

Universidad Abierta Interamericana



Facultad de Ciencias Empresariales

Sede Rosario - Campus Pellegrini

Carrera Licenciatura en Ingeniería Comercial

Tesina Título

Análisis del Fideicomiso Financiero (FF), y su impacto como herramienta de financiamiento en empresas Argentinas del rubro “venta de artículos para el hogar”

Alumno: Sebastián Darío Rivero. sebadrivero@hotmail.com
Domicilio: Corrientes 950 P. 11 Dpto. B - Rosario
Teléfono: 0341-152028222
Tutor: Lic. Santiago Tamous

Julio 2009

Agradecimientos

A Marina, mi amor necesario, por su colaboración y apoyo, que me brindó siempre.

Al profesor Santiago Tamous, por su tiempo dedicado a la realización de este trabajo.

A mis compañeros de facultad Pedro y Diego, partes importantes en mi desarrollo como alumno universitario, con quienes compartimos muchas horas de estudio.

Índice

	Página
Introducción _____	6
Capítulo I	
“Origen, Reglamentación y Teoría del Fideicomiso Financiero”	
1.1 – Origen y definición del término Fideicomiso _____	8
1.2 - Marco Conceptual:	
El sistema financiero y la interacción entre los diversos participantes ____	9
1.3 – Marco teórico del funcionamiento del Fideicomiso _____	11
1.3.a) La titulización de Activos _____	11
1.3.b) El fideicomiso financiero como vehículo para la titulización _____	13
1.4 – Las partes en el Fideicomiso Financiero _____	13
a) El Fiduciario _____	13
b) El Fiduciante _____	15
c) Los Beneficiarios _____	15
d) El Fideicomisario _____	16
1.5 – Participantes secundarios _____	16
1.6 – El contrato de Fideicomiso Financiero _____	18
1.6.a) Contenido _____	18
1.6.b) Los valores fiduciarios _____	18
1.6.c) Las condiciones generales de emisión _____	19
1.7 – Tratamiento Contable _____	20
1.8 – Comentario final del capítulo _____	21

Capítulo II

“Surgimiento del Fideicomiso Financiero en Argentina. Análisis mediante gráficos y tablas de su evolución”

2.1 – Surgimiento del Fideicomiso Financiero en Argentina	22
2.2 – Tablas y gráficos referidos al financiamiento mediante Fideicomisos	
Financieros.	23
2.2.a) Financiamiento Año 2006	23
2.2. a.1) Activos subyacentes año 2006	24
2.2.b) Financiamiento Año 2007	24
2.2. b.1) Activos subyacentes 2007 vs. 2006	25
2.2.c) Financiamiento Año 2008	26
2.2. c.1) Activos subyacentes 2008 vs. 2007	26
2.3 – Comentario final del capítulo	28

Capítulo III

“Ventajas en la gestión financiera de las empresas a través del Fideicomiso Financiero”

3.1 – Concepto de titulización.	29
3.2 – Análisis de las ventajas en el uso del fideicomiso financiero, como fuente de financiamiento.	29
• <i>1er Supuesto: el uso del Fideicomiso Financiero aumenta el grado de liquidez de los activos de la empresa.</i>	29
• <i>2do Supuesto: Estimula el crédito de largo plazo.</i>	30
• <i>3er supuesto: Mejora en la administración del capital de trabajo.</i>	30
3.2.a) Análisis de supuestos y consecuencias en la rentabilidad	32
• <i>4to supuesto: el rendimiento del activo fideicomitado está apalancado con relación a su costo de oportunidad.</i>	33

- *5to supuesto: La titulización otorga la posibilidad de mejorar la solvencia y por contraposición el endeudamiento de la empresa.* _____33

3.3 – Ventajas según Mario Oscar Kenny _____34

3.4 – Cumplimiento de los supuestos. _____34

3.5 – Contraste con la realidad. Empresas GARBARINO y FRÁVEGA. ____35

3.5.a) GARBARINO. Breve descripción de la compañía _____35

3.5.b) FRÁVEGA. Breve descripción de la compañía _____36

Capítulo IV

“Hecho relevante en Argentina”

4.1 – Hecho relevante en Argentina. Caso BONESI. _____38

Conclusión de Tesina _____41

Bibliografía _____44

Anexos

Anexo 1: Caso hipotético: Empresa Mejorconfidei.

Estado de Situación Patrimonial y de Resultado _____46

Anexo 2: Resumen, Estados de Situación Patrimonial

y de Resultados, empresa GARBARINO. _____47

Anexo 3: Resumen, Estados de Situación Patrimonial

y de Resultados, empresa FRÁVEGA. _____48

Anexo 4: Ley 24.441.

Financiamiento de la vivienda y la construcción. _____49

Introducción

En los últimos cinco años, empresas Argentinas dedicadas a la venta de artículos para el hogar, han optado por celebrar numerosos contratos de Fideicomiso Financiero en la búsqueda de fondos para financiarse, encontrando resultados muy provechosos.

En nuestro país, dicho contrato se fundamenta en la ley 24.441, que en su primer artículo dice: “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 fideicomitente”. La reglamentación y forma de este contrato, se expondrán y explicarán en el primer capítulo del presente estudio.

Luego del default declarado en Enero de 2002, la figura del Fideicomiso Financiero se fue acrecentando en el mercado Argentino, tornándose una herramienta alternativa de inversión y financiamiento fuertemente aceptable.

Nuestro propósito es ahondar sobre este tema, pero desde una perspectiva poco vista o estudiada: **la implicancia financiera**. Decimos esto, porque gran parte de la bibliografía que se encuentra sobre Fideicomisos¹, trata sobre los aspectos legales del contrato, de derechos y obligaciones de las partes y demás disposiciones jurídicas que recaen sobre lo mismo.

Por ello, el objetivo principal de la investigación, se enfocará en tratar de determinar los beneficios que puedan alcanzar las empresas del rubro “Ventas de artículos para el hogar”, que se fondean con Fideicomisos Financieros.

Nos planteamos entonces, la siguiente **hipótesis**: *“la utilización del fideicomiso financiero, provoca un impacto favorable en la gestión financiera de las empresas del rubro ventas de artículos para el hogar”*

Para analizar la presente hipótesis, tomamos en cuenta estos particulares objetivos de estudio:

- Determinar la modalidad en que las empresas constituyen un Fideicomiso Financiero.
- Observar la evolución y composición de los Fideicomisos Financieros durante los últimos tres años
- Analizar, cómo las empresas utilizan la figura del fideicomiso en sus gestiones financieras.
- Detallar las ventajas que trae aparejado el uso de esta herramienta financiera.

- ¹Kiper, Claudio y Lisoprawski, Silvio. Obligaciones y responsabilidades del fiduciario. Depalma, 1999.

- López de Zavalía, Fernando. Fideicomiso. Leasing. Letras hipotecarias. Ejecución hipotecaria. Contratos de consumición. Zavalía, 1996

- Malumiám, Nicolás; Diplotti, Adrián y Gutiérrez, Pablo. Fideicomiso y securitización. La Ley, 2001

- Establecer la situación de las empresas del rubro, una vez acontecida la crisis financiera en Octubre de 2008

La metodología se va a centrar en explicar a través de casos y ejemplos, cómo las empresas del rubro, que optan por el Fideicomiso Financiero, manifiestan un perfeccionamiento en sus ratios. Desarrollaremos un estudio cuali-cuantitativo, donde expondremos diversas variables numéricas como ratios, razones de liquidez, capital de trabajo, apalancamiento; y revelaremos el efecto que causa el buen resultado de las mismas a la imagen de las empresas frente a posibles inversores de éstas.

Aplicamos el estudio, a todas las empresas Argentinas del rubro “Venta de artículos para el hogar” que hayan emitido a través de un Fideicomiso Financiero, certificados de participación y títulos de deuda en los últimos tres años con oferta pública. Del total seleccionamos dos empresas de gran trayectoria (más de 10 años) en el mercado, como son GARBARINO y FRÁVEGA, las cuales han constituido más de veinte series de Fideicomisos Financieros durante el período analizado.

La muestra que se toma es intencional, y se apoya para su justificación, en la elección de las dos principales empresas del rubro, que nacieron como pequeñas empresas y que en el presente, evidencian un notable crecimiento económico y una eficiente gestión financiera en sus estados contables.

Presentaremos nuestra conclusión y exhibiremos un caso relevante, de una empresa del rubro, que podría cambiar la práctica en el uso del fideicomiso financiero debido al mal manejo de esta herramienta en épocas de crisis.

Lo que motivó la elección de este tema, es el interés hacia las finanzas y el deseo de analizar y descubrir, todas las ventajas económicas que se desprenden de este tipo de contrato.

Para ser más precisos la idea es que esta investigación tenga un alcance social considerable que sirva de ayuda a las empresas, para tomar decisiones de financiamiento a la hora de elegir entre las distintas alternativas que ofrece el mercado.

Capítulo I

“Origen, Reglamentación y Teoría del Fideicomiso Financiero”.

El presente capítulo aborda el origen del Fideicomiso y su adaptación a las necesidades jurídicas de la sociedad como alternativa de contratación.

La interacción entre los diversos participantes en el sistema financiero dio lugar al uso de este tipo de contrato, el cual se articula, dependiendo de los objetivos que tengan las partes y la reglamentación que imponga la ley.

Proporcionamos entonces, un análisis de los términos utilizados en todo contrato de Fideicomiso, para comprender la formalidad de su concepción, los derechos y obligaciones de las partes y el tratamiento contable de quien lo utiliza.

1.1 – Origen y definición del término Fideicomiso

El término fideicomiso tiene su origen etimológico en las palabras *fides* (fe) y *comitio* (comisión o encargo), reflejando que se trata de una operatoria basada fundamentalmente en la confianza.

Comenzó a ser utilizado en la antigüedad con el objetivo de salvar impedimentos legales existentes en la época y poner a resguardo ciertos bienes o darles un destino diferente, siendo la confianza el único fundamento que lo movilizaba. El fideicomiso se utilizaba, por ejemplo, en la Antigua Roma, para transferir un bien como garantía de pago de una deuda o cuando las personas se ausentaban temporalmente (caso guerras o viajes) y la transferencia del bien se realizaba para disfrute y uso gratuito por parte de un tercero, que era el beneficiado. También se utilizaba el llamado Fideicomiso Testamentario, para dar diferentes destinos a las herencias en base a la voluntad del testador y superar las trabas existentes en el derecho romano. El objetivo era beneficiar a fieles colaboradores y esclavos, hijos ilegítimos, amantes, etc.

El Fideicomiso se traduce entonces, en un encargo que una persona le hace a otra y que se plasma en un contrato de carácter jurídico con un fin específico, en el que intervienen tres sujetos principales: el fiduciante y el fiduciario como partes, y el/los beneficiario/s; donde la causa de la constitución, radica en la búsqueda de una gestión de confianza respecto de un bien, procurando un beneficio personal o para un tercero, que puede variar según sea: para asegurar el cumplimiento de una obligación, obtener una renta de ese patrimonio, o cualquier otra razón que lo impulse.

A fines de los sesenta, se encuentran los primeros antecedentes de titulación de hipotecas a manera de títulos valores de deuda, en Estados Unidos. También en Latinoamérica existen antecedentes de la utilización del fideicomiso, como instrumento de canalización de ahorros hacia actividades productivas y el fondeo de líneas de crédito de diversa índole permitiendo un amplio panorama de acciones.²

En Argentina el artículo 1 de la ley 24.441 dice: “Habrà fideicomiso cuando una persona (fiduciante) transmita la propiedad fiduciaria de bienes determinados a otra

² Tamous, Santiago. *Financiamiento de PYMES: Aplicabilidad del Fideicomiso Financiero*. Proyecto Trabajo Final, Facultad de Ciencias Económicas - U.N.R. Rosario. Argentina. Pág. 29

(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 fideicomitente”.

Según Mario Oscar Kenny todos los bienes, cualquiera fuere su naturaleza, que puedan integrar el patrimonio de una persona física o jurídica, a condición de que estén en el comercio, son susceptibles de fideicomitirse.

A modo de ejemplo: 1) cosas (inmuebles, muebles o semovientes) sobre las que se constituye un dominio o condominio fiduciario; 2) derechos de propiedad en sentido estricto que no recaen sobre cosas (marcas y designaciones, patentes de invención, diseños industriales, propiedad intelectual); 3) derechos de propiedad que recaen una universalidad (fondos de comercio); 4) propiedad minera; 5) títulos cambiarios (pagaré, letras de cambio, cheque, cheque de pago diferido, factura de crédito, cobranza bancaria de factura de crédito); 6) valores negociables (acciones, obligaciones negociables, valores fiduciarios, cuotapartes de fondos comunes de inversión, valores públicos); 7) derechos reales distintos del dominio (usufructo, uso, anticresis, superficie forestal); 8) derechos personales de crédito o relativos al uso o explotación de bienes (concesiones, locación de cosas, leasing)³.

1.2 - Marco Conceptual

El sistema financiero y la interacción entre los diversos participantes.

Cuando hablamos de sistema financiero debemos nombrar, en principio, a los diversos actores que participan en él. Entre ellos se encuentran los mercados de capitales, los intermediarios financieros, las empresas de servicios y otras instituciones, que tienen como fin, llevar a la práctica decisiones de financiamiento para individuos, empresas y gobiernos.

Los mercados de capitales están conformados por las Bolsas de Comercio y los Mercados Extrabursátiles, además de los intermediarios financieros no bancarios que forman parte de estos.

Los bancos, las compañías de inversión y las compañías de seguro, forman parte de los denominados intermediarios financieros, ofreciendo productos tales como cuentas, préstamos comerciales, hipotecas, fondos de inversión y una amplia gama de contratos de seguros.

Todos integran un sistema financiero que actualmente se encuentra globalizado y que permite la interacción entre los diversos participantes de distintos países.

La intermediación financiera supone la existencia necesaria de un agente, intermediario financiero, que toma los activos de otro, excedentario de fondos, y los canaliza vía préstamos, hacia los agentes deficitarios de activos. El principal objetivo del intermediario, es justamente simplificar la administración o actividad financiera para ambos agentes (deficitario y superavitario), ya que éste, cuenta con la estructura

³ Kenny, Mario Oscar. Titulización y Fideicomiso Financiero. 2da.edición. Errepar, Buenos Aires 2005

necesaria para cumplimentar las funciones relacionadas a la colocación y recupero de fondos.

Cuando hablamos de desintermediación financiera, el agente económico excedentario en fondos se vincula directamente con el agente deficitario y asume el riesgo específico implícito en el título valor oportunamente cedido con motivo de la transferencia de fondos realizada entre ellos.⁴

Para precisar esto, nos enfocaremos en el siguiente gráfico de flujos de fondos.

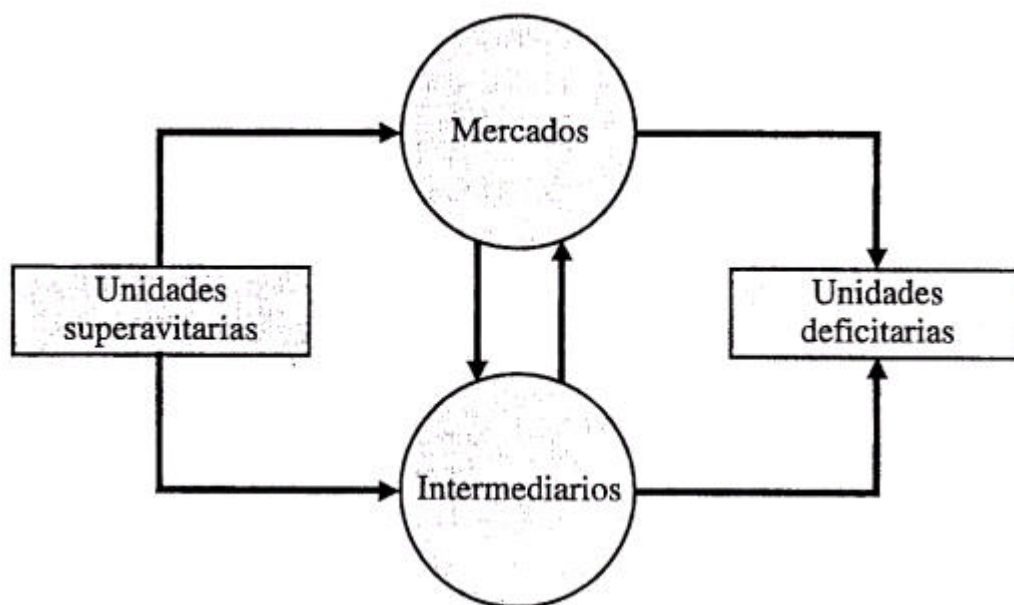


Gráfico 1. Flujo de fondos⁵

En el sistema financiero, los fondos fluyen desde las unidades superavitarias hacia aquellas que requieren de dichos fondos (unidades deficitarias). Para que el sistema funcione eficazmente, dichos fondos son administrados por los ya nombrados actores que pueden ser intermediarios financieros o mercados (desintermediación) financieros.

Por ejemplo, si un individuo u agente (unidad superavitaria) decide comprar acciones de una empresa (unidad deficitaria), la estará abasteciendo de fondos a través de los mercados primarios de valores. En este caso, el agente económico excedentario en fondos se vincula directamente con el agente deficitario (acto que se vincula a la desintermediación financiera).

En cambio si una persona necesita dinero para comprar una casa, inicialmente recurrirá a un banco en busca de fondos para lograr su objetivo. Este intermediario financiero podrá prestarle el dinero, siempre y cuando cuente con los fondos suficientes, que capta a través de depósitos que realizan las unidades superavitarias.

⁴ Tamous, Santiago. *Financiamiento de PYMES: Aplicabilidad del Fideicomiso Financiero*. Proyecto Trabajo Final, Facultad de Ciencias Económicas - U.N.R. Rosario. Argentina. Pág. 17

⁵ Bodie – Merton. *Finanzas*, primera edición, Pearson Educación, México, 2003, Pág. 23

Existe también la posibilidad, como indica la figura, que los intermediarios canalicen los fondos hacia los mercados. Se da el caso, por ejemplo, de compañías de seguros que invierten los fondos obtenidos de sus clientes en acciones y bonos del mercado primario⁶. Indirectamente los clientes (unidades superavitarias), proveen de fondos, a través de la compañía (intermediario), a las empresas o gobiernos que emiten acciones y bonos (unidades deficitarias).

El caso anterior puede darse a la inversa, los mercados son los que transfieren fondos hacia los intermediarios. Tal es el hecho de compañías financieras que otorgan préstamos a los individuos y que recaudan nuevamente esos fondos a través de la emisión de valores de deuda fiduciaria o acciones en los mercados.⁷

Tanto el primero, como el último procedimiento, tendrán gran influencia en los estudios a realizar para este trabajo de tesina. El ejemplo citado es muy general, pero sirve de base para entender que finalmente no hablamos sólo de un sector, empresa y/o individuo, sino de un conjunto de actores que se interrelacionan directa o indirectamente en un sistema globalizado, y que las decisiones de cada uno, en cuanto a financiamiento, repercutirá en las medidas que tomen los demás

1.3 – Marco teórico del funcionamiento del fideicomiso

1.3.a) - La titulización de activos

Es un procedimiento por el cual un conjunto de activos ilíquidos- reales o financieros- pueden ser transformados en activos financieros líquidos para su negociación en el mercado de capitales, bajo la forma de valores negociables.

Pueden titulizarse tanto activos reales (inmuebles, recursos agrícolas y forestales, ganado, participaciones en proyectos de inversión, etc.) como activos financieros (derechos de cobro en general y valores negociables), como expresamos en el párrafo anterior.

