

# Análisis del fideicomiso y la titulización de activos

*Hugo Oscar Martínez<sup>1</sup>*

**Resumen.** Exponer los beneficios de la titulización de créditos, resaltando la figura del Fideicomiso en sus distintas formas, manifestar los aspectos legales del mismo, y ejemplificar en el “Caso Bonesi” como la cara negativa de todo lo expuesto ante el concurso o quiebra de uno de sus actores.

## Desarrollo

El presente trabajo tratará de explicar los distintos actores que intervienen en los depósitos efectuados en las Entidades Financieras a corto y mediano plazo, con los préstamos que ellas otorgan a largo plazo, y que deben “calzarse” entre sí para el normal funcionamiento de las mismas, con la posibilidad de realizar operaciones interrelacionadas con los Mercados de Capitales.

La intervención de los Mercados de Capitales posibilita a los Bancos y Entidades Financieras, la permanente renovación de sus recursos prestables, única forma de expandir la base del crédito, y que el ciudadano común pueda entre otras necesidades a cubrir, acceder a la compra de electro domésticos para su hogar, y como aspiración mayor a la de su propia vivienda.

Voy a mencionar ahora a otro actor de papel más que importante en la intermediación del crédito, ocupado por los mercados de “titulización” que concentra una gran cantidad de activos (cupones de tarjetas de créditos / hipotecas) que está representado por Títulos que tienen el derecho a recibir flujos de fondos provenientes de esos mismos activos, de modo que puedan participar los pequeños ahorristas que financian a ciudadanos comunes como ellos, compradores todos de bienes que implican desembolsos importantes de dinero.

Lamentablemente en nuestro país la compra de viviendas para la gran mayoría de las familias, es el mayor sacrificio económico que deben efectuar para obtener la posesión más valiosa de su patrimonio, y la única manera hoy por hoy de efectuarlas, implica una operación de contado.

En sociedades más avanzadas, si no se dan las situaciones anómalas que produjo la burbuja inmobiliaria que trajo incertidumbre financiera a las grandes economías del mundo, el crédito hipotecario ha financiado la compra tradicional de la vivienda.

La acumulación de buenas hipotecas o créditos bastante seguros de cobrar, hizo participar a los Mercados de Capitales que se basaron en los flujos de fondos que generan dichos activos a recuperar en el mediano y largo plazo, y que al

---

<sup>1</sup> [mmarce@fibertel.com.ar](mailto:mmarce@fibertel.com.ar)

convertirse en recuperables en el corto plazo, facilitan otorgar nuevos créditos para realizar otras compras similares a los activos que las precedieron.

De esta forma tenemos la “Titulización” o “Securitización” de activos que toman los Mercados de Capitales, con colocaciones de Bonos para sus ahorristas, respaldados por un Fideicomiso de hipotecas o cupones de tarjetas de crédito, en concordancia con los requerimientos que dichos mercados efectúan.

Conocidos por todos la desconfianza que hoy generan los valores de las propiedades, y la debacle financiera ocasionada por la sobrevaloración de las mismas, existe una contradicción con el término “Fiducia” (Confianza), de donde deriva como ya mencioné el instrumento “Fideicomiso”, y que es el motor para la realización de operaciones de créditos a mayor plazo, y en especial, con el cumplimiento de los derechos y obligaciones que se generan entre todas las partes intervinientes.

El Fideicomiso se define como un contrato que instrumenta una entrega de bienes en “Fiducia” (Confianza) de uno o más Fiduciantes a un Fiduciario, para llevar adelante una serie de acciones que se definen en el objeto del Contrato de Fideicomiso, con un plazo estipulado, donde una vez finalizado debe hacer entrega del Patrimonio Fideicomitado a los Fideicomisarios designados en el mismo contrato.

Además pueden existir Beneficiarios que tendrán derechos a los beneficios durante toda la vigencia del fideicomiso.

