancarios y financieros”, L.L 8 de mayo de 1998.
 - MUGUILLO, Roberto A., “Manual de operaciones bancarias y financieras”, Ed Ediciones jurídicas cuyo., Mendoza, 2002.
 - BAUZÁ, Roberto P., “Asset securitization in Argentina” en el Derivates Report March 2001 Vol 2 N° 7 publicado en www.allendebrea.com.ar.
 - PORTO, Jose M., “Alternativas de financiación e inversión”, Ed Osmar D. Buyatti, Bs. As., 2000.
 - SOLER Osvaldo H., CARRICA Enrique, NIETO BLANC Ernesto y MORENO GURREA José, “Fideicomiso”, Cap. II.II punto 12., Bs. As, 2000. En <http://www.soler.com.ar>
 - Conf. PUFILATO, Gladis J. “Fideicomiso financiero”, en Tratado teórico práctico de fideicomiso, Maury de González, Beatriz (Dir), Ed AD-HOC, Bs As 1999.
 - SOLER, Osvaldo H. y Asociados. Fideicomiso, <http://www.soler.com.ar/especiales/fid002.htm> . (Buenos Aires, febrero. 2000)
 - EDER, P.J, El fideicomiso (trust) en el derecho angloamericano, Bs As, 1954.
 - Conf. fallo CNCivil Sala L, 19/02/1997, “Orcoyen, Javier Y Otros C/ Forlano, Carlos S/ Medidas Precautorias”. Publicado en LD Textos.
 - Fallo C.S.J.N, 04/11/2003, “E.C.G. S.A. c. Banco Hipotecario” (del voto de los doctores Fayt y Vázquez). Publicado en www.laleyonline.com.ar.
 - BRESSAN , Pablo, “Negocio jurídico fiduciario. Sus aspectos obligacionales”, en Tratado teórico práctico de fideicomiso, Maury de González, Beatriz (Dir), Ed AD-HOC, Bs As 1999.
 - CARREGAL, Mario. “El fideicomiso: regulación jurídica y posibilidades prácticas”, Ed Universidad, Bs. As, 1982.
 - Conf. Fallo CNCom. SalaC, 26/03/1999, “Fernandez, Jorge C/ Cia. Financiera Universal Sa S/ Ord”. Publicado en LD Textos.
 - HAYZUS, Jorge R, “Fideicomiso”, Ed Astrea, Bs As, 2000.
 - BARBIER. Eduardo Antonio. “Contratación Bancaria. Tomo 2. Empresas”. Ed Astrea, Bs. As. 2002.

-
- Fallo CNCom., sala C, 26/03/1999 – “Fernández, Jorge y otro v. Compañía Financiera Universal S.A. y otros” Publicado en www.lexisnexis.com.ar (JA 2000-I-394),
 - MOLINA SANDOVAL, Carlos A. “El fideicomiso en la dinámica mercantil”. Ed Ábaco. Bs As.
 - ARGENTINA, COMISION NACIONAL DE VALORES, Fideicomiso financiero- Educación mercado de capitales, en <http://www.cnv.gov.ar/EducacionBursatil/versionpdf/FIDEICOMISOFINANCIEROyAnexos.pdf> . (Buenos Aires, diciembre, 2007).
 - Herzog, M. "El Fideicomiso y el Agro", 10 Edición, Ed. Osmar D. Buyatti.
 - Porto, José Manuel. "Fuentes de financiación", Editorial O. D. Suyatti, Ss. As., 2004.
 - Pertierra Cánepa Francisco M. “Fideicomiso y Negocios. El valor estratégico del Fideicomiso”. Buenos Aires. Editorial Alfaomega. 2014.

6.3- ARTICULOS Y PUBLICACIONES ONLINE

- Sergio Juniors Shwoihort. Facultad de Derecho y Ciencias Sociales y Políticas - Revistas UNNE. “EL FIDEICOMISO: su regulación en el Derecho Argentino y las ventajas de la securitización de créditos por medio del fideicomiso financiero.
 - <https://www.bcba.sba.com.ar/capacitacion/invertir/en-que-invertir/fideicomisos-financieros/>
 - <https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/Informes>
 - Fuente: Revista “CEO ARGENTINA”, PriceWaterhouseCoopers. Año 3. N° 6. 2007
 - Rodolfo Papa (2008). “Consideraciones jurídicas sobre la evolución del fideicomiso en Argentina”
 - Pertierra Cánepa, Francisco María (2016): Fideicomiso: Vehículo óptimo para que las Pymes y los inversores participen en el moderno Mercado de Capitales, Serie Documentos de Trabajo, No. 584, Universidad del Centro de Estudios Macroeconómicos de Argentina (UCEMA), Buenos Aires.
 - <https://www.gestiopolis.com/fideicomiso-en-el-derecho-argentino/>
-