Estos activos o derechos de cobro se agrupan, según ciertas condiciones de homogeneidad, y se transfieren a un patrimonio separado (vehículo) que los representa mediante la emisión de valores mobiliarios, con la intención de adquirir fondos del mercado a cambio de derechos de participación o de crédito sobre esos activos.

El vehículo más utilizado en nuestro país es el fideicomiso, regulado en la ley 24441; más específicamente el fideicomiso financiero.

La forma en que se titulan los activos es la siguiente:

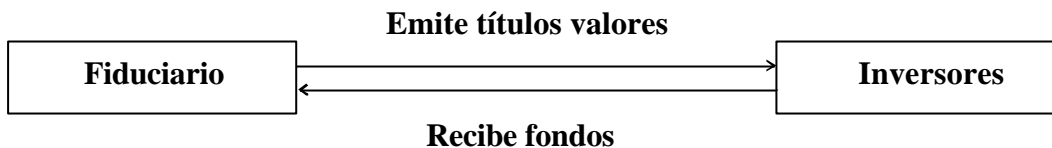
- El titulante u originador (empresa o entidad que busca financiación), retira de su patrimonio los activos a titular y los transfiere a un patrimonio separado llamado vehículo.

⁶ Mercado en el que se venden por primera vez las acciones y obligaciones emitidas por empresas mercantiles y los títulos de la deuda de instituciones públicas.

⁷ Bodie – Merton. Finanzas, primera edición, Pearson Educación, México, 2003, Págs. 22-23



- El administrador o titular del vehículo (Fiduciario) emite valores negociables que, en principio, tienen como única fuente de pago los activos titulizados, y los coloca entre inversores. Para ello será necesario obtener la autorización de oferta pública por parte de la Comisión Nacional de Valores



- Con el producido de la colocación de los valores negociables, se paga al titulizante el precio acordado por los activos.



- Los títulos valores emitidos quedan exentos al riesgo que pueda correr la entidad originante, solo los activos que fueron titulizados representan dicho riesgo. A efectos de mejorar la calidad crediticia de los valores- es decir, reducir su riesgo-, se suelen utilizar dos técnicas: a) la emisión de clases diferentes con derechos específicos (estructura clásica: una clase de valores senior con un derecho de cobro preferente, una clase intermedia - por ende, subordinada al senior- y una clase totalmente subordinada), o b) la emisión de valores por un valor nominal menor al valor de los activos titulizados, lo que genera una sobregarantía que refuerza las posibilidades de pago. El método más usado es el primero.

- En el caso que se emitan distintas clases de valores con estructura senior/subordinada, es normal que la clase subordinada total sea asignada al mismo titulizante o sus accionistas, o a inversores sofisticados que están acostumbrados a tomar riesgos.

- La administración de los activos titulizados generalmente continúan en manos de la entidad titulizante, ya no a título de propietario, sino como agente del fiduciario.

Con el proceso antes descrito, una empresa o entidad obtiene entonces, fondos mediante la colocación de valores, y los activos transmitidos por el originador servirán para pagar a los inversores. Estos, por consiguiente, se preocupan solamente por los flujos de efectivos generados o a generar por los activos titulizados, y poco les importa la situación económica o financiera del originador, salvo en lo que pueda incidir en su desempeño como administrador.

1.3.b) - El fideicomiso financiero como vehículo para la titulación

En cuanto a Fideicomiso Financiero la ley 24.441, en su artículo 19 expresa: “Fideicomiso financiero es aquel contrato de fideicomiso sujeto a las reglas precedentes, en el cual el fiduciario es una entidad financiera o una sociedad especialmente autorizada por la Comisión Nacional de Valores para actuar como fiduciario financiero, y beneficiario son los titulares de certificados de participación en el dominio fiduciario o de títulos representativos de deuda garantizados con los bienes así transmitidos. Dichos certificados de participación y títulos de deuda serán considerados títulos valores y podrán ser objeto de oferta pública. La Comisión Nacional de Valores (C.N.V.) será autoridad de aplicación respecto de los fideicomisos financieros, pudiendo dictar normas reglamentarias”.

El efecto esencial del fideicomiso es la constitución de un patrimonio de afectación con los bienes fideicomitados, que se asignan en propiedad fiduciaria al fiduciario, pero que no integran su patrimonio. En consecuencia, los acreedores de éste no tienen acción contra esos bienes, ni tampoco la tiene los acreedores del fiduciante (pues éste transfirió los bienes por un acto que se reputa lícito, restándolos de su patrimonio), salvo la acción de fraude. En cuanto a los acreedores del beneficiario, éstos podrán cobrarse de los frutos del fideicomiso que corresponda percibir como beneficiario a su deudor, o subrogarse en los derechos del mismo.

El fideicomiso financiero, que solo puede constituirse por contrato, es aquel en el cual los derechos de beneficiario están incorporados en títulos valores o valores mobiliarios, que pueden ser títulos representativos de deuda o certificados de participación.

1.4 - Las partes en el fideicomiso financiero.

a) El fiduciario

El fiduciario es la persona física o jurídica a la que se adjudica la propiedad fiduciaria, a efectos de su ejercicio a favor del beneficiario conforme a la finalidad del fideicomiso.

De acuerdo con el artículo 5 de la ley 24441, en el fideicomiso común, cualquier persona física o jurídica puede actuar como fiduciario, bastando la capacidad para contratar. Sin embargo, para hacer oferta pública de tales servicios- es decir, ejercer dicha actividad de manera constante y generalizada, haciendo publicidad de ello-, deberá ser una entidad financiera habilitada a cumplir esa función o una sociedad inscripta en un registro que lleva la CNV (Registro de fiduciarios ordinarios públicos, según las normas de la CNV)

Derechos y obligaciones del fiduciario

Derechos:

- reembolso de los gastos y retribución
- exigir la transferencia de los bienes a fideicomitir
- disponer de los bienes fideicomitados

- ejercer todas las acciones que correspondan en defensa de los bienes fideicomitidos

Obligaciones:

- adquirir la propiedad fiduciaria:
 - o esta obligación tiene tres aspectos: 1) adquirir efectivamente los bienes a fideicomitir; 2) obtener en su caso las inscripciones registrales pertinentes; y 3) verificar la legalidad extrínseca del acto de adquisición y la situación económica, financiera y patrimonial del fiduciante
- ejecutar los actos tendientes a cumplir los fines del fideicomiso:
 - o el fiduciario recibe el encargo de ejercer la propiedad de los bienes fideicomitidos o a fideicomitir, para el cumplimiento de una determinada finalidad. Esta es su obligación básica.
- rendir cuentas periódicamente de la ejecución del fideicomiso:
 - o de esta obligación, el fiduciario no podrá ser liberado por el contrato (ley, artículo 7). Conforme a la ley, la rendición de cuentas se debe hacer al beneficiario
- mantener separados los bienes fideicomitidos de los suyos propios y de los de otros fideicomisos
 - o contabilidad separada para cada fideicomiso que intervenga
- transferir los bienes fideicomitidos
 - o esta obligación debe cumplirse al término del fideicomiso o en las oportunidades que el contrato indique. La transferencia deberá verificarse a favor del fideicomisario, el que según el contrato podrá ser, alternativa o conjuntamente, un tercero, el beneficiario o el fiduciante.
- pagar los beneficios
 - o los frutos de los bienes fideicomitidos corresponden a los beneficiarios (ley, artículo 15)
- defender el patrimonio fideicomitado
- emitir los valores fiduciarios
- obtener y mantener la autorización de oferta pública

La ley 24.441, en su artículo 6° (sexto) determina que “El fiduciario deberá cumplir las obligaciones impuestas por la ley o la convención con la prudencia y diligencia del buen hombre de negocios que actúa sobre la base de la confianza depositada en él”.

b) El Fiduciante

Normalmente, el titulizante –esto es, la entidad que busca financiarse a través de la titulización- cumple el rol de fiduciante en el contrato de fideicomiso.

El fiduciante o fideicomitente, es el que entrega el bien y establece la restricción referida al destino del mismo una vez concedido al fiduciario, pudiendo así mismo ser el beneficiario con la reversión del dominio o la percepción de la renta o con ambos beneficios integrados. El fiduciante puede ser una persona física o persona jurídica sin que la ley establezca restricciones al respecto solo, que tenga la propiedad del bien y la capacidad de transmitir la propiedad fiduciaria del mismo.

Constituido el fideicomiso financiero y firme la suscripción de los valores fiduciarios, aquél comienza su dinámica propia conforme a la finalidad del negocio, a través de la actuación del fiduciario en interés y beneficio de los beneficiarios. Entonces, el fiduciante pierde todo influjo sobre el contrato, el patrimonio fideicomitado, las facultades, derechos y obligaciones del fiduciario, y los derechos de los beneficiarios. Resulta evidente que estos últimos no pueden depender de la voluntad posterior del fiduciante.

Sin embargo, en la titulización de activos, raramente el fiduciante/titulizante permanece totalmente ajeno al devenir del fideicomiso. Aquél puede reservarse algunos derechos y facultades, cuyo ejercicio deberá adecuarse a la finalidad del negocio y a las condiciones de emisión de valores fiduciarios. También el contrato puede adjudicarle obligaciones. Entonces el agente que se constituye en esta figura en un fideicomiso goza de ciertos derechos y obligaciones que se detallan:

Derechos

- recibir rendición de cuentas (contractual)
- prohibir la transferencia de derechos por parte del beneficiario
- pedir la remoción judicial del fiduciario por incumplimiento
- designar el fiduciario sustituto (contractual)
- ejercer acciones defensivas en sustitución del fiduciario

Obligaciones

- pagar la retribución acordada con el fiduciario
- rembolsar al fiduciario todos los gastos realizados por el

Además, según la normativa de la CNV existen ciertas incompatibilidades entre las figuras de fiduciante y fiduciario (Capítulo XV, artículo 8): a) Acciones comunes no mayores a un 10% del capital accionario, b) Acciones comunes no mayores entre controlantes del fiduciario o del fiduciante, c) la sociedad fiduciaria no puede ser vinculada del fiduciante, d) sociedad fiduciaria vinculada a accionistas con participación de más del 10% del capital del fiduciante.

c) Los beneficiarios

El beneficiario es la persona en cuyo favor se constituye el fideicomiso. Este recibe los bienes fideicomitados o los frutos que esos bienes produzcan. Toda persona puede resultar beneficiaria de un fideicomiso en tanto sea capaz de recibir los bienes. El beneficiario puede ser único o múltiple.

Un aspecto importante es que el fiduciante puede simultáneamente ser el beneficiario del fideicomiso habiéndose designado a sí mismo en el contrato firmado con el fiduciario, así el fideicomiso cumple con la característica de bilateralidad.

d) El fideicomisario

El artículo 1 de la ley 24441 incluye en la definición de fideicomiso al fideicomisario, como posible destinatario de los bienes fideicomitados al vencimiento de un plazo o al cumplimiento de una condición.

De la ley no surge una definición clara de la función del fideicomisario. El concepto sólo cobra relevancia si el acto constitutivo del fideicomiso dispone que todo o parte de los bienes fideicomitados, cumplido un plazo o condición –generalmente, al finalizar el fideicomiso-, deben ser transferidos a una persona que no sea el beneficiario ni el fiduciante. En sustancia, el fideicomisario es también un beneficiario.

1.5 – Participantes secundarios

Toda operación de titulización de activos en la que se utilice como vehículo el fideicomiso financiero tiene como participantes necesarios al fiduciario, a la entidad titulizante –la empresa que se financia a través de esa operatoria y que suele actuar como fiduciante- y a los inversores/beneficiarios.

Ese grupo primario de participantes, comúnmente se amplía cuando hay oferta pública de los valores fiduciarios o cuando la naturaleza del negocio subyacente o de los bienes fideicomitados, hacen necesaria la concurrencia de otras personas (así, el organizador, los colocadores, el administrador, la calificadora de riesgo, auditores contables, auditores técnicos, asesores legales, garantes, agente de registro, agente de pago, etc.)

Rol de algunos participantes secundarios:

a) El organizador

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-, abogados, auditores, asesores impositivos y demás entidades o profesionales que deban participar. El organizador suele actuar también como colocador de los valores fiduciarios.

b) Colocadores

Los colocadores son las entidades encargadas de la comercialización de los valores en el mercado. Conforme a la ley 17811 y a las Normas de la CNV, deberán ser agentes o sociedades de bolsa, o entidades financieras o sociedades inscriptas como agentes de mercado abierto. Si el fiduciario

reuniere alguna de esas calidades, podrá desempeñarse como colocador de los valores emitidos por un fideicomiso de su titularidad.

c) Agente de registro

El fiduciario en cuanto emisor de los valores fiduciarios, puede contratar a otra entidad para llevar el registro de titulares de los valores fiduciarios o escriturales, en caso de no asumir esa tarea por sí mismo.

Conforme a lo dispuesto en el artículo 4 del RTOP, ese agente de registro puede ser una caja de valores o un banco comercial o de inversión.

Es función del agente de registro: a) mantener actualizado el registro de beneficiarios –es decir, de titulares de los valores fiduciarios en circulación-, de los actos de transmisión y constitución de gravámenes sobre tales valores, y medidas cautelares que pudieran afectarlos; y además b) otorgar a solicitud de un titular, los comprobantes de : 1) apertura de cuenta y de movimientos, 2) de titularidad, 3) para asistir a asambleas, o 4) para iniciar acciones legales.

En Argentina es común contratar como agente de registro a la Caja de Valores S.A. de los valores negociables cartulares –representados en láminas individuales o escriturables.

d) Agente de pago

Los pagos que por cualquier concepto correspondan a los valores fiduciarios pueden ser realizados por el mismo fiduciario o por un agente contratado al efecto por éste.

La gestión, muchas veces, está a cargo del agente de registro y, consecuentemente, es habitual que en el país la lleve a cabo la Caja de Valores S.A.

e) Calificadora de riesgo

En el mercado existen empresas dedicadas a la calificación de riesgo, que cumplen un rol significativo, si la intención del originante es conseguir fondos de inversores poco propensos al riesgo.

La calificación da una señal acerca de la capacidad de pago de los emisores de obligaciones negociables u otros valores de renta fija. Su validez descansa en su credibilidad. Se requiere una total independencia de la calificadora así como la ausencia de cualquier interés directo sobre el negocio del originante. En el caso de los valores negociables fiduciarios, no es la situación económica, financiera y patrimonial del emisor el objeto de la evaluación, sino que lo es el conjunto de los bienes fideicomitidos, la propia estructura del fideicomiso.

Conforme al decreto 656/92, los valores se califican en categorías denominadas con las letras A, B, C, D y E.

La calificación A corresponderá a los valores de mejor calidad y más bajo riesgo. En un orden decreciente, la calificación D corresponderá a los valores de menor calidad y mayor riesgo. La calificación E deberá ser conferida a los valores cuyas emisoras no hayan cumplido los requisitos de información necesarios para la calificación de su riesgo crediticio.

1.6 - El contrato de fideicomiso financiero

1.6.a) Contenido

El contrato de fideicomiso financiero deberá contener:

- La individualización de los bienes objetos del contrato. En caso de no resultar posible tal individualización a la fecha de la celebración del fideicomiso, constará la descripción de los requisitos y características que deberán reunir los bienes.
- La determinación del modo en que otros bienes podrán ser incorporados al fideicomiso.
- El plazo o condición a que se sujeta la propiedad fiduciaria.
- El destino de los bienes a la finalización del fideicomiso
- Los derechos y obligaciones del fiduciario y el modo de sustituirlo si cesare.
- Las condiciones de emisión de los valores fiduciarios.

1.6.b) Los valores fiduciarios

Tipo de valores fiduciarios.

La ley prevé la emisión de dos tipos de valores fiduciarios:

- a) los certificados de participación, que son emitidos por el fiduciario, y
- b) los títulos representativos de deuda –también llamados valores de deuda fiduciaria, emitidos por el fiduciante, el fiduciario o un tercero.

Los valores de deuda fiduciaria, en cuanto valores de deuda, dan derecho a la devolución de capital y al pago de un interés, representando este último la retribución de un capital invertido que, en principio, no tiene que guardar relación con la utilidad del fideicomiso.

En cambio, los certificados de participación, al instrumentar un derecho de participación en el patrimonio del fideicomiso, se asimilan a las acciones (en la jerga financiera, se dice que son equity). Tienen derecho al recupero del capital invertido y a las utilidades, conforme al régimen establecido en el respectivo contrato.

La ley no dice expresamente que pueden emitirse distintas clases de valores de deuda fiduciaria, como sí lo hace respecto de los certificados de participación. Artículo 76 de la ley 24441: “Puede convenirse la postergación del derecho de ciertos acreedores hasta el pago total o parcial de otras deudas presentes o futuras del deudor”. Esta postergación del derecho de ciertos acreedores involucra la posibilidad de emitir deuda preferida en relación con otro endeudamiento (denominado deuda senior) y deuda subordinada. Vale decir, crear diferentes tipos de valores de deuda que otorguen diferentes derechos e impliquen diferentes niveles de riesgo y remuneración.

1.6.c) Las condiciones generales de emisión

- Plazo

En principio, el plazo de los valores fiduciarios es aquel en el cual se pagan totalmente los derechos económicos correspondientes (los servicios), se trate del reembolso del capital y/o del pago de utilidades o intereses.

Generalmente, el plazo de los valores fiduciarios coincide con el término de duración del fideicomiso financiero por el cual se emitieron.

- Servicios

Los servicios a favor de los beneficiarios titulares de valores fiduciarios pueden consistir en el pago de:

- a) capital, o reembolso del valor nominal, tanto para los certificados de participación como para los valores de deuda financiera, o
- b) intereses, tratándose de valores de deuda fiduciaria, o
- c) utilidades (dividendos), tratándose de certificados de participación.

Los servicios pueden pagarse íntegramente a la finalización del plazo- valores fiduciarios cupón cero- o en forma parcializada, en cuyo caso cada cuota puede representar solo un concepto (capital, intereses o utilidades) o involucrar capital y renta.

Existen diversas modalidades para el pago de servicios en cuotas periódicas, independientemente del concepto al que se imputen:

- 1) Cuotas iguales, en monto y en periodicidad
- 2) Cuotas desiguales, en monto y/o en periodicidad
- 3) Cuotas flotantes, cuando el emisor se reserva el derecho de adicionar a las cuotas convenidas (iguales o desiguales) un plus a efectos de reducir el monto de las cuotas futuras o acelerar la cancelación total de los valores fiduciarios.

Los valores de deuda fiduciaria pueden pagar un interés fijo o variable, o una combinación de ambos, generalmente expresado como una tasa nominal anual. El interés variable puede referir a una tasa de mercado o al rendimiento de los bienes fideicomitidos.

En los certificados de participación de renta, el derecho a participación de las utilidades del fideicomiso, usualmente también se expresa como una tasa nominal anual, asimismo fija o variable.

- Garantías adicionales

Existe la posibilidad de que se otorguen garantías adicionales para mejorar las posibilidades de cobro de todos los valores fiduciarios o sólo de una o más clases.

Pueden constituirse garantías internas con la asignación de bienes adicionales al fideicomiso, de manera que exista una sobrecobertura de los riesgos y/o garantías externas, cuando se otorga una garantía personal por parte del fiduciante o un tercero, o cuando se constituye una garantía real para asegurar el cumplimiento de los servicios de los valores fiduciarios. Esa garantía real puede consistir en una hipoteca, prenda o afectación de bienes a un fideicomiso de garantía.

