

**EL TÍTULO REPRESENTATIVO DE DEUDA,
EMITIDO EN EL MARCO DEL FIDEICOMISO
FINANCIERO DE LA LEY 24.441***

Jorge Roberto Hayzus

TEMARIO

- I) El marco general del fideicomiso financiero.
- II) Estructura del fideicomiso.
- III) Diseño de la titulización de créditos.
- IV) Consideraciones sobre el nivel de riesgo.
- V) Un paso más para desentrañar la esencia del título de deuda.

CONCLUSIONES

Primera: Al introducir el título representativo de deuda en el fideicomiso financiero con un sentido de limitación de la responsabilidad del emisor, la Ley ha creado una categoría de título-valor diferente de las demás, que ha de ser manejada en sus propios términos.

Segunda: Así como dista la cuota-parte de un fondo común de inversión del emisor de las acciones en cartera de aquél, así también está separado el título de deuda del deudor original. En ambos casos se trata de “derivados financieros”.

Tercera: El título de deuda sirve para acotar los derechos del tenedor en la distribución de los fondos provenientes de la cartera afectada en respaldo de aquel. A cambio de tal limitación, el título de deuda consigue prioridad frente a los certificados de participación.

Cuarta: Las normas de la Ley proveen el soporte necesario para una estructura de dos o más niveles de participación, dejando margen a la libre contratación de acuerdos que satisfagan las expectativas de los inversores.

- I) El marco general del fideicomiso financiero.

En términos funcionales, los activos fideicomitados sirven de base para la emisión de títulos-valores y constituyen la fuente de los pagos comprometidos conforme a sus condiciones de emisión.¹

Dentro del esquema del fideicomiso financiero, cabe preguntarse respecto de los títulos representativos de deuda.

* Sancionada a fines de Diciembre 1994, promulgada y publicada en Enero 1995 (Boletín Oficial del 16 de enero de 1995) esta Ley lleva por título “Financiamiento de la Vivienda y la Construcción” y abarca una variedad de materias, que van desde reformas al Código Civil hasta reglamentaciones locales en el ámbito de la Capital Federal. Esta ponencia trata de la institución del fideicomiso y su aplicación en operaciones del mercado de capitales. Las disposiciones de la Ley son citadas por número del respectivo artículo.

¹ En el fideicomiso financiero, los beneficiarios son “...los titulares de certificados de participación en el dominio fiduciario o de títulos representativos de deuda garantizados con los bienes así fideicomitados.” (Art. 19). Agrega el Art. 20: “El contrato de fideicomiso deberá contener las previsiones del Art. 4° y las

- a) Para qué el emisor crea estos títulos?
- b) El título representa la deuda de quién?
- c) Qué pasa si el tenedor del título no cobra?
- d) Pueden coexistir títulos representativos de deuda y certificados de participación en el marco de un mismo fideicomiso?

Junto a muchas otras que podrían surgir, estas preguntas apuntan a una cuestión más general, respecto de la naturaleza de dichos títulos-valores. De entrada, se la percibe distinta de la conocida en la vertiente del venerable debenture y de la actual obligación negociable. Hay en común la obligación de dar sumas de dinero, nacida de un acto de emisión. Pero se advierte que tanto el título representativo de deuda como el certificado de participación confieren a su tenedor derechos condicionados por las modalidades del contrato de fideicomiso en cuya virtud son creados. En ambos casos, su fundamento se halla en los bienes fideicomitados, que sirven de fuente de recursos para el pago.² Su alcance está limitado por los mismos bienes, por cuanto el pago se cumplirá en la medida en que sean suficientes.³

Entonces, el tenedor de un título de deuda emitido en estas condiciones no es un acreedor tal como lo es un obligacionista. Este puede ejercer una acción ejecutiva para cobrar, y la sociedad emisora puede ser mandada a la quiebra. Aquel debe leer atentamente el prospecto de emisión para saber a qué atenerse.⁴

A qué responde esta diferencia en el tratamiento de dos títulos que se presentan bajo formas externas casi idénticas?⁵

Cuál es el sentido del régimen instituido por la Ley de Fideicomisos en un plano normativo tan particular?

II) Estructura del fideicomiso.

A partir del momento en que ciertos bienes (dinero, créditos, derechos contractuales y activos realizables) son transferidos por su dueño a un fiduciario, comienzan a producirse los efectos del contrato entre ambos, efectos que se proyectan hacia terceros y que responden al interés del dueño (fiduciante) y de los terceros (beneficiarios) en un negocio determinado.⁶

Aunque el Art. 6 de la Ley induzca a concebir el fideicomiso como una instrucción al fiduciario para que entregue los bienes fideicomitados al cumplirse un término o una condición, la misión encomendada al fiduciario se desarrolla típicamente durante la vigencia del contrato de fideicomiso y se refiere a la disposición de dichos bienes en favor de los beneficiarios a lo largo del tiempo. Si cum-

condiciones de emisión de los certificados de participación o títulos representativos de deuda.”