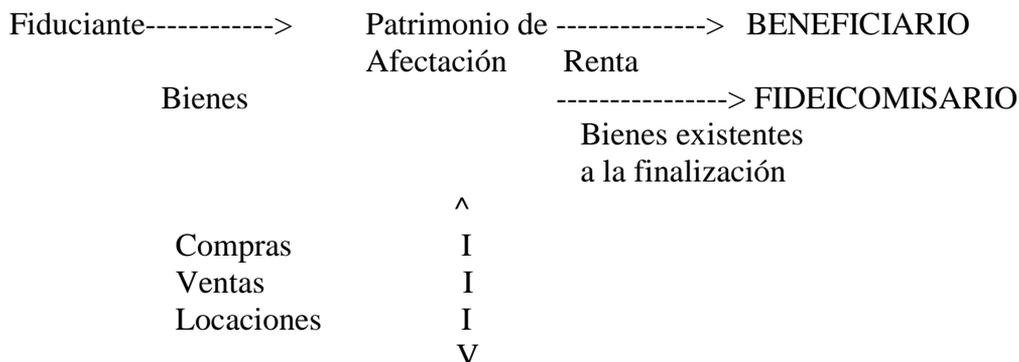
Pasaré a mencionar algunos aspectos importantes del Fideicomiso:

- a) La quiebra del fiduciario no afectará al Fideicomiso (**al final haré mención al conocido “Caso Bonesi”**).
- b) La figura del Fideicomiso debería ser neutral desde el punto de vista impositivo.
- c) Los Títulos emitidos contra la propiedad en Fideicomiso deberían gozar de ciertos beneficios impositivos.
- d) No se necesitará notificar al deudor cuando los préstamos fueran transferidos al Fideicomiso.

A partir de enero/95 rige en nuestro país la Ley 24.441 que, entre otros aspectos regula la figura del Fideicomiso.

**FIDEICOMISO**

Fiduciario



**TERCEROS**

El Fideicomiso no debe inscribirse en le IGJ, ya que no implica asociación de individuos, ya que es un **contrato**, donde la propiedad de la cosa la tiene el Fiduciario.

Si nos detenemos en un Fideicomiso de Garantía, donde una Entidad Financiera le otorga un crédito hipotecario a un cliente, la garantía es la constitución del Fideicomiso sobre el inmueble propiedad del deudor, la entidad oficia de Fiduciario.

**Fideicomisos de construcción**

Hoy tenemos muy difundida la figura del Fideicomiso de Construcción al Costo, donde los Fiduciantes aportan los fondos para la compra del terreno y la construcción de un edificio, adjudicándose posteriormente las unidades construidas, por lo que reúnen la calidad de Fiduciantes / Beneficiarios.

Como el Fideicomiso adjudicará al costo a los Fiduciantes / Beneficiarios los departamentos construidos, no reúne la característica de “empresa constructora” de acuerdo al art. 4 inc d de la Ley de IVA, por lo que no se produce el hecho imponible del art. 3 inc. b).

Tampoco en este caso hay fines de lucro para considerarlos sujetos del impuesto a las ganancias.

En la medida que el Fideicomiso actúe como empresa constructora y los adjudicatarios fueran terceros ajenos a este, el hecho imponible se genera en cabeza del Fideicomiso, quien tiene la obligación de inscribirse en ambos impuestos (IG e IVA) ya que si persigue un fin de lucro.

Si en cambio resultara un Fideicomiso organizado en Condominio donde los Fiduciantes / Beneficiarios se adjudican las unidades, las mismas no resultan alcanzadas, salvo en caso de venta por parte de algún Fiduciario, correspondiendo

gravarse con IVA y en el IG o ITI de resultar ser persona física donde el inmueble no estuviera afectado a su actividad.

La base imponible siempre está representada por los aportes del fiduciante, siempre que no exista cesión de boleto.

### **Contrato de fideicomiso celebrado con una entidad financiera del exterior**

Cuando se crea un Fideicomiso (con fondos hipotecarios), donde un Banco del exterior actúa como Fiduciario, el Banco Nacional actuará como Fiduciante, y hasta la fecha de pago como Beneficiario y Fideicomisario.