1.7 - Tratamiento contable del fideicomiso

El fiduciario financiero es un comerciante y, como tal, está obligado a llevar la contabilidad, aún por un patrimonio diferenciado, exigencia que deriva, asimismo, del deber de obrar con la diligencia de un buen hombre de negocios.

Con carácter genérico, el artículo 1 del decreto 780/95, reglamentario de la ley 24441, establece que: “en todas las anotaciones registrales o balances relativos a bienes fideicomitidos, deberá constar la condición de propiedad fiduciaria con la indicación ‘en fideicomiso’”.

No existen normas contables específicas aplicables a los fideicomisos. Sin embargo, el Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Ciudad de Buenos Aires, a través del informe N° 28 de su Comisión de Estudios de Contabilidad, ha formulado algunas pautas relativas a la contabilidad del fideicomiso y al impacto de la transferencia fiduciaria en la contabilidad del fiduciante. El informe distingue entre transmisiones fiduciarias con contraprestación y las que se realizan sin contraprestación.

Expondremos solamente la transmisión fiduciaria con contraprestación, que es la que compete a nuestro estudio.

1.6.a) Transmisión fiduciaria con contraprestación

La transmisión fiduciaria en la que el fiduciante recibe una contraprestación en dinero o en especie- los mismos valores fiduciarios, por ejemplo- es asimilada a una operación de venta y como tal ha de registrarse en la contabilidad del fiduciante, siempre que ello importe transferir, efectivamente, el control de los bienes fideicomitidos. Si esto último no se da, los bienes continuarán computándose en el activo del fiduciante con una adecuada explicación de la situación que los afecta.

De acuerdo con el informe, deben reunirse los siguientes requisitos para que la transferencia se asimile a una venta:

- a) La transferencia debe ser definitiva, requisito que no se cumple si el fiduciante: 1) tiene la opción de readquirir los bienes fideicomitidos, o 2) está obligado a readquirirlos.
- b) En el caso en que el fiduciante tenga la obligación de cubrir las pérdidas relacionadas con los bienes fideicomitidos o sustituir los mismos, el fiduciante deberá hacer una estimación razonable de las eventuales pérdidas y de los gastos de su cobertura o de la sustitución de los bienes. Si el fiduciante no pudiera efectuar esa estimación, no se da por cumplido el requisito.
- c) La transmisión fiduciaria no se realice para asegurar el cumplimiento de obligaciones del fiduciante o de terceros (fideicomisos de garantía).

El fiduciante deberá registrar en su contabilidad la transmisión fiduciaria de los bienes, dándolos de baja del activo y registrando como contrapartida el dinero o activos recibidos en contraprestación. Si la transferencia fuera por un valor diferente al valor libros de los bienes, la diferencia se registrará como resultado. En su caso, deberá

contabilizarse la estimación por pérdidas y gastos eventuales, cuando el fiduciante estuviera obligado a la cobertura de pérdidas en el fideicomiso o a la sustitución de los bienes fideicomitidos.

Los bienes fideicomitidos se registrarán en la contabilidad del fideicomiso a los valores previstos en el contrato o, en su defecto, según los criterios de valuación establecidos para cada tipo de activo en las normas contables profesionales vigentes.

La contrapartida de dicha registración será la que refleje más adecuadamente los derechos de los beneficiarios, fideicomisarios y acreedores. En los fideicomisos financieros, cuando se emitan valores de deuda fiduciaria, se registrará un pasivo; cuando se emitan certificados de participación, su valor nominal integrará el patrimonio neto.

1.8 - Comentario final del capítulo

La justificación de nuestra investigación se basa en la implicancia financiera que conlleva el uso de este contrato. Pero no podíamos pasar por alto los aspectos legales y regulatorios que hacen a la esencia del Fideicomiso. Expusimos, entonces en este capítulo, el origen, el proceso para la titulización, las partes que intervienen, los valores fiduciarios, las condiciones generales de emisión, el tratamiento contable. Características, que podemos encontrar en cualquier bibliografía referida a Fideicomisos y de la cual nosotros elegimos al autor Mario Oscar Kenny y su libro “Titulización y Fideicomiso Financiero”. 2da.edición. Errepar, Buenos Aires 2005; para servirnos de guía. La ley 24.441 es la que regula los contratos de fideicomisos y la adjuntamos para su lectura en el Anexo 4 (Pág. 49).

La reseña histórica y los acontecimientos que influenciaron en la financiación, a través de Fideicomisos Financieros, quedan soslayadas en este primer capítulo de tesina.

En los próximos capítulos presentaremos gráficos y tablas, que demostrarán las cantidades de suscripciones de Fideicomisos Financieros que se realizaron en los últimos tres años (según la C.N.V.), y cuales son los activos subyacentes más titulizados por las empresas. Esto nos permitirá obtener un panorama del uso que se le ha dado a este instrumento y enfocarnos luego en el análisis de sus ventajas financieras.

Capítulo II

“Surgimiento del Fideicomiso Financiero en Argentina. Análisis mediante gráficos y tablas, de su evolución”

2.1 – Surgimiento del Fideicomiso Financiero en Argentina

En Argentina los Fideicomisos Financieros surgieron en 1996 a través de la ley N° 24.441, como un mecanismo por el cual se emiten títulos valores, garantizando el repago de capital e intereses con el flujo de fondos generados por una cartera de activos que previamente fue transferida (en propiedad fiduciaria) a un fideicomiso. Esta operatoria es llamada securitización o titulización de activos (ver gráfico 2). En ella interviene por un lado, un fiduciante (entidades financieras reguladas por el BCRA, retail⁸, mutuales, asociaciones, etc.) que ante una necesidad específica de fondos, transfiere parte de su cartera de activos a un Fideicomiso Financiero creado al momento de dicha cesión. Por otro lado, el Fideicomiso, administrado por un fiduciario (entidades financieras reguladas o no reguladas por el BCRA), emite títulos valores o certificados de participación que tienen como respaldo los activos subyacentes transferidos, y que serán adquiridos por los denominados beneficiarios.

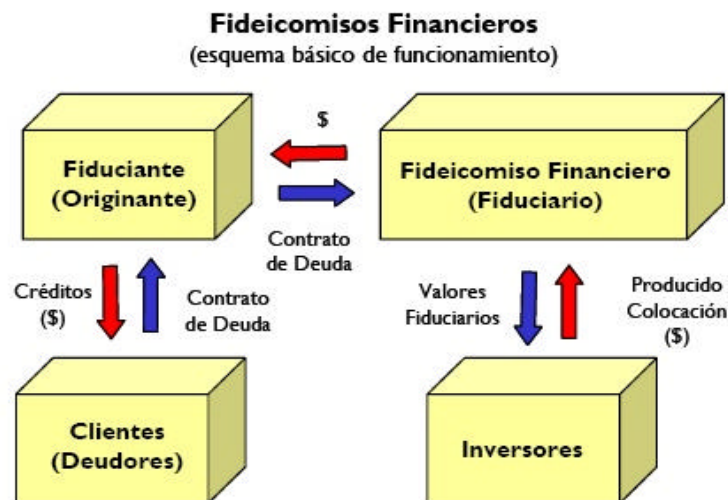


Gráfico2.

Todos los bienes, cualquiera fuere su naturaleza, que puedan integrar el patrimonio de una persona física o jurídica, a condición de que estén en el comercio, son susceptibles de fideicomitirse⁹.

La utilización del fideicomiso fue en constante aumento desde el año 1996, cuando se lanzó la primera serie del Fideicomiso Financiero CONSUBOND de la

⁸ Retail: Comercialización al por menor. Usualmente utilizado para referirse al rubro de supermercados y tiendas por departamentos.

⁹ Ver Cap. 1, página 9.

empresa FRÁVEGA y Banco Sáenz, constituyéndose con activos referidos al crédito personal y de consumo.

Ganaron importancia rápidamente en relación con otros instrumentos financieros, llegando a canalizar más de \$ 2.000 millones en el año 2000. Luego, con la crisis de 2001-2002 se resintieron, al igual que el resto de los activos financieros, sufriendo un brusco descenso en el nivel de nuevas emisiones. De ahí en más, reaparecieron con renovado impulso, experimentando un salto cuantitativo, causante de la cuasi eliminación de la oferta de crédito bajo las formas tradicionales y demostrando ser uno de los pocos instrumentos financieros más resistentes a incumplimientos de pagos.

Para confirmar esto es suficiente analizar los fideicomisos autorizados por la Comisión Nacional de Valores, en adelante (CNV) y admitidos a la cotización por la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA), que detallaremos a continuación, teniendo en cuenta el tamaño de la muestra que se propuso abarcar para el presente estudio.

2.2 - Tablas y Gráficos referidos al financiamiento mediante Fideicomisos Financieros¹⁰

2.2.a) – Financiamiento Año 2006

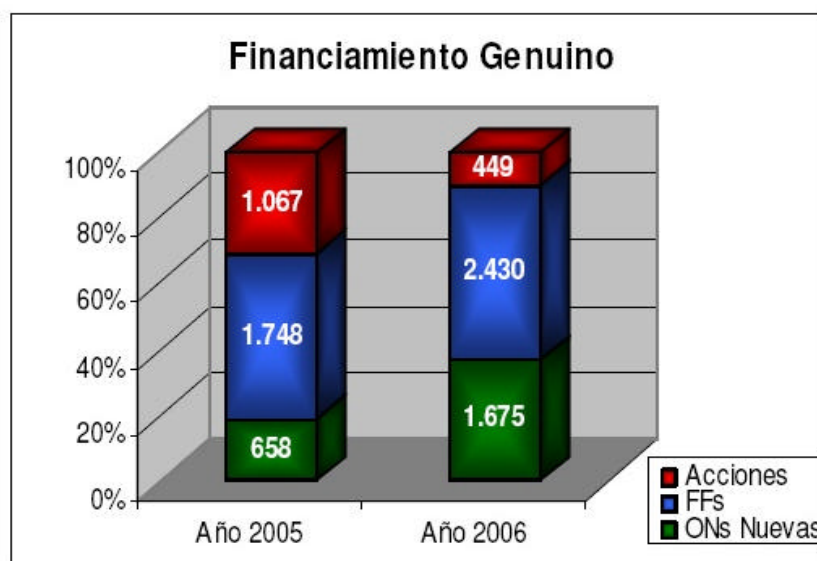


Gráfico 3. Financiamiento genuino. Moneda expresada en Dólares.

El gráfico 3 nos muestra los valores negociables expresados en dólares y en Miles de Millones (MM), estos son: las Obligaciones Negociables (ONs), los Fideicomisos Financieros (FFs) y las Acciones. Estos tipos de valores son considerados de gran importancia por la CNV en sus informes, por los montos y cantidades que se comercializan en el Mercado.

¹⁰ Obtenidos de Internet: <http://www.cnv.gov.ar/Publicaciones/InformeMercadoCapitales/>

En cuanto a los FFs (valor que nos compete para el estudio), observamos un aumento del 40% en los montos colocados para el año 2006 (+ U\$S 682MM) en comparación con el 2005.

La financiación a través de los FFs se irá acrecentando año tras año, como veremos en los siguientes informes, sobre todo en activos comprendidos por créditos personales y de consumo.

2.2. a.1) – Activos subyacentes año 2006

MONTOS COLOCADOS 2006 CLASIFICACIÓN POR ACTIVO SUBYACENTE

Activos Fideicomitados	Cant.	Monto	
		Colocado (\$ MM)	%
Créditos personales y consumo	109	3.216	43%
Préstamos Garantizados	7	1.160	15%
Tarjetas de Crédito	46	1.451	19%
Cargo Tarifario Consumidores	1	588	8%
Leasing	11	402	5%
Hipotecarios	3	251	3%
Dchos credit. s/prod. Agrop. - Letras Cambio	16	249	3%
Prendarios	2	95	1%
Otros (*)	5	121	2%
Monto Colocado FF. Ene-Dic. 2006	200	7.532	100%

(*) Otros: Créditos comerciales para el agro; Derechos s/producción campañas agrícolas; Créditos con garantía hipotecaria s/inmuebles rurales.

Tabla 4. Clasificación por activo subyacente. Moneda expresada en Pesos Argentinos

Como vemos en la tabla 4, aparecen en detalle, los tipos de activos fideicomitados colocados en el mercado. Observamos que prevalecen los fideicomisos conformados por créditos personales y consumo, cupones de tarjeta de créditos y préstamos garantizados, representando en conjunto el 77% del monto emitido en el 2006 y el 81% de la cantidad de emisión.

2.2.b) – Financiamiento Año 2007

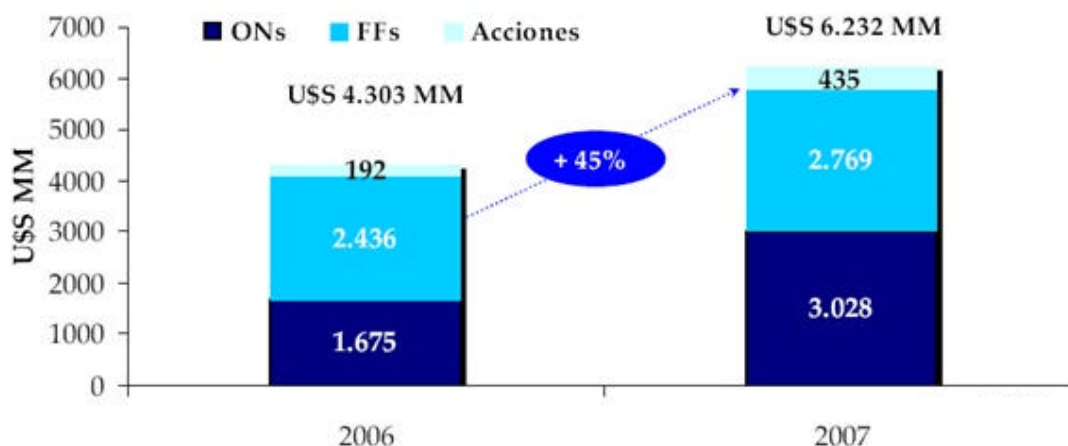


Gráfico 5. Comparativo Financiamiento Genuino año 2006 – 2007. Moneda expresada en Dólares.

En el año 2007, como muestra el gráfico 5, el financiamiento registró un valor de U\$S 6.232 MM, determinando un aumento del 45% comparado con el 2006. Para el propósito de nuestro análisis vemos que la financiación a través de FFs resultó ser superior en el año 2007, demostrando que dicha herramienta sigue siendo una de las más elegidas por las empresas, a la hora de buscar financiamiento año tras año.

2.2. b.1) – Clasificación por activo subyacente 2007 vs. 2006

**CLASIFICACIÓN POR ACTIVO SUBYACENTE –
FFs COLOCADOS AÑO 2007 vs. 2006**

FFs. Montos Colocados - Año 2007

Activos Fideicomitidos	Cant.	Monto Colocado (\$ MM)	%
Créd de consumo y personales	156	5.534	64%
Tarjetas de Crédito	40	1.662	19%
Dchos credit. s/prod. Agrop. - Letras Cambio	30	496	6%
Préstamos Garantizados	2	405	5%
Creditos Leasing	5	239	3%
Dchos. s/Inmuebles	3	122	1%
Créditos prendarios	5	93	1%
Créd. Hipotecarios	1	74	1%
Créd. Abastec. Energía eléctrica	1	38	0%
Dchos a div. Y utilidades s/explotación forestal	1	4	0%
Total FFs Colocados Año 2007	244	8.667	100%

Tabla 6. Moneda expresada en Pesos Argentinos

**MONTOS COLOCADOS 2006
CLASIFICACIÓN POR ACTIVO SUBYACENTE**

Activos Fideicomitidos	Cant.	Monto Colocado (\$ MM)	%
Créditos personales y consumo	109	3.216	43%
Préstamos Garantizados	7	1.160	15%
Tarjetas de Crédito	46	1.451	19%
Cargo Tarifario Consumidores	1	588	8%
Leasing	11	402	5%
Hipotecarios	3	251	3%
Dchos credit. s/prod. Agrop. - Letras Cambio	16	249	3%
Prendarios	2	95	1%
Otros (*)	5	121	2%
Monto Colocado FF. Ene-Dic. 2006	200	7.532	100%

(*) Otros: Créditos comerciales para el agro; Derechos s/producción campañas agrícolas; Créditos con garantía hipotecaria s/inmuebles rurales.

Tabla 7. Moneda expresada en Pesos Argentinos.

En las tablas 6 y 7 aparecen en detalle las cantidades y montos de los activos fideicomitidos en los años 2007 y 2006 respectivamente.

Observamos una variación positiva equivalente al 15% (+ \$ 1.135 MM), en montos colocados para el 2007 respecto del año anterior. Se emitieron 244 FFs. por un valor de \$ 8.667 MM de las cuales 196 corresponden a FFs. que tienen por objeto el financiamiento del consumo, representando el 83% del total emitido (+ \$ 7.196 MM). Este tipo de activo sigue siendo el más titulizado por las empresas que buscan financiamiento.

2.2. c) – Financiamiento Año 2008

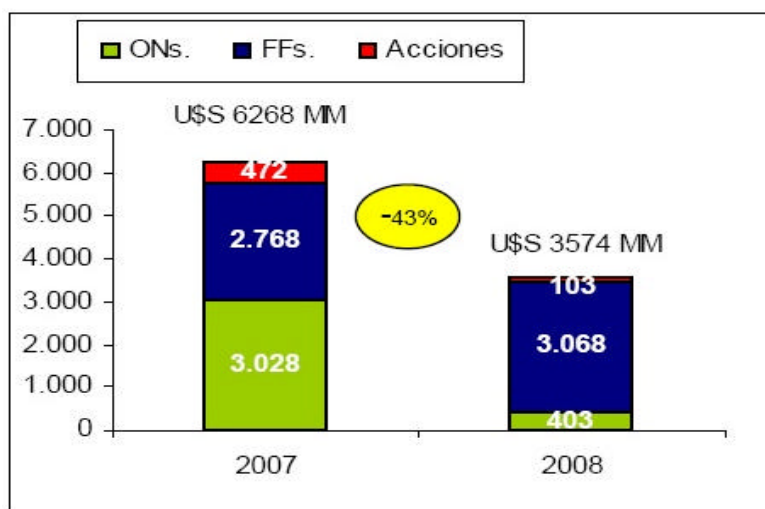


Gráfico8. Financiamiento genuino, año 2008. Moneda expresada en Dólares

Observamos en el gráfico 8 que el financiamiento total en el Mercado de Valores cayó un 43% en el 2008, comparado con el año anterior. Sin embargo la financiación a través de los FFs tuvo un aumento del 10%, confirmando su reiterado crecimiento anual.

2.2. c.1) – Clasificación por activo subyacente 2008 vs. 2007

FFs. Montos Colocados - Año 2008

Activos Fideicomitidos	Cant.	Monto Colocado (U\$S MM)	%
Créd. pers.y cons.	158	2.085	68%
Tarjetas de Crédito	48	661	22%
Vinculados a la activ. Agropecuaria	21	120	4%
Leasing	10	90	3%
Créditos prendarios	5	98	3%
Recur. de Fdos. de Obras Públ.	1	11	0%
Dchos. Prod. Cinemat.	1	3	0%
Monto Colocado Año 2008	244	3.068	100%

Tabla 9. Moneda expresada en Dólares.

FFs. Montos Colocados - Año 2007

Activos Fideicomitados	Cant.	Monto Colocado (U\$S MM)	%
Créd. pers.y cons.	156	1.768	64%
Tarjetas de Crédito	40	531	19%
Prést. Garantiz.	2	129	5%
Vinc. a la activ. agrop.	30	159	6%
Leasing	5	76	3%
Créditos Hipotec.	1	24	1%
Dchos. s/ Inmuebles	3	39	1%
Créd. Abastec. Energía eléctrica	1	12	0%
Prendarios	5	30	1%
Monto Colocado Año 2007	243	2.768	100%

Tabla 10. Moneda expresada en Dólares.

En lo que respecta al total de FFs emitidos en el año 2008, se destaca que alcanzó un valor de U\$S 3.068 MM (244 emisiones) registrando en consecuencia un incremento de 10% (+ U\$S 300 MM) en relación al total colocado en 2007 donde se obtuvo un valor de U\$S 2.768 MM (243 emisiones).

Del estudio de la composición de los FFs, se observa en las tablas 9 y 10, que el 90% colocado en 2008 ha tenido por objeto el financiamiento del consumo –créditos de consumo y personales (68%) y los cupones de tarjetas de crédito (22%)–, mientras que en el 2007, los FFs conformados por dicha clase de activos representaron el 83% del total colocado.

Veamos en el siguiente gráfico como sigue evolucionando, a medida que pasan los años, los Fideicomisos Financieros referidos al financiamiento del consumo (créditos personales y tarjetas de crédito).

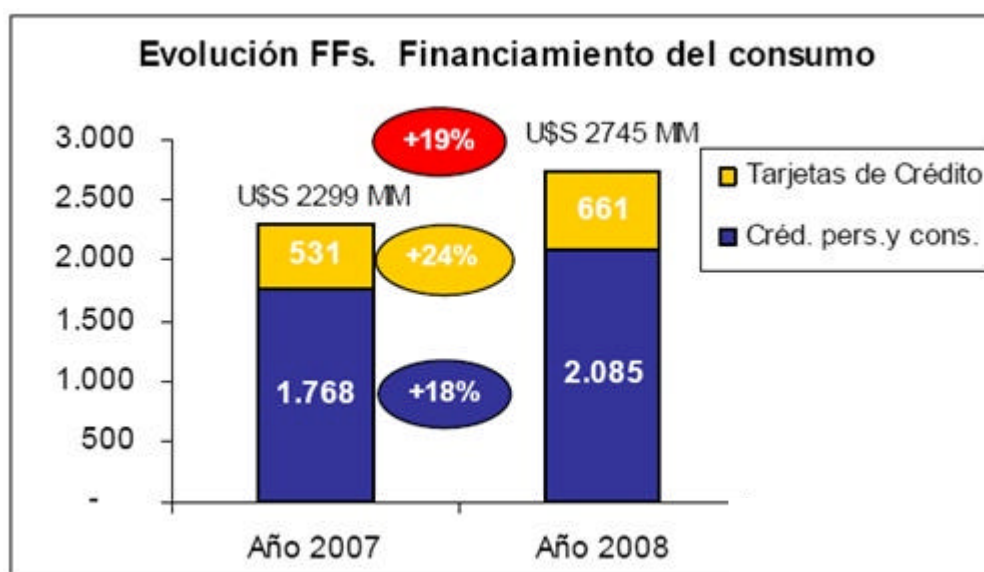


Gráfico 11. Financiamiento del consumo

Se destaca además que en el año 2008, según gráfico 11, los montos colocados en FFs conformados por créditos de consumo y personales y cupones de tarjetas de crédito, representan en su conjunto un incremento del 19%, comparado con el año 2007.

2.3 - Comentario final del capítulo

Se manifiesta con lo expuesto, que los Fideicomisos Financieros han venido tomando fuerte impulso en la economía de nuestro país, sobre todo aquellos que tienen como activo subyacente, los créditos de consumo. No obstante, nos queda pendiente expresar los beneficios y ventajas que trae aparejado el uso del Fideicomiso Financiero en las empresas. Esto hace al principal objetivo del presente trabajo y se presentará en los siguientes capítulos.

Tanto el anterior como el presente capítulo, nos sirven de base para encaminar nuestra investigación, con la seguridad de que estamos hablando de un tema que no es ajeno a la economía de los Argentinos y que puede servir como alternativa de financiación, para cualquier proyecto que quiera encararse fuera de las opciones tradicionales.

Capítulo III

“Ventajas en la gestión financiera de las empresas a través del Fideicomiso financiero”

3.1 – Concepto de titulización

Recordamos lo visto en el Capítulo I: la titulización constituye una herramienta apta para posibilitar la obtención de financiamiento en el mercado, que en comparación con las alternativas tradicionales, se logra a un costo más bajo, siendo esta su meta esencial. Los activos titulizados han sido separados del riesgo de la empresa que los originó, y ese menor costo se logra, fundamentalmente, porque permite asignar a los valores negociables una calificación de riesgo más alta que la correspondiente a dicha empresa o a las obligaciones negociables que ella pudiera emitir.

Ahora sí, revisemos los siguientes supuestos:

3.2 – Análisis de las ventajas en el uso del fideicomiso financiero, como fuente de financiamiento.

- 1er Supuesto: el uso del Fideicomiso Financiero aumenta el grado de liquidez de los activos de la empresa.

Para medir la liquidez de una empresa se utiliza un ratio denominado Razón de liquidez, el cual se considera útil, para evaluar la capacidad del ente emisor para pagar sus pasivos en el corto lazo.

Razón de Liquidez = Activo Corriente / Pasivo Corriente
Cuanto más alto es, más solvente se supone al emisor

Tomemos los datos de una empresa hipotética “Mejorconfidei” (ver Anexo 1, Pág. 46), y calculemos su liquidez:

Liquidez Año X7 = $10000/7000 = 1,42$
Liquidez Año X8 = $14000/10500 = 1,33$

Si la empresa “Mejorconfidei” hubiera optado por titular los cobros a largo plazo del año X7 a través de un fideicomiso, ¿qué pasaría con su liquidez en el año X8?

Veamos: Al cierre del ejercicio X7 la empresa contaba con un saldo de \$1000 en créditos a largo plazo. Ahora, si suponemos que titula un 85% de éstos transformándolos en efectivo para el siguiente ejercicio, la razón se modificaría de la siguiente manera:

Liquidez año X8 = $14000 + 850 / 10500 = 1,41$

Observamos que esta alternativa mejora la razón de liquidez para el año X8, al realizar los créditos del activo no corriente del año anterior ($1,41 > 1,33$).

Este ejemplo puede ser usado para cualquier activo real o financiero que pueda y quiera ser titulado (ver página 9, Cap. I), y nos encontraremos con que dicha

titulización mejora la liquidez de la empresa titulizante, pues convierte activos relativamente inmovilizados en otros que, al constituir valores negociables, poseen mayor liquidez, es decir, mayor aptitud para ser negociados y obtener fondos sobre su base.

- 2do Supuesto: Estimula el crédito de largo plazo

Con base en el supuesto anterior, podemos prever que al disminuir el riesgo de liquidez, la titulización incentiva el crédito a más largo plazo.

La empresa “Mejorconfidei” no sufrirá problemas de descalce si decide flexibilizar sus normas crediticias ofreciendo mayores plazos de cobro de las ventas. La titulización permite, como vimos, liquidar activos rompiendo la clásica relación plazo promedio de cobranzas/plazo promedio de pagos. Con esta herramienta entonces, las empresas pueden alinear el vencimiento de sus pasivos con el de sus activos.

Podemos precisar además, que este supuesto permite ofrecer y facilitar a los clientes una financiación en cuotas a largo plazo, estimulando así, las ventas a través de una marcada ventaja comercial.

- 3er supuesto: Mejora en la administración del capital de trabajo

Según los autores Zvi Bodie y Robert Merton ¹¹ en la mayoría de los negocios se debe pagar en efectivo para cubrir gastos antes de cobrar en efectivo la venta de los productos de la empresa. Como resultado, las inversiones en activos de la empresa típica, como inventarios y cuentas por cobrar, es superior a sus pasivos tales como gastos devengados y cuentas por pagar. La diferencia entre este activo circulante y pasivo circulante se llama capital de trabajo.

Ampliando esta definición debemos analizar el ciclo de vida de efectivo, que es el número de días entre la fecha en la que la empresa debe pagar efectivo a sus proveedores y la fecha en que empieza a recibir efectivo de sus clientes. Entonces este ciclo va a ser igual al período de inventario, más el período de cuentas por cobrar, menos el período de cuentas por pagar. Observemos el siguiente gráfico.

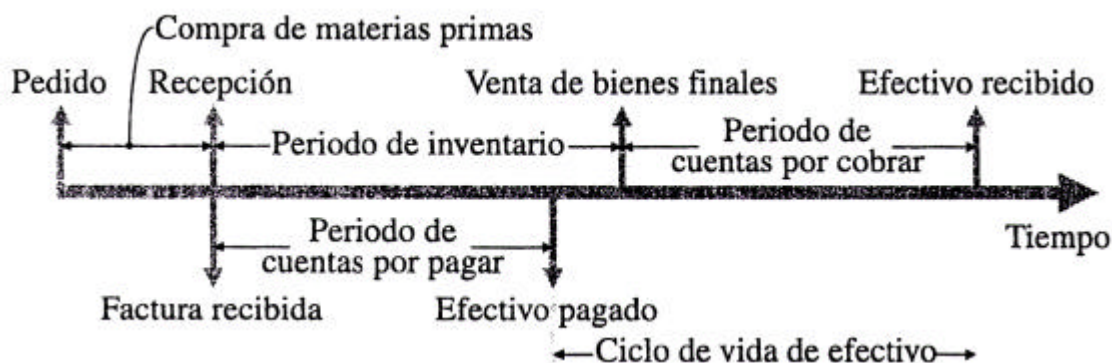


Gráfico 3.1. Ciclo de vida de efectivo ¹²

¹¹ Bodie – Merton. Finanzas, primera edición, Pearson Educación , México, 2003, Págs. 89-90

¹² Bodie – Merton. Finanzas, primera edición, Pearson Educación , México, 2003, Pág. 90

La inversión requerida de la empresa en capital de trabajo está directamente relacionada con la longitud del ciclo de vida de efectivo. Según los autores las acciones que puede tomar la empresa para reducir su necesidad de capital de trabajo son:

- la reducción del tiempo que mantiene los bienes en inventario. Esto puede lograrse mejorando el proceso de control de inventario o haciendo que los proveedores entreguen las materias primas exactamente cuando se necesitan en el proceso de producción.
- Una cobranza más rápida de las cuentas por cobrar. Entre los métodos disponibles para acelerar el proceso de cobranza están mejorar la eficiencia del proceso de cobranza, ofrecer descuentos a los clientes que pagan más rápido y cargar intereses a las cuentas vencidas.
- El pago más lento de sus propias cuentas.

Siguiendo la idea de estos autores, una propuesta que nos parece factible para acelerar las cobranzas de las cuentas por cobrar, es justamente la titulización. La mayor parte de estos documentos tienen un plazo que se puede acortar o eliminar a través de la celebración de un contrato de fideicomiso financiero.

Veámoslo en este ejemplo:

Para “Mejorconfidei” (ver Anexo 1), la determinación del ciclo para el año X8, esta dado por los siguientes cálculos:

- Días de ventas o cuentas por cobrar.

$$\begin{aligned} & (\text{Promedio de créditos por venta} / \text{Ventas} + \text{IVA}) \times 365 \\ & (((4000 + 6000)/2) / 16940) \times 365 = 107 \text{ días.} \end{aligned}$$

- Días de stock o inventarios

$$\begin{aligned} & (\text{Promedio Bienes de cambio} / \text{Costo Mercadería Vendida}) \times 365 \\ & (((5000 + 6000)/2) / 10000) \times 365 = 182 \text{ días} \end{aligned}$$

- Días de cuentas por pagar y/o deudas comerciales

$$\begin{aligned} & (\text{Promedio Deudas comerciales} / \text{Compras} + \text{IVA}) \times 365 \\ & \text{Compras} = \text{Costo mercadería vendida} + \text{saldo final bienes de cambio} - \text{saldo} \\ & \text{inicial bienes de cambio} \\ & (((6000 + 9000)/2) / 13310) \times 365 = 205 \text{ días} \end{aligned}$$

$$\text{Ciclo} = 107 + 182 - 205 = 84 \text{ días}$$

Consideremos ahora la posibilidad de que la empresa decida titular el 80% de sus cuentas a cobrar del año X8 a través de un fideicomiso. Como estudiamos en el capítulo 2, estos se convertirán en efectivo una vez que el fiduciario haya colocados los valores de deuda fiduciaria en el mercado.

El cálculo a considerar será el siguiente:

- Días de ventas o cuentas a cobrar

De los \$ 6000 el 80% ya se transformó en efectivo, es decir \$ 4800

Ahora veamos como queda la ecuación:

$$(((4000 + 1200)/2) / 16940) \times 365 = 56 \text{ días.}$$

Y el ciclo de vida de efectivo arrojaría:

$$\text{Ciclo} = 56 + 182 - 205 = 33 \text{ días}$$

Con este ejemplo queda demostrado que la titulización de los documentos a cobrar derivan en un reducción del ciclo de vida de efectivo, alineando los vencimientos del activo corriente con el pasivo y produciendo una mejora en la administración del capital de trabajo.

3.2.a) Análisis de supuestos y consecuencias en la rentabilidad

Analizaremos, en los siguientes supuestos, las consecuencias de utilizar el fideicomiso financiero en la rentabilidad de las empresas.

Según Enrique Fowler Newton¹³, los usuarios de los estados contables están interesados principalmente en evaluar si el emisor podrá pagar sus obligaciones y distribuir ganancias.

Ambas cuestiones dependen tanto del fluir de fondos como de la rentabilidad, pues tarde o temprano los resultados tienen efectos financieros que afectan el cumplimiento de obligaciones y la eventual distribución de ganancias.

Los indicadores de rentabilidad surgen de relacionar el resultado del período y una o más cifras que sean significativas a los efectos de la comparación tales como:

- el patrimonio, para determinar el rendimiento de la inversión de los propietarios;
- el activo, para evaluar el resultado de la inversión en él.

De manera similar, los resultados generados por los pasivos pueden relacionarse con los importes de estos, para determinar costos porcentuales de financiamiento y compararlos luego con los rendimientos de los activos.

El autor hace referencia además que, a los fines del análisis de rentabilidad, interesa clasificar a los resultados en: *del activo* y *del pasivo*, ya que esto permite calcular la rentabilidad del primero, el costo del segundo y el efecto palanca que surge de relacionar las dos razones anteriores.

Compartimos esta idea, por más que resulte dificultosa la obtención de dicha clasificación. Esto se debe a que en los balances y en la información adicional que pudieran presentar las empresas, no se encuentran bien discriminados los resultados generados por ambos. Es decir, que estos datos solo pueden ser alcanzados por quienes preparan y analizan los estados contables dentro de cada organización, no así los externos.

¹³ Fowler Newton, Enrique. Análisis de estados contables, 3era edición, La Ley, Buenos Aires, 2007, Pág. 169.

En general, se denomina apalancamiento, efecto palanca o leverage al acto de encarar un negocio empleando capital ajeno. Estar bien apalancado significa que por cada peso invertido en un activo, éste produce resultados superiores a su costo de obtención.

- 4to supuesto: el rendimiento del activo fideicomitado está apalancado con relación a su costo de obtención

Hay algo que es trascendental en este tipo de financiamiento a través de fideicomiso financiero, y es que no genera ningún pasivo. La titulización permite el financiamiento fuera de balance, por cuanto no implica un aumento de capital, ni del pasivo. Su costo de obtención solo se podría calcular por el costo de oportunidad al que se renuncia por securitizar el activo subyacente. Entonces, las empresas que elijan financiarse de esta manera, deberían tener presente y analizar, la tasa de descuento que se les cobra por titular dicho activo, y así poder medir el rendimiento de éste. Pero repetimos, esto no figura en los balances, por cuanto las empresas, de esta forma, consiguen fondos sin que aparezcan los costos de obtención en sus estados contables.

Este punto, nos establece un nuevo supuesto que resulta simple de deducir.

- 5to supuesto: La titulización otorga la posibilidad de mejorar la solvencia y por contraposición el endeudamiento de la empresa.

Si tenemos en cuenta los ratios que indican la solvencia y el endeudamiento, junto con lo expuesto en el párrafo anterior, podemos llegar a la conclusión de que el uso de este tipo de herramienta mejora la situación patrimonial de las empresas.

La solvencia se mide por la capacidad de hacer frente a las deudas. Su ratio tradicional es: Total Patrimonio Neto / Total del pasivo. Cuanto más alto es el resultado, más solvente se presume el emisor del estado. Su inversa, el ratio de endeudamiento, va a ser igual al Total del pasivo / Total del patrimonio, y cuanto más alto es este, menos solvente se presume el emisor. Este dato interesa principalmente a los acreedores y depende tanto de la estructura patrimonial, como de la aptitud para generar fondos (que a su vez está atada a su rentabilidad) que tenga el emisor. Para los acreedores es mejor que los activos de un deudor estén financiados con capital propio que con deuda.

Supongamos una empresa que solo se financia con fideicomisos financieros y analicemos que ocurre con su ratio de solvencia.

Sabemos que: Activo – Pasivo = Patrimonio Neto (PN)

El activo de esta empresa rota conforme a su operatividad y se financia fuera de balance. Es decir, si se generan nuevos y más rentables activos, sin tocar el pasivo, el patrimonio de la empresa crecerá por los resultados obtenidos. Dado que el originador, utiliza para financiarse activos que son transferidos a un patrimonio ajeno (salen de su patrimonio), no se registra pasivo alguno en el balance: no hay aumento de la relación deuda-patrimonio.

Si el PN crece y el pasivo se mantiene constante, dicha empresa se presumirá cada vez más solvente, cumpliéndose así, este último supuesto.

Para culminar con el detalle de las ventajas que las empresas encuentran en su gestión financiera utilizando Fideicomisos Financieros, expondremos otros beneficios que según Mario Oscar Kenny¹⁴, trae aparejado el uso de la titulización, y que consideramos acordes para complementar este estudio.

3.3 – Ventajas según Mario Oscar Kenny

Estos son:

- *Permite emitir valores con mejor calificación que el originador*
 - o La calificación de riesgo que merezcan los valores emitidos por el vehículo pueden recibir una nota mejor que la que se le asignaría al originador si emitiera obligaciones negociables respaldadas por su patrimonio
- *Reduce los costos de financiamiento*
 - o El objetivo de la titulización es obtener financiamiento a un costo menor comparado con otras alternativas, tales como la emisión de capital, obligaciones negociables o préstamos de entidades financieras. Este menor costo de explicaría en un menor costo de vigilancia que tendrán los inversores sobre los activos titulizados, aislados en el vehículo, frente al costo de controlar la situación económica, financiera y patrimonial del emisor o tomador en las otras alternativas.

En la titulización de otros activos

- *Permite negocios de inversión colectiva sin estructura societaria*
 - o Para llevar adelante un determinado negocio con un horizonte temporal definido, el fideicomiso muestra algunas ventajas respecto de las estructuras societarias, en punto rapidez en la constitución y en la liquidación y mejor adaptabilidad de la estructura a la forma del negocio y su finalidad. A ello se agrega mayor libertad para hallar soluciones en caso de insuficiencia patrimonial o cesación de pagos, puesto que el patrimonio fiduciario no esta sujeto a la legislación concursal, lo que permite establecer por vía convencional el derecho de los acreedores e inversores en caso de insuficiencia patrimonial.