Esta operación consta de dos partes:

- La cesión de créditos al Fideicomiso;
- La emisión de Títulos de Deuda y Certificados de Participación garantizados por los bienes citados.

Como ya mencionara anteriormente, hasta la fecha de pago (emisión de los Títulos), la Entidad Financiera local será el único Beneficiario y Fideicomisario del Fideicomiso, y a partir de la fecha de pago los Beneficiarios serán los tenedores de los Títulos de Deuda y Certificados de Participación que se emitan.

Debemos tener en cuenta que la transmisión de los bienes del Fiduciante al Fiduciario se realiza a título de confianza y no a título oneroso o gratuito.

La transferencia Fiduciaria de los créditos a una entidad extranjera no posee carácter oneroso ni gratuito. El Fiduciario no ha abonado precio alguno por la adquisición de los activos financieros. La transferencia entonces, ha sido realizada a título fiduciario, de confianza.

Siguiendo tal premisa, debemos entender que la actividad del Fiduciario será la de “vehículo”, es decir, cumplimenta el aislamiento de activos Fideicomitados, y por otro lado emite Títulos de Deuda y Certificados de Participación garantizados con dichos activos.

Tal actividad será compensada con el pago de honorarios en virtud del contrato celebrado con la entidad financiera nacional.

### **Aspectos legales de la titulización**

El tema de la Titulización o Securitización de créditos ha pretendido el desarrollo de una técnica de ingeniería financiera para promover en el país un mercado secundario de activos, motivados en primer lugar por la necesidad de fondearse a bajo costo para encarar programas de financiamiento que insumen el desembolso de cuantiosas sumas, y líneas de financiamiento intermedio.

El gran capital inmovilizado que poseen los Bancos en su cartera de préstamos, amerita la Titulización como forma de obtener la liquidez a través de los recursos que se reciban por la colocación de los Títulos Securitizados en el Mercado de Capitales.

#### IV – Cuestiones Societarias y Concursales

El proceso de Titulización se retroalimenta, puesto que los fondos obtenidos por la colocación de los Bonos en los Mercados de Capitales serán reinvertidos en la generación de nuevos créditos, los que a su vez serán transferidos a Fondos Fiduciarios para servir de garantías de nuevas emisiones respaldadas en esos mismos activos financieros.

Así deviene un proceso continuo de obtención de fondos líquidos para la generación de créditos con destino a su posterior Titulización.

Conceptualmente la “Titulización” / “Securitización” ha sido definida como el proceso consistente en hacer que distintos activos, considerados tradicionalmente como ilíquidos y por lo tanto de baja rotación, puedan ser objeto de transacción en los mercados organizados de valores.

Básicamente la Titulización propende al proceso de convertir los flujos de fondos originados por activos ilíquidos en Títulos Valores que se puedan colocar entre inversores.

Importa para la correcta implementación del proceso, agrupar y afectar un conjunto de activos financieros cuya característica principal es la homogeneidad, a la creación de Títulos Valores (Bonos) a ser colocados entre inversores individuales o institucionales, de manera tal que el flujo de fondos provenientes de estos activos se someta al pago del capital y de la renta de los Títulos colocados.

Para ello resulta imprescindible aislar el patrimonio a Securitizar como una forma de evitar los riesgos de insolvencia que pudieran pesar sobre los titulares de los activos respectivos.

El mecanismo de aislación patrimonial generalmente utilizado consiste en transmitir los activos a Securitizar a un “vehículo” que opera como una suerte de intermediario entre los bancos dueños de los créditos y los inversores.

La modalidad de resguardo de ese patrimonio a ser transmitido, consiste en traspasar la Propiedad Fiduciaria de los bienes a un Fideicomiso (Trust, en su denominación inglesa), que emitirá los Títulos a colocar en los Mercados de Capitales.