3.4 – Cumplimiento de los supuestos

Atendiendo al cumplimiento de los cinco supuestos que planteamos, y sumando los beneficios que nombra el autor Kenny, podemos llegar a la conclusión de que la titulización de determinados activos a través de un fideicomiso financiero, conduce a una mejora en la gestión financiera de las empresas. Este beneficio se produce siempre

¹⁴ Kenny, Mario Oscar. Titulización y Fideicomiso financiero, 2da edición, Errepar, Buenos Aires 2005, Págs. 7 – 8.

y cuando, la situación económica del país o de un sector, permita el fluir normal de las transacciones entre los agentes intervinientes.

Las empresas que desean ofrecer valores de deuda en el mercado, deben cumplir ciertos requisitos impuestos por la C.N.V. (algunos citados en el Cap.1). También es necesario y conveniente que los sujetos intervinientes, en la organización del fideicomiso, expongan mediante un suplemento de prospecto toda la información que se requiera para que los demandantes de los valores de deuda fiduciaria puedan analizar y comprender como se estableció el contrato y cuales son las condiciones de los valores a comprar.

3.5 – Contraste con la realidad. Empresas GARBARINO y FRÁVEGA

Con la intención de simplificar y corroborar el estudio realizado en el punto 3.2, vamos a presentar dos empresas del rubro ventas de artículos para el hogar, que en los últimos tres años han recurrido a la titulización de sus documentos a cobrar, para financiarse a través de Fideicomisos Financieros, y analizaremos las rentabilidades de su patrimonio y activos, con el fin de probar si estas se encuentran apalancadas y determinar si el uso de esta herramienta hace rentable a dichas empresas.

3.5. a) – GARBARINO. Breve descripción de la compañía¹⁵.

GARBARINO es una compañía dedicada a la comercialización de artículos para el hogar, electrónica e informática. Complementariamente brinda otros servicios tales como la venta de telefonía celular y garantías extendidas. La cobertura geográfica de GARBARINO se extiende a la mayoría de las provincias del país, a través de sus 74 sucursales. Posee adicionalmente una central de venta telefónica, un centro de Ventas Corporativas y un sitio de ventas por Internet (www.garbarino.com.ar). Más de 50 años de trayectoria en el sector electrodoméstico han permitido a GARBARINO consolidarse como la marca líder del mercado. Los estudios de marketing la ubican como la marca “Top of mind” en su categoría.

Capacidad de originación de créditos al consumo: la empresa cuenta con una vasta experiencia en el otorgamiento de créditos al consumo. Su eficiencia se verifica tanto en el tiempo que demora en otorgar un nuevo crédito, como en la baja tasa de morosidad histórica, lo que redundó en excelentes resultados financieros por crédito propio y tarjetas de terceros.

A principios de 1999, decidió realizar el desarrollo propio de una línea de créditos personales de consumo, asumiendo entonces las tareas de comercialización, evaluación de riesgo comercial, administración y financiación de operaciones, seguimiento de la morosidad, evaluación y custodia de legajos, entre otros.

De esta manera, la compañía consigue llegar a clientes que se ubican no solamente dentro del segmento de las clases media y alta, sino también a clientes de segmentos con necesidades de financiamiento para el consumo no cubiertas por el Sistema Bancario. Así, una cantidad importante de clientes no bancarizados ha

¹⁵ Datos obtenidos del suplemento de prospecto, Fideicomiso Financiero GARBARINO serie XLIX

conseguido acceder a los productos comercializados por GARBARINO mediante créditos personales, que de otra manera les hubiera resultado imposible adquirir.

3.5. b) – FRÁVEGA. Breve descripción de la compañía.

FRÁVEGA es una empresa argentina con 97 años de trayectoria y 80 sucursales en todo el país. Cuenta con 5619 empleados que tienen como pilar la eficiencia y el servicio. Gracias a esto, cubre las necesidades de un público que busca información, asesoramiento, garantía y calidad, posicionándose como la empresa líder en el mercado de electrodomésticos.

A lo largo del tiempo, la empresa se ha convertido en un referente para los consumidores argentinos gracias a la gran variedad de marcas y modelos, los mejores precios y en su financiación.

Hoy FRÁVEGA también juega un papel muy importante en la producción de electrodomésticos, principalmente en los rubros TV, Audio, DVD, Microondas e Informática. Con dos plantas, una en Tierra del Fuego y otra en Buenos Aires, la empresa produce lo último en tecnología.

Como expresamos en este apartado (3.4), vamos a analizar las rentabilidades del patrimonio y del activo, de cada empresa, para luego establecer la comparación entre ambos ratios y precisar que porcentajes de apalancamiento se estiman en este sector de retail. Para ello nos remitimos a los Anexos 2 y 3 (ver Págs. 47 y 48), donde presentamos un resumen de los Estados de Situación Patrimonial y de Resultados, de ambas empresas.

- Rentabilidad P.N. GARBARINO (Utilidad neta / Patrimonio neto inicial)

Año 2006 = **2,06**

Año 2007 = **1,41**

- Rentabilidad Activo GARBARINO (resultado neto antes de interese e impuestos / Activo inicial)

Año 2006 = $92.979 / 320.899 =$ **0,29**

Año 2007 = $68.028 / 493.418 =$ **0,13**

Efecto palanca o Leverage GARBARINO (Rentabilidad PN / Rentabilidad Activo)

Año 2006 = $2,06 / 0,29 =$ **7,10**

Año 2007 = $1,41 / 0,13 =$ **10,84**

- Rentabilidad PN FRÁVEGA

Año 2006 = **0,51**

Año 2007 = **0,52**

- Rentabilidad Activo FRÁVEGA

Año 2006 = $52.859 / 326.209 = 0,16$

Año 2007 = $63.669 / 427.109 = 0,15$

Efecto Palanca o Leverage FRÁVEGA

Año 2006 = $0,51 / 0,16 = 3,18$

Año 2007 = $0,52 / 0,15 = 3,46$

Podemos observar la notable diferencia que existe entre las utilidades netas que generan las empresas GARBARINO y FRÁVEGA, y que hacen a la rentabilidad de cada una en relación con sus patrimonios y activos.

Pero lo importante, en este caso, es notar cómo los accionistas y/o dueños de éstas, reciben un beneficio superior, al que obtienen las propias empresas, con la operatoria de sus activos. Podríamos precisar entonces que ambas empresas de retail, durante los años estudiados, han tomado convenientes decisiones de financiamiento permitiéndoles apalancar sus inversiones.

Según datos de la Comisión Nacional de Valores (C.N.V.)¹⁶, la empresa GARBARINO emitió, durante los años 2005 y 2007 (períodos de nuestro análisis), veinte series de certificados de participación por un valor nominal aproximado de \$ 1.100.000.000 (un mil cien millones de Pesos Argentinos), en tanto FRÁVEGA emitió veinticinco durante ese mismo período, por un valor nominal aproximado de \$ 797.210.000 (setecientos noventa y siete millones, doscientos diez mil Pesos Argentinos).

Debemos tener en claro que el fideicomiso financiero es una herramienta de financiamiento fuera de balance, que en estos casos permite a las empresas obtener capital de trabajo, sin necesidad de acrecentar aún más sus pasivos ya existentes, que hacen a la actividad normal de éstas.

En los últimos años (2003 – 2008) las empresas de este sector, crecieron de manera precipitada, abriendo por ejemplo, nuevos locales en distintas provincias del país, brindando facilidades de compra y financiación, ofreciendo más y nuevos productos, obteniendo y declarando ventas millonarias en sus estados de resultados.

Si analizamos esa brecha de tiempo y comparamos tal crecimiento, con el auge de la titulización de préstamos de consumo, mediante fideicomisos financieros, podemos llegar a la conclusión de que esta última ha inferido notablemente en el progreso de las empresas que utilizaron esta herramienta en sus decisiones de financiamiento.

En el siguiente capítulo, vamos a culminar la investigación presentando un hecho relevante, ocurrido en Marzo de 2009, con una empresa de este sector, que nos permitirá ahondar en la conclusión de nuestro trabajo.

¹⁶ Obtenidos de Internet: <http://www.cnv.gov.ar/InfoFinan/BuscoFideicomisos.asp?sType=2>

Capítulo IV

“Hecho relevante en Argentina”

4.1- Hecho relevante en Argentina

Caso BONESI¹⁷

Daremos a conocer un hecho relevante, ocurrido en Argentina en Marzo de 2009, de una empresa del sector ventas de artículos para el hogar, que consideramos oportuno y provechoso, para revalidar y fortalecer nuestra conclusión. Luego expresaremos nuestro resultado del estudio, teniendo en cuenta la hipótesis planteada y la investigación reflejada en los capítulos precedentes. Haremos alusión a la crisis financiera desatada en el último trimestre de 2008 y señalaremos las repercusiones que tuvo en la economía de nuestro país y del sector estudiado.

Detalles de la causa

BONESI, que comenzó siendo una tienda de discos de pasta de la ciudad bonaerense de Campana y terminó convirtiéndose en una importante cadena de electrodomésticos con 41 sucursales en varios puntos del interior, entró en concurso preventivo de acreedores financieros convirtiéndose en el segundo caso en lo que va del año, después de la empresa Saturno Hogar.

Concretamente, lo que sucedió es que la cadena de electrodomésticos colocó fideicomisos que percibió por adelantado por la cesión de su cartera (a cambio de devolver a plazo ese capital más un interés) y tenía a su cargo la gestión de cobro de los préstamos dados a sus clientes, pero dejó luego de girar a las entidades que actuaban como administradores de sus fideicomisos -Standard Bank y el Banco de Valores- esa recaudación, con lo que puso al borde del default a esos instrumentos en circulación por un total estimado en \$50 millones.

La empresa originadora, administradora y agente de cobro compensó su faltante de capital de trabajo -por la caída de las ventas- con el dinero de la cobranza de sus créditos que no rindió a sus agentes fiduciarios.

BONESI usufructuó, como lo hacen casi todas las cadenas de venta de electrodomésticos. Esto consiste en un proceso de financiamiento, que constituye lo que se ha dado en llamar la “titulización” de créditos. Desde un punto de vista exclusivamente financiero, implica financiarse en base a la venta de cuentas por cobrar.

En otras palabras, la empresa que recurre a este procedimiento, BONESI en este caso, ha vendido sus carteras de créditos a un precio que está determinado por la oferta y la demanda en el mercado, por vía del precio al que resultan colocados entre los inversores del público los valores negociables emitidos, en relación con el fideicomiso al que dichas carteras fueran transferidas.

¹⁷ Pérez Zabala, Víctor (2009, 05 de Mayo). Caso BONESI: la seguridad de los fideicomisos está bajo la lupa. *iProfesional*. Obtenido de Internet el 5 de Mayo de 2009: <http://www.infobaeprofesional.com>

Luego, los créditos fideicomitidos pasan a ser propiedad del fiduciario, el que aplica la cobranza de los mismos al pago de los servicios de renta y amortización establecidos en las condiciones de emisión de los valores fiduciarios, en favor de quienes son los “dueños” reales de esos flujos de fondos: los tenedores de tales valores, que se cuentan por cientos en el mercado de capitales.

Este vehículo de inversión ha permitido a BONESI –como a la gran mayoría de las firmas colegas en el sector de comercialización de artículos del hogar y electrónicos financiar su capital de trabajo a un costo y a plazos que las entidades financieras no han podido ni pueden satisfacer a través de las operatorias tradicionales de préstamos.

El desarrollo de la titulización en ese sector de la economía devino en el principal motor de su crecimiento en los últimos años –en pocos años BONESI pasó de contar con 6 locales, a 42 -, permitiendo la expansión del crédito a los consumidores, por un lado, y por el otro poner a disposición del público inversor valores negociables con una excelente relación rendimiento-riesgo.

Vale la pena resaltar que el público inversor (AFJP, hoy, la ANSES, fondos comunes de inversión, compañías de seguros, entidades financieras, inversores individuales) se ha visto atraído por los fideicomisos financieros, por la seguridad que representa poder invertir en activos cuya fuente de pago no está en los ingresos o activos de una compañía, sino en el flujo de fondos originados en los pagos de miles y miles de deudores de los créditos fideicomitidos.

Como es habitual en los procesos de titulización de créditos, el fiduciante (BONESI) conservaba la administración de los créditos fideicomitidos, a título de mandato. Esto es así fundamentalmente por dos motivos:

- Porque la experiencia indica que no hay mejor administrador de las cobranzas que quién originó los respectivos créditos.
- Lleva a evitar el cambio de lugar y/o procedimiento de pago para los deudores, y mantener así la performance de las carteras fideicomitidas.

Cuando se trata de fideicomisos financieros en el sector de empresas con ventas directas a los consumidores, además de conservar los fiduciantes la administración de los créditos fideicomitidos, se suele mantener la cobranza en las cajas de la compañía, pues la concurrencia de los deudores a sus locales para cancelar las cuotas de sus créditos es un poderosísimo factor que potencia las ventas, ventaja que las empresas del sector han defendido celosamente.

Es más eficiente y más barato que el fiduciante se quede con la administración, custodia y cobro de los créditos porque tiene el acceso a la cartera de clientes. Sino cualquier banco debería tener una estructura al servicio del fiduciario para realizar la cobranza.

Por ello, al incumplir BONESI con su obligación de rendir la cobranza de créditos que no le pertenecen, incurre en un incumplimiento contractual (que no puede ni debe confundirse con el incumplimiento en el pago de un préstamo), y también en un ilícito penal (defraudación).

En cuanto al fiduciario, su responsabilidad es ante el incumplimiento del fiduciante, tomar las medidas necesarias para subsanarlo de la manera más rápida posible, en interés de los inversores (beneficiarios).

Conclusión

Planteamos nuevamente nuestra hipótesis: *“la utilización del fideicomiso financiero, provoca un impacto favorable en la gestión financiera de las empresas del rubro ventas de artículos para el hogar”*

Como observamos y analizamos en los últimos dos capítulos de nuestra tesina (cap 2 y 3), llegamos a la conclusión de que el uso del fideicomiso financiero, como herramienta de fondeo, efectivamente genera un impacto en la gestión financiera de las empresas, que en principio podríamos calificar de, favorable o ventajoso, para dicha gestión.

Obtener financiamiento mediante la titulización de los documentos a cobrar o préstamos de consumo, permite a las empresas mejorar sus ratios de rentabilidad y ser más eficientes ante la necesidad de liquidez de sus activos.

Los objetivos de estudio, que nos sirvieron de guía durante el trabajo de investigación, fueron puestos a prueba durante el análisis, superando las expectativas que teníamos previstas.

No solo el impacto se produce en la gestión financiera de las empresas, sino que éstas alcanzan un beneficio, que va más allá de los números. El hecho de que los activos titulizados sean cotizados en la bolsa de comercio, con oferta pública, genera en las empresas otros resultados ventajosos, que podríamos llamar subjetivos. Por ejemplo, las empresas pasan a ser conocidas públicamente; se supone además, que estas fueron calificadas por empresas especialistas en calificación de riesgos; la C.N.V. actúa como ente regulador de la operación; aparece el nombre de la empresa en las publicaciones de los boletines oficiales de las bolsas de comercio; el constante uso de esta herramienta permite la agilización del tiempo de aprobación y colocación en oferta pública; mejora la experiencia en la gestión propiamente dicha. Es decir, se obtienen beneficios intangibles o subjetivos que mejoran la imagen de las empresas.

El armado del contrato de fideicomiso va a depender siempre de los objetivos que tengan los agentes intervinientes. Es un contrato que se puede adecuar a cualquier situación económica – financiera por la que este atravesando un sector o la economía de un país.

Si una empresa requiere fondos de forma inmediata, no le será posible conseguirlo a través de un fideicomiso financiero, salvo que ésta haya venido operando tiempo atrás y tenga la experiencia suficiente que le permita acortar el proceso de armado y autorización. Por eso es recomendable tener bien armado el presupuesto financiero de una empresa, para que, en algún momento, donde se detecte la necesidad de financiamiento, se lo tenga presente de antemano y se pueda recurrir a esta alternativa que no pertenece a las tradicionales. Decimos esto porque, un banco privado o estatal les pide a las empresas, infinidades de requisitos para otorgarles créditos, y solo terminan ofreciéndoles, la mitad de lo que ellos necesitaban y con plazos de devolución demasiados extensos. Sin embargo un fideicomiso financiero, quizás demore un poco más en el otorgamiento del fondo, pero se hace por el total requerido y en plazos generalmente, no mayores a dos años.

El uso del fideicomiso financiero como herramienta de financiamiento, debería ser moderado y controlado también, por quienes toman las decisiones dentro de las empresas. Abusar de éste puede llevar a situaciones de descontrol e incumplimientos de contrato.

Tal como expresamos en un principio de esta tesina, el sistema financiero es un sistema globalizado, donde los actores se interrelacionan directa o indirectamente, afectando las decisiones de unos en otros. No podemos, entonces, pasar por alto la necesidad de llevar adelante un análisis congruente, de la situación micro y macroeconómica por la que se atraviesa, a la hora de dar y recibir créditos. (Ver Hecho relevante. Caso BONESI)

Cabe recalcar que en el último trimestre de 2008 aconteció una de las peores crisis financieras mundiales de la historia, que trajo consigo innumerables consecuencias desfavorables para los Mercados. Esta crisis generó mucha incertidumbre y desconfianza en inversores y en grandes empresas, provocando importantes caídas en las principales bolsas de comercio.

El escenario mundial se torna muy complejo en épocas de crisis, sobre todo si el conflicto se origina en países considerados grandes potencias. Se eliminan puestos de trabajo, se contrae el consumo, los bancos no prestan dinero, se reduce la financiación para las empresas quedando éstas al borde de la quiebra, y demás sucesos que conciernen a todo el sistema financiero y económico mundial.

En Argentina el Merval sufrió muchos derrumbes, acotando la financiación para las empresas que ofrecen títulos en el mercado.

Teniendo en cuenta el principal interés de nuestro estudio (los FFs y las cadenas de electrodomésticos), debemos aclarar que no quedaron exentos a tales circunstancias. La incertidumbre y la falta de liquidez impactaron en el volumen de colocaciones. Las emisiones de FFs se derrumbaron más del 50% en Enero de 2009 respecto de Diciembre de 2008.

Hay que tener en cuenta además, la desaparición en 2008, de las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP) en Argentina, que participaban en el mercado invirtiendo en grandes emisiones por sus fuertes recaudaciones, y demandaban casi el 50% de los instrumentos colocados en FFs. Esta salida dejó un mercado poco líquido dominado por inversores más pequeños como bancos, compañías de seguro, fondos comunes de inversión, cajas provisionales, empresas y particulares. El incentivo para hacer emisiones a gran escala se perdió. Las compañías que realizaban emisiones por arriba de los \$100 millones, pasaron a colocar la mitad del importe buscando operaciones chicas y más continuas.

Otra consecuencia importante, que profundizó aún más la caída de las colocaciones, fue la decisión de acotar las facilidades de financiación con tarjetas de crédito, que estimulaban, en su momento, al consumo. El auge de los préstamos otorgados por las cadenas comerciales que venden electrodomésticos, por las tarjetas de crédito no bancarias y por mutuales y/o cooperativas, se respaldaban en más de un 60% de los casos, a través de los fideicomisos. Los requisitos exigidos para vender en cuotas o prestar dinero, comenzaron a ser más estrictos en las cadenas que venden

electrodomésticos (también en financieras y bancos) provocando una caída en la originación de créditos y por consiguiente una menor emisión de fideicomisos constituidos con este tipo de activos.

Desde 2004, a través de los fideicomisos se ha financiado gran parte del consumo de personas con bajo grado de bancarización. El auge de los préstamos otorgados por las cadenas comerciales que venden electrodomésticos, por las tarjetas de crédito no bancarias y por cooperativas y mutuales se respaldó en este tipo de financiación.

Una inflación que deteriora el salario real y el desempleo, que comienza a despertarse, disminuyen la capacidad de pago de los individuos, y se advierte como resultado **un aumento de la morosidad en el cobro de los créditos al consumo** que respaldan dichos fideicomisos.

Por esta razón, se advierte que las empresas emisoras de estos instrumentos decidieron cubrirse restringiendo el otorgamiento de créditos y elevando las tasas de interés, para que sólo los mejor calificados accedan al financiamiento, debido a que, las futuras emisiones de fideicomisos, pueden verse amenazadas por el aumento de morosidad.

Indudablemente, el consumo y la confianza en los mercados, son los pilares fundamentales para que los fideicomisos financieros estén a la altura de ser los títulos más elegidos, tanto por inversores, como por empresas que buscan financiamiento.

Las decisiones políticas-económicas que toman los Estados para afrontar crisis del tipo acaecida deben incluir, más allá del salvataje de bancos, la de estimular y regenerar el consumo interno, facilitando por ejemplo, planes en la compra de bienes producidos en el país, con fuerte incidencia sobre el Producto Bruto Interno, asegurando así, empleos y crecimiento económico ; tratar de mantener baja la tasa de interés, para que las personas no teman solicitar préstamos personales y las entidades financieras flexibilicen sus requisitos de otorgamientos ; y cuidar las cuentas del balance tanto comercial como fiscal, para demostrar que se están administrando eficazmente los fondos.

Bibliografía

- Bodie - Merton. *Finanzas (1era. edición)*. México. Año 2003.
- Fowler Newton, Enrique. *Análisis de estados contables, 3era edición*, La Ley, Buenos Aires, 2007.
- Kenny, Mario Oscar. *Titulización y Fideicomiso Financiero (2da. edición)*. Buenos Aires 2005
- Tamous, Santiago. *Financiamiento de PYMES: Aplicabilidad del Fideicomiso Financiero*. Proyecto Trabajo Final, Facultad de Ciencias Económicas - U.N.R. Rosario. Argentina
- Van Horne, James. *Administración Financiera (10º edición)*. Editorial: Pearson Educación. México. Año 1997.

Sitios webs

- www.cnv.gov.ar
- www.bolsar.com.ar
- www.mecon.gov.ar
- www.economia48.com

Boletines

- Boletín diario Mercado de Valores.
 - Suplemento de Prospecto “Fideicomiso Financiero GARBERINO, Serie XLIX”.
 - Suplemento de prospecto “Fideicomiso Financiero CONSUBONO, Serie XXXIV”

ANEXOS

Anexo 1

Caso hipotético para analizar ventajas en la gestión financiera de empresas.

Estados Contables. "Empresa Mejorconfidei"

	31/12/X7	31/12/X8
Activo		
Caja y Bancos	\$ 1.000	\$ 2.000
Créditos por Venta	\$ 4.000	\$ 6.000
Bienes de Cambio	\$ 5.000	\$ 6.000
Total activo corriente	\$ 10.000	\$ 14.000
Documentos a cobrar	\$ 1.000	\$ 1.300
Bienes de uso	\$ 4.000	\$ 4.000
Total activo no corriente	\$ 5.000	\$ 5.300
Total Activo	\$ 15.000	\$ 19.300
Pasivo		
Deudas comerciales	\$ 6.000	\$ 9.000
Préstamos	\$ 1.000	\$ 1.500
Total Pasivo CTE.	\$ 7.000	\$ 10.500
Pasivo No CTE.		
Préstamos	\$ 800	\$ 1.000
Total Pasivo	\$ 7.800	\$ 11.500
Patrimonio Neto		
Capital social	\$ 5.000	\$ 5.000
Resultado ejercicio	\$ 2.200	\$ 2.800
Total P.N.	\$ 7.200	\$ 7.800
Pasivo + P.N.	\$ 15.000	\$ 19.300

Estado de Resultados al 31/12/X8

Ventas		\$ 14.000
Costo de Ventas		\$ 10.000
Utilidad Bruta		\$ 4.000
Gastos Operativos		\$ 1.000
Gastos financieros		\$ 100
Utilidad antes de impuestos		\$ 2.900
Impuestos		\$ 100
Utilidad Neta		\$ 2.800

Anexo 2

Resumen, Estado de Situación Patrimonial GARBARINO (expresado en miles de pesos Argentinos)

	31/10/2007		31/10/2006		31/10/2005
Activo Corriente	620.092		441.734		289.401
Activo no Corriente	87.205		51.684		31.497
Total Activo	707.297		493.418		320.898
Pasivo Corriente	570.690		426.184		279.379
Pasivo no Corriente	2.143		847		5.157
Total Pasivo	572.833		427.031		284.536
Patrimonio Neto	134.464		66.387		36.363
Total Pasivo y P.N.	707.297		493.418		320.899

Estado de Resultado

	(cifras en miles \$) 31-Oct-07	(cifras en miles \$) 31-Oct-06	(cifras en miles \$) 31-Oct-05
VENTAS NETAS	2.019.440	1.375.795	901.153
INGRESOS POR COMISIONES POR VENTAS DE SERVICIOS	181.589	128.524	81.247
COSTO DE LAS MERCADERIAS VENDIDAS Y SERVICIOS PRESTADOS	-1.572.200	-1.063.849	-680.762
Ganancia Bruta	628.829	440.470	301.638
GASTOS DE ADMINISTRACION	-60.486	-31.924	-20.744
GASTOS DE COMERCIALIZACION	-480.665	-303.090	-195.668
OTROS GASTOS OPERATIVOS	-24.190	-15.388	-8.976
RESULTADOS DE INVERSIONES PERMANENTES	4.540	2.911	1.983
RESULTADO FINANCIEROS Y POR TENENCIAS	58.046	10.626	7.132
OTROS INGRESOS- netos	-3.300	143	70
Ganancia del ejercicio antes del impuesto a las ganancias	122.774	103.748	85.435
IMPUESTO A LAS GANANCIAS	-28.697	-28.724	-24.712
Ganacia Neta del ejercicio	94.077	75.024	60.723

Anexo 3

Resumen, Estado de Situación Patrimonial FRÁVEGA (expresado en miles de pesos Argentinos)

	31/12/2007		31/12/2006		31/12/2005
Activo Corriente	444.363		380.898		293.744
Activo no Corriente	65.438		46.211		32.465
Total Activo	509.801		427.109		326.209
Pasivo Corriente	442.630		371.146		277.000
Pasivo no Corriente	5.047		645		645
Total Pasivo	447.677		371.791		277.645
Patrimonio Neto	62.124		55.318		48.564
Total Pasivo y P.N.	509.801		427.109		326.209

	Dic. 2007	Dic. 2006	Dic.2005
<u>ESTADO DE RESULTADOS</u>			
<i>Ingresos por Ventas</i>	1,681,863	1,308,371	964,017
<i>Costo de Ventas y Servicios Prestados</i>	-1,150,427	-884,504	-662,304
<i>Ganancia Bruta</i>	531,436	423,867	301,713
<i>Gastos de Administración</i>	-98,615	-65,515	-45,675
<i>Gastos de Comercialización</i>	-369,152	-305,493	-218,052
<i>Otros Ingresos Netos</i>	4,507	6,459	6,517
<i>Resultados Financieros y por Tenencia</i>	-22,865	-20,517	-12,685
	45,311	38,801	31,818
<i>Impuesto a las Ganancias</i>	-16,506	-14,047	-12,144
GANANCIA DEL EJERCICIO	28,805	24,754	19,674

Anexo 4

Ley N° 24.441

FINANCIAMIENTO DE LA VIVIENDA Y LA CONSTRUCCION

Fideicomiso. Fiduciario. Efectos del fideicomiso. Fideicomiso financiero. Certificados de participación y títulos de deuda. Insuficiencia del patrimonio fideicomitado en el fideicomiso financiero. Extinción del fideicomiso. Contrato de "leasing". Letras hipotecarias. Créditos hipotecarios para la vivienda. Régimen especial de ejecución de hipotecas. Reformas al Código Civil. Modificaciones al régimen de corretaje. Modificaciones a la Ley de Fondos Comunes de Inversión. Modificaciones al Código Procesal Civil y Comercial de la Nación. Modificaciones al Régimen Registral. Modificaciones al Código Penal. Modificaciones a las leyes impositivas. Desregulación de aspectos vinculados a la construcción en el ámbito de la Capital Federal.

Sancionada: Diciembre 22 de 1994.

Promulgada: Enero 9 de 1995.

El senado y Cámara de Diputados de la Nación Argentina, reunidos en Congreso, etc. sancionan con fuerza de Ley:

TITULO I

Del fideicomiso

CAPITULO I

ARTICULO 1° — 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.

ARTICULO 2° — El contrato deberá individualizar al beneficiario, quien podrá ser una persona física o jurídica, que puede o no existir al tiempo del otorgamiento del contrato; en este último caso deberán constar los datos que permitan su individualización futura.

Podrá designarse más de un beneficiario, los que salvo disposición en contrario se beneficiarán por igual; también podrán designarse beneficiarios sustitutos para el caso de no aceptación, renuncia o muerte.

Si ningún beneficiario aceptare, todos renunciaren o no llegaren a existir, se entenderá que el beneficiario es el fideicomisario. Si tampoco el fideicomisario llegara a existir, renunciare o no aceptare, el beneficiario será el fiduciante.

El derecho del beneficiario puede transmitirse por actos entre vivos o por causa de muerte, salvo disposición en contrario del fiduciante.

ARTÍCULO 3° — El fideicomiso también podrá constituirse por testamento, extendido en alguna de las formas previstas por el Código Civil, el que contendrá al menos las enunciaciones requeridas por el artículo 4. En caso de que el fiduciario designado por testamento no aceptare se aplicará lo dispuesto en el artículo 10 de la presente ley.

CAPITULO II

El fiduciario

ARTICULO 4º — El contrato también deberá contener:

- a) La individualización de los bienes objeto del contrato. En caso de no resultar posible tal individualización a la fecha de la celebración del fideicomiso, constará la descripción de los requisitos y características que deberán reunir los bienes;
- b) La determinación del modo en que otros bienes podrán ser incorporados al fideicomiso;
- c) El plazo o condición a que se sujeta el dominio fiduciario, el que nunca podrá durar más de treinta (30) años desde su constitución, salvo que el beneficiario fuere un incapaz, caso en el que podrá durar hasta su muerte o el cese de su incapacidad;
- d) El destino de los bienes a la finalización del fideicomiso;
- e) Los derechos y obligaciones del fiduciario y el modo de sustituirlo si cesare.

ARTICULO 5º — El fiduciario podrá ser cualquier persona física o jurídica. Sólo podrán ofrecerse al público para actuar como fiduciarios las entidades financieras autorizadas a funcionar como tales sujetas a las disposiciones de la ley respectiva y las personas jurídicas que autorice la Comisión Nacional de Valores quien establecerá los requisitos que deban cumplir.

ARTICULO 6º — El fiduciario deberá cumplir las obligaciones impuestas por la ley o la convención con la prudencia y diligencia del buen hombre de negocios que actúa sobre la base de la confianza depositada en él.

ARTICULO 7º — El contrato no podrá dispensar al fiduciario de la obligación de rendir cuentas, la que podrá ser solicitada por el beneficiario conforme las previsiones contractuales ni de la culpa o dolo en que pudieren incurrir él o sus dependientes, ni de la prohibición de adquirir para sí los bienes fideicomitados.

En todos los casos los fiduciarios deberán rendir cuentas a los beneficiarios con una periodicidad no mayor a un (1) año.

ARTICULO 8º — 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.

ARTÍCULO 9º — El fiduciario cesará como tal por:

- a) Remoción judicial por incumplimiento de sus obligaciones, a instancia del fiduciante; o a pedido del beneficiario con citación del fiduciante;
- b) Por muerte o incapacidad judicialmente declarada si fuera una persona física;
- c) Por disolución si fuere una persona jurídica;
- d) Por quiebra o liquidación;
- e) Por renuncia si en el contrato se hubiese autorizado expresamente esta causa. La renuncia tendrá efecto después de la transferencia del patrimonio objeto del fideicomiso al fiduciario sustituto.

ARTICULO 10. — Producida una causa de cesación del fiduciario, será reemplazado por el sustituto designado en el contrato o de acuerdo al procedimiento previsto por él. Si no lo hubiere o no aceptare, el juez designará como fiduciario a una de las entidades autorizadas de acuerdo a lo previsto en el artículo 19. Los bienes fideicomitados serán transmitidos al nuevo fiduciario.

CAPITULO III

Efectos del fideicomiso

ARTICULO 11. — Sobre los bienes fideicomitidos se constituye una propiedad fiduciaria que se rige por lo dispuesto en el título VII del libro III del Código Civil y las disposiciones de la presente ley cuando se trate de cosas, o las que correspondieren a la naturaleza de los bienes cuando éstos no sean cosas.

ARTICULO 12. — El carácter fiduciario del dominio tendrá efecto frente a terceros desde el momento en que se cumplan las formalidades exigibles de acuerdo a la naturaleza de los bienes respectivos.

ARTICULO 13. — Cuando se trate de bienes registrables, los registros correspondientes deberán tomar razón de la transferencia fiduciaria de la propiedad a nombre del fiduciario. Cuando así resulte del contrato, el fiduciario adquirirá la propiedad fiduciaria de otros bienes que adquiera con los frutos de los bienes fideicomitidos o con el producto de actos de disposición sobre los mismos, dejándose constancia de ello en el acto de adquisición y en los registros pertinentes.

ARTICULO 14. — Los bienes fideicomitidos constituyen un patrimonio separado del patrimonio del fiduciario y del fiduciante. La responsabilidad objetiva del fiduciario emergente del artículo 1113 del Código Civil se limita al valor de la cosa fideicomitida cuyo riesgo o vicio fuese causa del daño si el fiduciario no pudo razonablemente haberse asegurado.

ARTICULO 15. — Los bienes fideicomitidos quedarán exentos de la acción singular o colectiva de los acreedores del fiduciario. Tampoco podrán agredir los bienes fideicomitidos los acreedores del fiduciante, quedando a salvo la acción de fraude. Los acreedores del beneficiario podrán ejercer sus derechos sobre los frutos de los bienes fideicomitidos y subrogarse en sus derechos.

ARTICULO 16. — Los bienes del fiduciario no responderán por las obligaciones contraídas en la ejecución del fideicomiso, las que sólo serán satisfechas con los bienes fideicomitidos. La insuficiencia de los bienes fideicomitidos para atender a estas obligaciones, no dará lugar a la declaración de su quiebra. En tal supuesto y a falta de otros recursos provistos por el fiduciante o el beneficiario según visiones 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.

ARTICULO 17. — El fiduciario podrá disponer o gravar los bienes fideicomitidos cuando lo requieran los fines del fideicomiso, sin que para ello sea necesario el consentimiento del fiduciante o del beneficiario, a menos que se hubiere pactado lo contrario.

ARTICULO 18. — El fiduciario se halla legitimado para ejercer todas las acciones que correspondan para la defensa de los bienes fideicomitidos, tanto contra terceros como contra el beneficiario.

El juez podrá autorizar al fiduciante o al beneficiario a ejercer acciones en sustitución del fiduciario, cuando éste no lo hiciera sin motivo suficiente.

CAPITULO IV

Del fideicomiso financiero

ARTICULO 19. — Fideicomiso financiero es aquel contrato de fideicomiso sujeto a las reglas precedentes, en el cual el fiduciario es una entidad financiera o una sociedad especialmente autorizada por la Comisión Nacional de Valores para actuar como fiduciario financiero, y beneficiario son los titulares de certificados de participación en el dominio fiduciario o de títulos representativos de deuda garantizados con los bienes así transmitidos.

Dichos certificados de participación y títulos de deudo serán considerados títulos valores y podrán ser objeto de oferta pública.

La Comisión Nacional de Valores será autoridad de aplicación respecto de los fideicomisos financieros, pudiendo dictar normas reglamentarias.

ARTICULO 20. — El contrato de fideicomiso deberá contener las previsiones del artículo 4 y las condiciones de emisión de los certificados de participación o títulos representativos de deuda.

CAPITULO V

De los certificados de participación y títulos de deuda

ARTICULO 21. — Los certificados de participación serán emitidos por el fiduciario. Los títulos representativos de deuda garantizados por los bienes fideicomitados podrán ser emitidos por el fiduciario o por terceros, según fuere el caso. Los certificados de participación y los títulos representativos de deuda podrán ser al portador o nominativos, endosables o no, o escriturales conforme al artículo 8 y concordantes de la ley 23.576 (con las modificaciones de la ley 23.962). Los certificados serán emitidos en base a un prospecto en el que constarán las condiciones de la emisión, y contendrá las enunciaciones necesarias para identificar el fideicomiso al que pertenecen, con somera descripción de los derechos que confieren.

Podrán emitirse certificados globales de los certificados de participación, para su inscripción en regímenes de depósito colectivo. A tal fin se considerarán definitivos, negociables y divisibles.

ARTICULO 22. — Pueden emitirse diversas clases de certificados de participación con derechos diferentes. Dentro de cada clase se otorgarán los mismos derechos. La emisión puede dividirse en series.

CAPITULO VI

De la insuficiencia del patrimonio fideicomitado en el fideicomiso financiero

ARTICULO 23. — En el fideicomiso financiero del capítulo IV, en caso de insuficiencia del patrimonio fideicomitado, si no hubiere previsión contractual, el fiduciario citará a asamblea de tenedores de títulos de deuda, lo que se notificará mediante la publicación de avisos en el Boletín Oficial y un diario de gran circulación del domicilio del fiduciario, la que se celebrará dentro del plazo de sesenta días contados a partir de la última publicación, a fin de que la asamblea resuelva sobre las normas de administración y liquidación del patrimonio.

ARTICULO 24. — Las normas a que se refiere el artículo precedente podrán prever:

- a) La transferencia del patrimonio fideicomitado como unidad a otra sociedad de igual giro;
- b) Las modificaciones del contrato de emisión, las que podrán comprender la remisión de parte de las deudas o la modificación de los plazos, modos o condiciones iniciales;
- c) La continuación de la administración de los bienes fideicomitados hasta la extinción del fideicomiso;
- d) La forma de enajenación de los activos del patrimonio fideicomitado;
- e) La designación de aquel que tendrá a su cargo la enajenación del patrimonio como unidad o de los activos que lo conforman;
- f) Cualquier otra materia que determine la asamblea relativa a la administración o liquidación del patrimonio separado.

La asamblea se considerará válidamente constituida cuando estuviesen presentes tenedores de títulos que representen como mínimo dos terceras partes del capital emitido y en circulación; podrá actuarse por representación con carta poder certificada por escribano público, autoridad judicial o banco; no es necesaria legalización.

Los acuerdos deberán adoptarse por el voto favorable de tenedores de títulos que representen, a lo menos, la mayoría absoluta del capital emitido y en circulación, salvo en el caso de las materias indicadas en el inciso b) en que la mayoría será de dos terceras partes (2/3) de los títulos emitidos y en circulación.

Si no hubiese quórum en la primera citación se deberá citar a una nueva asamblea la cual deberá celebrarse dentro de los treinta (30) días siguientes a la fecha fijada para la asamblea no efectuada; ésta se considerará válida con los tenedores que se encuentren presentes. Los acuerdos deberán adoptarse con el voto favorable de títulos que representen a los menos la mayoría absoluta del capital emitido y en circulación.