El Fiduciario –cesionario de los bienes Fideicomitidos- es el titular del patrimonio transmitido durante toda la vigencia del contrato de Fideicomiso.

Por su parte, serán los tenedores de los Títulos los Beneficiarios del Fideicomiso, por lo que el flujo de caja que ingresa al Fideicomiso, proviene del pago del capital, intereses, precancelaciones, etc. de los créditos transferidos al Trust, deberá ser luego afectado al pago de las amortizaciones e intereses de los Títulos colocados.

La ventaja evidente de la Securitización es la de propender a desarrollar nuevos mecanismos financieros que permitan estructurar las condiciones necesarias para generar nuevas alternativas de financiamiento, tendientes a producir un abaratamiento en el costo del crédito.

Permite la liberación de capitales, la movilización de activos financieros, el mejoramiento de la rentabilidad sobre activos y capitales y la racionalización y diversificación del riesgo crediticio.

## Actores

En el proceso de Securitización de activos, deben necesariamente ser analizados con detenimiento diversos aspectos que hacen a la comprensión integral del negocio a encarar, de los beneficios que de él pudieran surgir, y que se vinculan con la estructura jurídica de los contratos a suscribir, merituada a la luz de la legislación vigente:

- Los aspectos tributarios y contables.
- La calidad de los créditos Securitizables.
- Los riesgos de la operación y su calificación por una empresa especializada.
- La estructura financiera del negocio.
- La modalidad de emisión (clases y tipos de Bonos, preferencias, etc.).
- La colocación.

En este contexto son distintos los actores que participan del procedimiento:

- Los Bancos y Entidades Financieras que analizan al deudor, conforman su carpeta y constituyen y otorgan los créditos que serán objeto de la Titulización.
- El administrador (**Servicer**) que se encarga de la administración de los créditos, ejerciendo la cobranza y remesa de los fondos, atendiendo las cancelaciones, citaciones y ejecuciones del deudor.
- El Fiduciario (**Trustee**) que es el encargado de recibir la propiedad Fiduciaria de los activos transmitidos, actuando en consecuencia como “vehículo” de aislación patrimonial.
- El encargado de realizar el “**due diligence**” que deberá revisar cada carpeta de crédito con el objeto de verificar la correcta tarea de originación y, por ende, la calidad de los activos Titulizables.
- El emisor encargado de emitir los Títulos garantizados con los activos financieros.
- Las agencias calificadoras de riesgos, encargadas de determinar el riesgo de la emisión, con fundamento en brindar a los inversores una calificación que permita ponderar el grado de calidad de los activos respaldatorios de los Títulos emitidos;
- El colocador “**underwriter**” que es quien asume la tarea de colocación de los Títulos en el Mercado de Capitales, ya sea entre inversores individuales o institucionales, por oferta pública o privada, vinculándose con el emisor a través de un contrato de “**underwriting**”.
- El Administrador General (**master servicer**) que tiene a su cargo la responsabilidad general de fiscalizar la administración de los créditos cuya propiedad Fiduciaria se haya transferido al fondo Fiduciario, centralizar la

#### IV – Cuestiones Societarias y Concursales

recaudación, remesar al Fiduciario las sumas recaudadas y verificar el cumplimiento por parte de los administradores de sus obligaciones.

Para finalizar, traeré los antecedentes del “**Caso Bonesi**” para que tengan en cuenta la importancia del agente de cobro en los Fideicomisos Financieros, y se den una cabal idea de que **todavía falta mucho por escribirse** en los temas acá desarrollados:

Qué sucedería en el caso de un concurso o la quiebra del agente de cobro (y a su vez Fiduciante) de un Fideicomiso Financiero de Consumo.

Debería descartarse tal posibilidad de acuerdo al **artículo 14 de la Ley 24.441**, el cual dispone que “Los bienes Fideicomitados constituyen un patrimonio separado del patrimonio del Fiduciario y del Fiduciante”, y también me pregunto si no sería obligación del Fiduciario presentarse en el concurso preventivo del Fiduciante.