CAPITULO VII

De la extinción del fideicomiso

ARTICULO 25. — El fideicomiso se extinguirá por:

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

ARTICULO 26. — Producida la extinción del fideicomiso, el fiduciario estará obligado a entregar los bienes fideicomitados al fideicomisario o a sus sucesores, otorgando los instrumentos y contribuyendo a las inscripciones registrales que correspondan.

TITULO II

Contrato de "leasing"

(Título derogado por el Art. 27 de la Ley N° 25.248 B.O. 14/6/2000)

TITULO III

De las letras hipotecarias

ARTICULO 35. — Las letras hipotecarias son títulos valores con garantía hipotecaria.

ARTICULO 36. — La emisión de letras hipotecarias sólo puede corresponder a hipotecas de primer grado y estar consentida expresamente en el acto de constitución de la hipoteca.

ARTICULO 37. — La emisión de letras hipotecarias extingue por novación la obligación que era garantizada por la hipoteca.

ARTICULO 38. — La emisión de letras hipotecarias no impide al deudor transmitir el dominio del inmueble; el nuevo propietario tendrá los derechos y obligaciones del tercer poseedor de cosa hipotecada. La locación convenida con posterioridad a la constitución de la hipoteca será inoponible a quienes adquieran derechos sobre la letra o sus cupones. El deudor o el tercero poseedor tienen la obligación de mantener la cosa asegurada contra incendio en las condiciones usuales de plaza; el incumplimiento causa la caducidad de los plazos previstos en la letra.

ARTICULO 39. — Las letras hipotecarias son emitidas por el deudor, e intervenidas por el Registro de la Propiedad Inmueble que corresponda a la jurisdicción donde se encuentre el inmueble hipotecado, en papel que asegure su inalterabilidad, bajo la firma del deudor, el escribano y un funcionario autorizado

del registro, dejándose constancia de su emisión en el mismo asiento de la hipoteca. Las letras hipotecarias deberán contener las siguientes enunciaciones:

- a) Nombre del deudor y, en su caso, del propietario del inmueble hipotecado;
- b) Nombre del acreedor;
- c) Monto de la obligación incorporada a la letra, expresado en una cantidad determinada en moneda nacional o extranjera;
- d) Plazos y demás estipulaciones respecto del pago, con los respectivos cupones, salvo lo previsto en el artículo 41 para las letras susceptibles de amortizaciones variables;
- e) El lugar en el cual debe hacerse el pago;
- f) Tasa de interés compensatorio y punitivo;
- g) Ubicación del inmueble hipotecado y sus datos registrales y catastrales;
- h) Deberá prever la anotación de pagos de servicios de capital o renta o pagos parciales;
- i) La indicación expresa de que la tenencia de los cupones de capital e intereses acredita su pago, y que el acreedor se halla obligado a entregarlos y el deudor a requerirlos;
- j) Los demás que fijen las reglamentaciones que se dicten.

También se dejará constancia en las letras de las modificaciones que se convengan respecto del crédito, como las relativas a plazos de pago, tasas de interés, etcétera, las letras hipotecarias también podrán ser escriturales.

ARTICULO 40. — Las letras hipotecarias se transmiten por endoso nominativo que se hará en el lugar habilitado para ello en el título, o en su prolongación; deberá constar el nombre del endosatario, quien podrá volver a transmitir el título bajo las mismas formas, y la fecha del endoso. No es necesaria notificación al deudor, y éste no podrá oponer al portador o endosatario las defensas que tuviere contra anteriores endosarios o portadores del título salvo lo dispuesto en el artículo 42, in fine. El endoso de la letra hipotecaria es sin responsabilidad del endosante.

ARTICULO 41. — Las letras hipotecarias tendrán cupones para instrumentar las cuotas de capital o servicios de intereses. Quien haga el pago tendrá derecho a que se le entregue el cupón correspondiente como único instrumento válido acreditativo. **S** la letra fuera susceptible de amortización en cuotas variables podrá omitirse la emisión de cupones; en ese caso el deudor tendrá derecho a que los pagos parciales se anoten en el cuerpo de la letra, sin perjuicio de lo cual serán oponibles aun al tenedor de buena fe los pagos documentados que no se hubieren inscrito de esta manera.

ARTICULO 42. — El pago se hará en el lugar indicado en la letra. El lugar de pago podrá ser cambiado dentro de la misma ciudad, y sólo tendrá efecto a partir de su notificación al deudor.

ARTICULO 43. — Verificados los recaudos previstos en el artículo precedente, la mora se producirá en forma automática al solo vencimiento, sin necesidad de interpelación alguna.

ARTICULO 44. — El derecho real de hipoteca incorporado al título se rige por las disposiciones del Código Civil en materia de hipoteca.

ARTICULO 45. — El portador de la letra hipotecaria o de alguno de los cupones puede ejecutar el título por el procedimiento de ejecución especial previsto en el título IV de esta ley cuando así se hubiere convenido en el acto de constitución de la hipoteca. De ello deberá dejarse constancia en la letra y en los cupones.

ARTICULO 46. — Al título valor son subsidiariamente aplicables, en cuanto resulten compatibles, las reglas previstas por el decreto ley 5965/63 para la letra de cambio.

ARTICULO 47. — Las acciones emanadas de las letras hipotecarias prescriben a los tres (3) años contados desde la fecha del vencimiento de cada cuota de capital o interés.

ARTICULO 48. — La cancelación de la inscripción de la emisión de las letras, y por ende de la hipoteca, se podrá hacer a pedido del deudor mediante la presentación de las letras y cupones en su caso con constancia de haberse efectuado todos los pagos de capital e intereses. El certificado extendido por el juez tendrá el mismo valor que las letras y/o cupones a los efectos de su presentación para la cancelación de la hipoteca.

ARTICULO 49. — Las personas autorizadas a hacer oferta pública como fiduciarios o a administrar fondos comunes de inversión, podrán emitir títulos de participación que tengan como garantía letras hipotecarias o constituir fondos comunes con ellos, conforme las disposiciones reglamentarias que se dicten.

TITULO IV

De los créditos hipotecarios para la vivienda

ARTICULO 50. — En los créditos hipotecarios para la vivienda otorgados de conformidad con las disposiciones de esta ley, los gastos de escrituración por la traslación de dominio e hipoteca a cargo del cliente por todo concepto, excluidos los impuestos, e incluido el honorario profesional, no podrán superar el dos por ciento (2%) del precio de venta o la valuación del inmueble; cuando deba otorgarse hipoteca, el honorario podrá convenirse libremente. Los aportes a los regímenes de previsión para profesionales -si correspondiere- y otras contribuciones, exceptuadas las tasas retributivas de servicio de naturaleza local, serán proporcionales a los honorarios efectivamente percibidos por los profesionales intervinientes.

ARTICULO 51. — En los créditos hipotecarios para la vivienda el plazo se presume establecido en beneficio del deudor, salvo estipulación en contrario. Es inderogable por pacto en contrario la facultad del deudor de cancelar el crédito antes de su vencimiento cuando el pago fuere de la totalidad del capital adeudado, el contrato podrá prever una compensación razonable para el acreedor cuando la cancelación anticipada se hiciere antes de que hubiere cumplido la cuarta parte del plazo total estipulado.

TITULO V

Régimen especial de ejecución de hipotecas

(Nota Infoleg: Por art. 16 de la Ley N° 25.563 B.O. 15/2/2002 se establece lo siguiente: " Suspéndase por el plazo de ciento ochenta (180) días contados a partir de la vigencia de la presente, la totalidad de las ejecuciones judiciales o extrajudiciales, incluidas las hipotecarias y prendarias de cualquier origen que éstas sean, incluso las previstas en la presente Ley. Exceptúense de esta disposición los créditos de naturaleza alimentaria y los derivados de la responsabilidad de la comisión de delitos penales, los créditos laborales, los que no recaigan sobre la vivienda del deudor o sobre otros bienes afectados por el mismo a producción, comercio o prestación de servicios, los derivados de la responsabilidad civil y contra las empresas aseguradoras, las obligaciones surgidas con posterioridad a la entrada en vigencia de la ley de referencia y los casos en que hubiera comenzado a cumplirse la sentencia de quiebra, con la correspondiente liquidación de bienes.

Suspéndese por el plazo de ciento ochenta (180) días las medidas cautelares trabadas y prohíbese por el mismo plazo las nuevas medidas cautelares sobre aquellos bienes que resulten indispensables para la continuidad de las actividades relacionadas con el giro habitual del deudor".)

ARTICULO 52. — Las hipotecas en las cuales se hayan emitido letras hipotecarias con la constancia prevista en el artículo 45, y todas aquellas en que se hubiere convenido expresamente someterse a las disposiciones de este título, podrán ejecutarse conforme las reglas siguientes.

ARTICULO 53. — En caso de mora en el pago del servicio de amortización o intereses de deuda garantizada por un plazo de sesenta (60) días, el acreedor intimará por medio fehaciente para que se pague en un plazo no menor de quince (15) días, advirtiéndolo al deudor que, de no mediar pago íntegro de la suma intimada, el inmueble será rematado por la vía extrajudicial. En el mismo acto, se le intimará a denunciar el nombre y domicilio de los acreedores privilegiados, embargantes y ocupantes del inmueble hipotecado.

ARTICULO 54. — Vencido el plazo de la intimación sin que se hubiera hecho efectivo el pago, el acreedor podrá presentarse ante el juez competente con la letra hipotecaria o los cupones exigibles si éstos hubiesen circularado, y un certificado de dominio del bien gravado, a efectos de verificar el estado de ocupación del inmueble y obtener el acreedor, si así lo solicita, la tenencia del mismo. El juez dará traslado de la presentación por cinco (5) días al deudor a los efectos de las excepciones previstas en el artículo 64. El juez ordenará verificar el estado físico y de ocupación, designando a tal fin al escribano que proponga el acreedor. Si de esa diligencia resulta que el inmueble se encuentra ocupado, en el mismo acto se intimará a su desocupación en el plazo de diez (10) días, bajo apercibimiento de lanzamiento por la fuerza pública. El lanzamiento no podrá suspenderse, salvo lo dispuesto en el artículo 64.

No verificada en ese plazo la desocupación, sin más trámite se procederá al lanzamiento y se entregará la tenencia al acreedor, hasta la oportunidad prevista en el artículo 63. A estos fines, el escribano actuante podrá requerir el auxilio de la fuerza pública, allanar domicilio y violentar cerraduras y poner en depósito oneroso los bienes que se encuentren en el inmueble, a costa del deudor. Todo este procedimiento tramitará in audita parte, y será de aplicación supletoria lo establecido en los códigos de forma.

ARTICULO 55. — El acreedor estará facultado para solicitar directamente al Registro de la Propiedad un informe sobre el estado del dominio y gravámenes que afectaren el inmueble hipotecado, con indicación del importe de los créditos, sus titulares y domicilios.

ARTICULO 56. — Asimismo el acreedor podrá:

a) Solicitar directamente en el registro correspondiente la expedición de un segundo testimonio del título de propiedad del inmueble, con la sola acreditación de ese carácter y a costa del ejecutado;

b) Requerir la liquidación de las deudas que existan en concepto de expensas de la propiedad horizontal, impuestos, tasas y contribuciones que pesen sobre el inmueble, bajo apercibimiento que de no contarse con dichas liquidaciones en el plazo de diez (10) días hábiles desde la recepción de su solicitud, se podrá subastar el bien como si estuviera libre de deudas. Los reclamos que se dedujeran por aplicación de lo dispuesto anteriormente no afectarán el trámite de remate del bien gravado.

ARTICULO 57. — Verificado el estado del inmueble, el acreedor ordenará por sí, sin intervención judicial, la venta en remate público del inmueble afectado a la garantía, por intermedio del martillero que designe y con las condiciones usuales de plaza. Se deberán publicar avisos durante tres (3) días en el diario oficial y en dos (2) diarios de gran circulación, uno al menos en el lugar de ubicación del inmueble. El último aviso deberá realizarse con una anticipación no mayor de dos (2) días a la fecha fijada para el remate. En el remate estará presente el escribano quien levantará acta.

ARTICULO 58. — La base de la subasta será el monto de la deuda a la fecha de procederse a la venta y los avisos deberán —como mínimo— informar sobre la superficie cubierta, ubicación del inmueble, horario de visitas, estado de la deuda por tasas, impuestos, contribuciones y expensas, día, hora y lugar preciso de realización de la subasta.

ARTICULO 59. — El deudor, el propietario y los demás titulares de derechos reales sobre la cosa hipotecada deberán ser notificados de la fecha de la subasta por medio fehaciente con siete (7) días hábiles de anticipación, excluido el día de la subasta.

ARTICULO 60. — Realizada la subasta, el acreedor practicará liquidación de lo adeudado según el respectivo contrato y las pautas anteriormente dispuestas, más los gastos correspondientes a la ejecución, los que por todo concepto no podrán superar el tres por ciento (3%) del crédito. Procederá a depositar el remanente del precio a la orden del juez competente junto con la correspondiente rendición de cuentas

documentada dentro de los cinco (5) días siguientes. El juez dará traslado al deudor de la citada presentación de la acreedora por el término de cinco (5) días a los efectos de la impugnación o aceptación de la liquidación. De no mediar embargos, inhibiciones u otros créditos, y existiendo conformidad entre deudor y acreedor con respecto al remanente, éste podrá entregar directamente a aquél dicho remanente.

ARTICULO 61. — Si fracasare el remate por falta de postores, se dispondrá otro reduciendo la base en un veinticinco por ciento (25%). Si tampoco existieren postores se ordenará la venta sin limitación de precio y al mejor postor. No se procederá al cobro de suma alguna en concepto de honorarios por los remates fracasados. Si resultare adquirente el acreedor hipotecario procederá a compensar su crédito.

ARTICULO 62. — Cuando el comprador no abonare la totalidad del precio en tiempo, se efectuará nuevo remate. Aquél será responsable de la disminución real del precio que se obtuviere en la nueva subasta, de los intereses acrecidos y de los gastos ocasionados.

ARTICULO 63. — La venta quedará perfeccionada, sin perjuicio de lo dispuesto por el artículo 66, una vez pagado el precio en el plazo que se haya estipulado y hecha la tradición a favor del comprador, y será oponible a terceros realizada que fuere la inscripción registral correspondiente. El pago se hará directamente al acreedor cuando éste sea titular de la totalidad del crédito.

El remanente será depositado dentro del quinto día de realizado el cobro.

Si hubiere más de un acreedor el pago se hará al martillero interviniente, quien descontará su comisión y depositará el saldo a la orden del Juez para que éste cite a todos los acreedores para distribuir la suma obtenida.

Si el acreedor ostenta la tenencia del inmueble subastado, podrá transmitirla directamente al comprador; caso contrario y no habiendo mediado desposesión anticipada deberá ser realizada con intervención del juez, aplicándose en lo pertinente el artículo 54. La protocolización de las actuaciones será extendida por intermedio del escribano designado por el acreedor, sin que sea necesaria la comparecencia del ejecutado, y deberá contener constancia de:

- a) La intimación al deudor en los términos del artículo 53;
- b) La notificación del artículo 59;
- c) La publicidad efectuada;
- d) El acta de la subasta.

Los documentos correspondientes serán agregados al protocolo.

Los embargos e inhibiciones se levantarán por el juez interviniente con citación de los jueces que han trabado las medidas cautelares, conforme a las normas de procedimiento de la jurisdicción.

ARTICULO 64. — El ejecutado no podrá interponer defensas, incidente o recurso alguno tendiente a interrumpir el lanzamiento previsto por el artículo 54 ni la subasta, salvo que acredite verosímelmente alguno de los siguientes supuestos:

- a) Que no está en mora;
- b) Que no ha sido intimado de pago;
- c) Que no se hubiera pactado la vía elegida; o
- d) Que existieran vicios graves en la publicidad.

En tales casos el juez competente ordenará la suspensión cautelar del lanzamiento o de la subasta.

Si el acreedor controvierte las afirmaciones del ejecutado, la cuestión se sustanciará por el procedimiento más abreviado que consienta la ley local. Si por el contrario reconociese la existencia de los supuestos invocados por el ejecutado, el juez, dejará sin efecto lo actuado por el acreedor y dispondrá el archivo de las actuaciones salvo en el caso del inciso d), hipótesis en la cual determinará la publicidad que habrá que llevarse a cabo antes de la subasta.

ARTICULO 65. — Una vez realizada la subasta y cancelado el crédito ejecutado, el deudor podrá impugnar por la vía judicial, por el procedimiento más abreviado que solicite el deudor:

- a) La no concurrencia de los hechos que habilitan la venta;
- b) La liquidación practicada por el acreedor;
- c) El incumplimiento de los recaudos establecidos en el presente título por parte del ejecutante.

En todos los casos el acreedor deberá indemnizar los daños causados, sin perjuicio de las sanciones penales y administrativas a que se hiciere pasible.

ARTICULO 66. — Dentro de los treinta (30) días corridos de efectuada la ejecución extrajudicial, el deudor podrá recuperar la propiedad del inmueble si pagara al adquirente el precio obtenido en la subasta, más el tres por ciento (3%) previsto en el artículo 60.

ARTICULO 67. — Si el precio obtenido en la subasta no cubriera la totalidad del crédito garantizado con la hipoteca, el acreedor practicará liquidación ante el juez competente por el proceso de conocimiento más breve que prevé la legislación local. La liquidación se sustanciará con el deudor, quien podrá pedir la reducción equitativa del saldo que permaneciere insatisfecho después de la subasta, cuando el precio obtenido en ella fuera sustancialmente inferior al de plaza, teniendo en cuenta las condiciones de ocupación y mantenimiento del inmueble.

TITULO VI

Reformas al Código Civil

ARTICULO 68. — Incorpórase como párrafo final del artículo 980 del Código Civil el siguiente:

Los instrumentos públicos extendidos de acuerdo a lo que establece este código gozan de entera fe y producen idénticos efectos en todo el territorio de la República Argentina, cualquiera sea la jurisdicción donde se hubieren otorgado.

ARTICULO 69. — Incorpórase como párrafo final del artículo 997 del Código Civil el siguiente:

Cuando un acto fuere otorgado en un territorio para producir efectos en otro, las leyes locales no podrán imponer cargas tributarias ni tasas retributivas que establezcan diferencias de tratamiento, fundadas en el domicilio de las partes, en lugar del cumplimiento de las obligaciones o en el funcionario interviniente.

ARTICULO 70. — 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:

- a) Garantizar la emisión de títulos valores mediante oferta pública;
- 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 dicho activo;
- c) Constituir el patrimonio de un fondo común de créditos.

ARTICULO 71. — La cesión prevista en el artículo anterior podrá efectuarse por un único acto, individualizándose cada crédito con expresión de su monto, plazos, intereses y garantías. En su caso, se inscribirá en los registros pertinentes.

Los documentos probatorios del derecho cedido se entregarán al cesionario o fiduciario o, en su caso, a un depositario o al depositario del fondo común de créditos.

ARTICULO 72. — En los casos previstos por el artículo 70:

a) No es necesaria la notificación al deudor cedido siempre que exista previsión contractual en el sentido. La cesión será válida desde su fecha;

b) Sólo subsistirán contra el cesionario la excepción fundada en la invalidez de la relación crediticia o el pago documentado anterior a la fecha de cesión;

c) Cuando se trate de una entidad financiera que emita títulos garantizados por una cartera de valores mobiliarios que permanezcan depositados en ella, la entidad será el propietario fiduciario de los activos. Sin embargo los créditos en ningún caso integrarán su patrimonio.

ARTICULO 73. — Sustitúyese el artículo 2662 del Código Civil por el siguiente:

Artículo 2662: Dominio fiduciario es el que se adquiere con razón de un fideicomiso constituido por contrato o por testamento, y está sometido a durar solamente hasta la extinción del fideicomiso, para el efecto de entregar la cosa a quien corresponda según el contrato, el testamento o la ley.

ARTICULO 74. — Agrégase, como segundo párrafo del artículo 2670 del Código Civil, el siguiente:

Quedan a salvo los actos de disposición realizados por el fiduciario de conformidad con lo previsto en la legislación especial.

ARTICULO 75. — Agregase como segundo párrafo del artículo 3936 del Código Civil el siguiente:

Las legislaciones locales dispondrán el régimen procesal de la ejecución judicial de la garantía hipotecaria, conforme a las siguientes pautas:

a) El procedimiento será el del juicio ejecutivo;

b) el trámite informativo sobre las condiciones de dominio y sobre impuestos, tasas, contribuciones y expensas podrá tramitarse de manera extrajudicial, y el estado de ocupación podrá constatarse por acta notarial;

c) No procederá la compra en comisión;

d) En ningún caso podrá declararse la indisponibilidad de los fondos producidos en el remate, si bien el juez podrá exigir caución suficiente al acreedor;

e) Si fuera solicitado por el acreedor, el juez decretará el desalojo del inmueble antes del remate.

ARTICULO 76. — Agrégase como último párrafo del artículo 3876 del Código Civil el siguiente:

Puede convenirse la postergación de los derechos del acreedor hasta el pago total o parcial de otras deudas presentes o futuras del deudor.

TITULO VII

Modificaciones al régimen de corretaje

ARTICULO 77. — Para la matriculación y el desempeño del corredor no será exigible el hallarse domiciliado en el lugar donde se pretende ejercer.

En los casos de corretaje inmobiliario de viviendas nuevas sólo se recibirá comisión del comitente. En las restantes operaciones la comisión al comprador no podrá exceder el 1 1/2 del valor de compra.

TITULO VIII

Modificaciones a la Ley de Fondos Comunes de Inversión

ARTICULO 78. — Modifícase la Ley 24.083, de la siguiente forma:

a) Incorpóranse dos párrafos finales al artículo 1º, el que queda redactado de la siguiente forma:

Artículo 1º: 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 futuros y opciones, instrumentos emitidos por entidades financieras autorizadas por el Banco Central de la República Argentina, y dinero, perteneciente a diversas personas a las cuales se las reconocen derechos de copropiedad representados por cuotas partes cartulares o escriturales. Estos fondos no constituyen sociedades y carecen de personería jurídica.

Los fondos comunes se constituyen 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 previsto 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 será sujeto al rendimiento de los bienes que integren el haber del fondo.

b) Sustitúyese el artículo 2º por el siguiente:

Artículo 2: La denominación fondo común de inversión así como las análogas que determinen la reglamentación podrán utilizarse únicamente para los que se organicen conforme a las prescripciones de la presente ley, debiendo agregar la designación que les permita diferenciarse entre sí. La denominación fondo común de inversión inmobiliario así como las análogas que determine la reglamentación solo podrán ser utilizadas por aquellos fondos comunes de inversión con una cantidad máxima de cuotas partes cuyo patrimonio se hallare integrado, además de por los bienes previstos en el párrafo primero del artículo 1º de esta ley, por derechos sobre inmuebles, créditos hipotecarios en primero o ulterior grado y derechos de anticresis constituidos sobre inmuebles en las proporciones que establece en la reglamentación.

c) Modifícase el inciso a) del artículo 13, el que quedará redactado de la siguiente forma:

Artículo 13: El Reglamento de Gestión debe especificar:

a) Planes que se adoptan para la inversión del patrimonio del fondo, especificando los objetivos a alcanzar, las limitaciones a las inversiones por tipo de activo y, de incluir créditos, la naturaleza de los mismos y la existencia o no de coberturas contra el riesgo de incumplimiento.

d) Modifícase el inciso c) del artículo 14, el que queda redactado de la siguiente forma:

c) La guardia y el depósito de valores y demás instrumentos representativos de las inversiones, pago y cobro de los beneficios devengados, así como el producto de la compraventa de valores y cualquiera otra

operación inherente a estas actividades. Los valores podrán ser depositados en una caja constituida según lo dispone la ley 20.643.

e) Incorporase como inciso e) del artículo 14 el siguiente:

e) En los casos de fondos comunes de inversión inmobiliaria:

I. Actuar como fiduciario, en los términos del artículo 2662 del Código Civil respecto de los inmuebles, derechos de anticresis y créditos hipotecarios, en beneficio de los cuotapartistas y conforme a las instrucciones de la sociedad gerente. Esta última deberá prestar su asentimiento expreso en todo acto de adquisición o disposición de los bienes antes indicados.

II. Realizar respecto de los bienes inmuebles todos los actos de administración que sean necesarios para su conservación, venta, hipoteca o constitución de otros derechos reales, arrendamiento o leasing conforme a las instrucciones que imparta la sociedad gerente. El reglamento de gestión podrá asignar esas tareas directamente a la sociedad gerente, sin necesidad de ningún otro instrumento.

III. Custodiar los demás bienes que integran el fondo común.

IV. Llevar por sí a través de una caja constituida según la ley 20.643, el registro de cuotaparte escriturales o nominativas y expedir las constancias que soliciten los cuotapartistas.

f) Sustituyese el artículo 17 el que quedara redactado de la siguiente forma:

Artículo 17: el dinero en efectivo no invertido perteneciente al fondo, debe depositarse en entidades financieras autorizadas por el Banco Central de la República Argentina, o para el caso de los depósitos y otras transacciones en moneda extranjera que fueran necesarias para las operaciones de los fondos comunes en mercados del exterior en las entidades financieras internacionales que reúnan las condiciones que determine la reglamentación.

g) Incorporase un párrafo final al artículo 18, el que quedara redactado de la siguiente forma:

Artículo 18: Las cuotapartes emitidas por el fondo común de inversiones estarán representadas por certificados de copropiedad nominativos o al portador, en los cuales se dejara constancia de los derechos del titular de las copropiedad y deberán ser firmados por los representantes de ambos órganos del fondo. Las firmas podrán ser estampadas por medios mecánicos copiadores. Prodrán emitirse cuotapartes escriturales, estando a cargo de la depositaria el registro de cuotapartistas. Un mismo certificado podrá representar uno o más cuotapartes. La emisión de cuotapartes debe expedirse contra el pago total del precio de suscripción, no admitiéndose pagos parciales.

Los fondos cerrados podrán emitir certificados globales para su depósito en regímenes de depósito colectivo.

h) Agregase como último párrafo del artículo 21 los siguientes:

El reglamento de gestión puede prever que al menos un (1) año antes de la expiración del plazo por el que se constituyó el fondo, una asamblea de cuotapartistas resuelva su prórroga. Los cuotapartistas disconformes con lo dispuesto por la asamblea, podrán solicitar el rescate de su cuotapartes, a las que se les integrara el valor de su participación en el término máximo de un (1) año.

A la asamblea de cuotapartistas se aplicaran las disposiciones de la ley 19.550 de sociedades comerciales relativas a la asamblea extraordinaria.

i) Agréganse como segundo, tercero y cuarto párrafo del artículo 25 de la ley 24.083, los siguientes:

Las cuotapartes y cuotapartes de renta de los fondos comunes de inversión, serán objeto del siguiente tratamiento impositivo:

a) Quedan exentas del impuesto al valor agregado las prestaciones financieras que puedan resultar involucradas en su emisión, suscripción colocación, transferencia y renta;

b) Los resultados provenientes de su compraventa, cambio, permuta, conversión y disposición, así como también sus rentas, quedan exentos del impuesto a las ganancias, excepto para los sujetos comprendidos en título VI de la Ley de Impuestos a las Ganancias (texto ordenado en 1986 y sus modificaciones). Cuando se trate de beneficiarios del exterior comprendidos en el título y de ocupación, designados a tal fin al expuesto en su artículo 21 y en el artículo 104 de la ley 11.683 (texto ordenado 1978 y sus modificaciones).

El tratamiento impositivo establecido en el párrafo anterior será de aplicación cuando los referidos títulos sean colocados por oferta pública.

Asimismo, a los efectos del impuesto al valor agregado, las incorporaciones de créditos a un fondo común de inversión, no constituirán prestaciones o colocaciones financieras agravadas. Cuando el crédito incorporado incluya intereses de financiación, el sujeto pasivo del impuesto por la prestación correspondiente a estos últimos continuará siendo el cedente, saldo que el pago deba efectuarse al cesionario o a quienes indique, en cuyo caso será quien lo reciba el que sumará la calidad de sujeto pasivo.

TITULO IX

Modificaciones al Código Procesal Civil y Comercial de la Nación

ARTICULO 79. — Modificase el Código Procesal Civil y Comercial de la Nación de la siguiente forma:

Artículo 598: Dictada la sentencia de trance y remate se procederá de la siguiente forma:

1. El juez ordenará verificar el estado físico y de ocupación, designado a tal fin al escribano que proponga el acreedor. Si de esa diligencia resulta que el inmueble se encuentra ocupado, en el mismo acto se intimará a su desocupación en el plazo de diez (10) días, bajo apercibimiento de lanzamiento por la fuerza pública.

No verificada en ese plazo la desocupación, sin más trámite se procederá al lanzamiento y se entregará la tenencia al acreedor, hasta la aprobación del remate, con intervención del notario al que se refiere el párrafo anterior. A esos fines, el escribano actuante puede requerir el auxilio de la fuerza pública, allanar domicilio los bienes que se encuentren en el inmueble, a costa del deudor.

2. El acreedor estará facultado para solicitar directamente al Registro de la Propiedad un informe sobre el estado y gravámenes que afectaren el inmueble hipotecado, con indicación del importe de los créditos, sus titulares y domicilios.

3. Asimismo, el acreedor puede requerir la liquidación de las deudas que existan en concepto de expensas de la propiedad horizontal, impuestos, tasas y contribuciones que pesen sobre el inmueble, bajo apercibimiento que de no contarse con dichas liquidaciones en el plazo de diez (10) días hábiles desde la recepción de su solicitud, se podrá subastar el bien como si estuviera libre de deudas. Los reclamos que se dedujeron por aplicación de lo dispuesto en este inciso no afectarán el trámite de remate del bien gravado.

4. La venta quedará perfeccionada una vez pagado el precio en el plazo que se haya estipulado y realizada la tradición a favor del comprador. El pago se podrá realizar directamente al acreedor, quien deberá depositar el remanente dentro del quinto día verificado el cobro. Si el acreedor ostenta la tenencia del inmueble subastado, podrá transmitirla directamente al comprador: caso contrario y no habiendo mediado desposesión como lo prevé el inciso 1 deberá ser entregado con intervención del juez. La protocolización de las actuaciones será extendida por intermedio del escribano designado por el comprador, sin que sea necesaria la comparecencia del ejecutado.

5. El deudor ni el tercero, poseedor del inmueble hipotecado, pueden interponer incidente ni recurso alguno, salvo las defensas del artículo 64 en la oportunidad del artículo 54, sin perjuicio de que el deudor pueda ejercitar, en juicio sumarísimo posterior, los derechos que tenga que reclamar el acreedor. Si

existiera peligro de desprotección de alguno de los interesados, se notificará al defensor oficial para que asuma el control del proceso de ejecución de la garantía.

6. Una vez realizada la subasta y cancelado el crédito ejecutado, el deudor podrá impugnar por la vía judicial:

- a) La liquidación practicada por el acreedor, y
- b) El incumplimiento de los recaudos establecidos en el presente artículo por parte del ejecutante.

En todos los casos el acreedor deberá indemnizar los perjuicios ocasionados, sin perjuicio de las sanciones penales y administrativas de que se hiciera pasible.

7. En los casos previstos en el presente artículo, no procederá la compra en comisión ni la indisponibilidad de los fondos de la subasta.

No obstante el juez podrá pedir caución suficiente al acreedor.

TITULO X

Modificaciones al Régimen Registral

ARTICULO 80. — Cuando la ley lo autorice pueden ser inscritos los instrumentos privados, siempre que la firma de sus otorgantes esté certificada por escribano público.

ARTICULO 81. — La situación registral sólo variará a petición de:

- a) El autorizante del documento que se pretende inscribir, o su reemplazante legal;
- b) Quien tuviere interés para asegurar el derecho que se ha de registrar.

TITULO XI

Modificaciones al Código Penal

ARTICULO 82. — Agrégase al artículo 173 del Código Penal, los siguientes incisos:

12. El titular fiduciario, el administrador de fondos comunes de inversión o el dador de un contrato de leasing, que en beneficio propio o de un tercero dispusiere, gravare o perjudicare los bienes y de esta manera defraudare los derechos de los cocontratantes.

13. El que encontrándose autorizado para ejecutar extrajudicialmente un inmueble lo ejecutara extrajudicialmente un inmueble lo ejecutara en perjuicio del deudor, a sabiendas de que el mismo no se encuentra en mora, o maliciosamente omitiera cumplimentar los recaudos establecidos para la subasta mediante dicho procedimiento especial.

14. El tenedor de letras hipotecarias que en perjuicio del deudor o de terceros omitiera consignar en el título los pagos recibidos.

TITULO XII

Modificaciones a las leyes impositivas

CAPITULO I

ARTICULO 83. — Los títulos valores representativos de deuda y los certificados de participación emitidos por fiduciarios respecto de fideicomisos que se constituyan para la titulización de activos, serán objeto del siguiente tratamiento impositivo:

a) Quedan exentas del impuesto al valor agregado las operaciones financieras y prestaciones relativas a su emisión, suscripción, colocación, transferencia, amortización, intereses y cancelación, como así también las correspondientes a sus garantías;

b) Los resultados provenientes de su compraventa, cambio, permuta, conversión y disposición, como así también sus intereses, actualizaciones y ajustes de capital, quedan exentos del impuesto a las ganancias, excepto para los sujetos comprendidos en el Título VI de la Ley de Impuesto a las Ganancias (texto ordenado 1986) y sus modificaciones. Cuando se trate de beneficiarios del exterior comprendidos en el título V de la citada norma legal, no regirá lo dispuesto en su artículo 21 y en el artículo 104 de la Ley 11.683 (texto ordenado 1978) y sus modificaciones.

El tratamiento impositivo establecido en este artículo será de aplicación cuando los referidos títulos sean colocados por oferta pública.

ARTICULO 84. — A los efectos del impuesto al valor agregado, cuando los bienes fideicomitidos fuesen créditos, las transmisiones a favor del fideicomiso no constituirán prestaciones o colocaciones financieras gravadas.

Cuando el crédito cedido incluya intereses de financiación, el sujeto pasivo del impuesto por la prestación correspondiente a estos últimos continuará siendo el fideicomitente, salvo que el pago deba efectuarse al cesionario o a quien éste indique, en cuyo caso será quien lo reciba el que asumirá la calidad de sujeto pasivo.

ARTICULO 85. — Las disposiciones del presente capítulo entrarán en vigencia el primer día del mes subsiguiente al de la publicación de la presente ley.

TITULO XIII

Desregulación de aspectos vinculados a la construcción en el ámbito de la Capital Federal (artículos 86 al 98)

ARTICULO 86. — Agrégase al artículo 2.1.3.7 del Código de la Edificación (ordenanza 33.387 oficializada por ordenanza 33.515 de la Municipalidad de la Ciudad de Buenos Aires) el siguiente párrafo:

Ante la presentación de la documentación exigida para la ejecución de obras que requieran permiso, se expedirán inmediatamente y en un mismo acto, el número de expediente y la registración, postergando cualquier análisis sobre aquella documentación para la etapa siguiente de fiscalización, basada en la responsabilidad profesional.

ARTICULO 87. — Agrégase al inciso a) del artículo 2.1.2.2. Del Código de la Edificación (ordenanza 33.387 oficializada por la 33 515 de la Municipalidad de Buenos Aires), como último párrafo el siguiente:

Cuando la entrega de los certificados exigidos para el permiso de obra demorase más de cuarenta y ocho (48) horas, el interesado quedará autorizado para suplirlos con la presentación de la solicitud correspondiente en la que constará el incumplimiento del plazo antes mencionado.

ARTICULO 88. — Derógase la exigencia del registro de gestores, prevista por el artículo 2.5.9.6. del Código de Edificación (ordenanza 33.387 oficializada por ordenanza 33.515).

ARTICULO 89. — Redúcese el costo del derecho de ocupación y uso de la vía pública con obradores de empresas privadas por cuenta de terceros, previsto por el artículo 26 de la Ordenanza Tarifaria para el año 1994 (47.548), a la suma de cinco centavos (\$ 0,05).

ARTICULO 90. — Redúcese la contribución por publicidad prevista por el artículo 65 de la Ordenanza Tarifaria para el año 1994 (47 548), al cinco por ciento (5%) del valor anual de la mayor tarifa para un aviso frontal simple conforme el artículo 13.4.14 del Código de la Publicidad (ordenanza 41.115), con un importe único para toda la Capital.

ARTICULO 91. — Derógase el artículo 2 y la obligación de percibir honorarios por etapas prevista en los capítulos II, III y IV del arancel aprobado por decreto ley 7887/55.

ARTICULO 92. — Derógase el artículo 2.1.1.4. del libro segundo del Código de Etica para la Agrimensura, Arquitectura e Ingeniería, aprobado por decreto 1099/84.

ARTICULO 93. — Derógase la intervención del Consejo Profesional respectivo en la extensión del certificado de encomienda de tareas profesionales, previsto en el apartado 4, inciso a), del artículo 2 1.2.2. del Código de la Edificación (ordenanza 33.387, oficializada por ordenanza 33.515).

ARTICULO 94. — Prohíbese a los colegios profesionales de agrimensura, arquitectura e ingeniería exigir a sus matriculados, en forma previa a la realización de actividades en que éstos asuman responsabilidad profesional, cualquier clase de certificado de habilitación y registro de encomienda.

ARTICULO 95. — Suprímese el Registro Municipal de Profesionales al que se refiere el artículo 2.5.9.1. y concordantes del Código de la Edificación (ordenanza 33.387, oficializada por ordenanza 33.515) y créase, en su reemplazo un Registro de Profesionales Sancionados, donde figurarán exclusivamente aquellos profesionales que hayan sido suspendidos o inhabilitados para ejercer en el ámbito municipal.

Podrán ejercer libremente su profesión en el ámbito de la Capital Federal, de conformidad con lo establecido por el decreto 2293 del 2 de diciembre de 1992, quienes no se encuentren incluidos en el Registro de Profesionales Sancionados mencionado en el párrafo anterior.

ARTICULO 96. — Derógase el visado del consejo profesional respectivo del letrado reglamentario de obra, previsto en el apartado 5, inciso a), del artículo 2.1.2.2. del Código de la Edificación (ordenanza 33.387, oficializada por ordenanza 33.515).

ARTICULO 97. — Déjase sin efecto toda norma legal que se oponga al contenido de la presente ley.

ARTICULO 98. — Comuníquese al Poder Ejecutivo. — ALBERTO R.PIERRI. — FAUSTINO MAZZUCCO. — Esther H. Pereyra Arandía de Pérez Pardo. — Eduardo Piuzzi.

DADA EN LA SALA DE SESIONES DEL CONGRESO ARGENTINO, EN BUENOS AIRES, A LOS VEINTIDOS DIAS DEL MES DE DICIEMBRE DEL AÑO MIL NOVECIENTOS NOVENTA Y CUATRO.