En el “**Caso Bonesi**” el Rol del Administrador / Agente de Cobro en el Fideicomiso Financiero, como en todos los Fideicomisos Financieros de Consumo, se transfiere al Fideicomiso créditos de consumo originados en pesos por el Fiduciante (en este “Caso Bonesi”), instrumentándose mutuos y pagarés por el valor de los mismos a la fecha de corte, que es la es la fecha a partir de la cual se asignará el Flujo de Fondos Teórico al Fideicomiso.

Por ende, la recaudación del cash flow resulta fundamental a los efectos del pago de los valores Fiduciarios oportunamente emitidos y colocados bajo el régimen de Oferta Pública de acuerdo al **artículo 19 de la Ley 24.441**.

De ello se desprende que cuando se designa a quien debe llevar adelante esta tarea (Administrador o Agente de Cobro), hay que privilegiar los antecedentes de semejante responsabilidad, so pena de que suceda lo que se relata a continuación.

En el Prospecto de Emisión del Fideicomiso Financiero “**Bonesi XXII**”, se designa al propio Fiduciante como administrador del Patrimonio Fideicomitado, habida cuenta de la experiencia y conocimiento de esta la cartera a Fideicomitir, y se le impone la obligación semanal de depositar la cobranza efectuada en la cuenta Fiduciaria dentro de los 2 días hábiles posteriores a la finalización de la misma.

Entonces la pregunta es: que pasaría si el Administrador se concursara o quebrara, y peligrara la posibilidad de mitigar el riesgo generado por el incumplimiento de las obligaciones de depósito de las sumas cobradas por el Fiduciante / Administrador.

Si bien el prospecto prevé esta posibilidad y le asigna la facultad de removerlo ante este evento, o por caso si incumpliera con la obligación de depósito de las sumas cobradas, la realidad dice que **Bonesi** fue concursado y removido en cu cargo como Administrador por incumplimiento del depósito.

Con fecha 13 de abril de 2009 el **Fiduciario Standard Bank** informó a la CNV que tomó conocimiento que **Bonesi presentó su concurso preventivo**.

Adicionalmente, solicitó una medida cautelar ante el juez concursal a los efectos de “requerir el depósito de las cobranzas derivadas de los créditos cedidos a los Fideicomisos Financieros y retenidas ilegítimamente por **Bonesi S. A.**, y el cese de retención de futuras cobranzas de iguales características”.

El Fiduciario convocó a Asamblea de Beneficiarios, donde se resolvió la remoción de **Bonesi S. A.** como administrador de los créditos Fideicomitados, como también una acción penal contra el Administrador; y el paso a un cuarto intermedio para designar nuevo Administrador, siendo designado Pago Fácil.

En síntesis, ocurrió que el Administrador se concursara, retuviera fondos del Fideicomiso y el Fiduciario tuviera que acudir ante el juez concursal.

De este modo, además del riesgo de concurso del Fiduciario, se genera el riesgo de concurso del Fiduciante / Administrador para el caso que no obrara de acuerdo a la Ley y no transfiera la cobranza respectiva.

Como dije en repetidas oportunidades, el Patrimonio Fideicomitado representa un activo separado de los bienes del Fiduciante y del Fiduciario, pero también puede ocurrir que hasta tanto el Administrador cumpla con la obligación de depósito de las sumas cobradas en la cuenta Fiduciaria, se encuentra en posesión efectiva de los fondos, y existe la posibilidad que incurriera en una retención indebida de los mismos, tal como resulta de lo acontecido en el caso bajo análisis, **que derriba todo lo hasta acá mencionado.**

Para finalizar, si bien el concurso o la quiebra del Administrador es un hecho poco probable, por imperio del artículo 1° de la Ley 24.441 este rol debería ser asumido personalmente por el Fiduciario, sin posibilidad de delegación alguna, por lo que estimo prudente que en las emisiones se establezca en los prospectos que el Fiduciario asuma este rol.