² Dice el Art. 14: “ Los bienes fideicomitados constituyen un patrimonio separado del patrimonio del fiduciario y del fiduciante”.

³ “Los bienes del fiduciario no responderán por las obligaciones contraídas en la ejecución del fideicomiso, las que sólo serán satisfechas con los bienes fideicomitados...” (Art. 16).

⁴ El Art. 21 se refiere “...a un prospecto en el que constarán las condiciones de emisión.....con somera descripción de los derechos que confieren...” los títulos-valores emitidos. Ver Cap. XI, “Fideicomiso” de las Normas de la Comisión Nacional de Valores, Art. 21. (Texto Ordenado Resolución General 290/97, Boletín Oficial del 22 de julio de 1997), citado en adelante como Normas.

⁵ Recogiendo el principio establecido por el Art. 16 de la Ley, las Normas determinan en sus Arts. 13 y 14 del Capítulo XI el texto de una leyenda que ha de insertarse en los títulos de deuda.

⁶ El fiduciante no se desprende a título gratuito de los bienes que transfiere al fiduciario. A su vez, los beneficiarios no son tales en virtud de una liberalidad del fiduciante sino porque le han pagado algo por los

plido el plazo quedarán bienes en poder del fiduciario, éste los entregará al fiduciante o a los beneficiarios residuales, llamados “fideicomisarios”.

La función del fiduciario es activa durante todo el período que abarque el contrato, pues debe atender a la custodia y administración de los bienes a su cargo y realizar las prestaciones convenidas a favor de los beneficiarios.⁷ La lacónica expresión del Art. 1° de la Ley “...ejercer [la propiedad] en beneficio de...” encierra en sí el sentido del fideicomiso, pero de hecho éste se despliega a lo largo de su vigencia en una variedad de actos que requieren del fiduciario un desempeño eficaz conforme a las finalidades del contrato.

En virtud de las atribuciones conferidas al fiduciario se llevan a cabo las operaciones que interesan a los beneficiarios, lo cual se hace patente en el caso del fideicomiso financiero con el cumplimiento de los pagos establecidos en las condiciones de emisión de los títulos-valores. Como es sabido, el flujo de fondos puede provenir de diversas fuentes, según la índole de los activos fideicomitados, por ejemplo.

- de inversiones inmobiliarias, por la renta de alquileres;
- de la explotación de autopistas, puentes y gasoductos, por el peaje;
- de la construcción de viviendas, por los intereses y amortizaciones de créditos hipotecarios en concepto de saldo de precio.

A los fines de la Ley 24.441, el rubro más importante es el financiamiento de la compra de viviendas en gran escala, para lo cual ha favorecido especialmente

a) La solidez de la garantía hipotecaria, con un régimen extrajudicial de ejecución.⁸

b) La cesibilidad del crédito, con el consentimiento anticipado del deudor,⁹ la transferencia de múltiples créditos por acto único¹⁰ y la exención del IVA.¹¹

c) La alternativa de situar una cartera de créditos con un fiduciario o en una sociedad de objeto especial, que la afecte en garantía de sus títulos.¹²

Estos rasgos de la legislación vigente determinan la posibilidad de:

- aislar una cartera de créditos hipotecarios allí donde no puedan ser alcanzados por la acción de acreedores terceros¹³ y
- definir un cronograma de ingresos (provenientes de múltiples deudores) que a su vez permita pronosticar el flujo de recursos necesarios para atender el servicio de los títulos-valores emitidos con el respaldo de aquella cartera.

III) Diseño de la titulización de créditos.

De lo que antecede podrían deducirse las respuestas a las dos primeras preguntas formuladas al comienzo, con relación a los títulos de deuda.

En cuanto a la primera, la creación de estos títulos obedece a la necesidad de

derechos que el fideicomiso les confiere. Se trata en efecto de un acto de comercio.

⁷ El Art. 6° de la Ley recoge el concepto tradicional en cuanto a que el fiduciario debe desempeñarse “...con la prudencia y diligencia del buen hombre de negocios que actúa sobre la base de la confianza depositada en él”.

⁸ Título V, Arts. 52 a 67.

⁹ Art. 72, inc a).

¹⁰ Art. 71.

¹¹ Art. 84.

¹² Art. 70, inc. b).

resarcir al fiduciante el valor del activo transferido, o alternatively permitirle conseguir un préstamo con la garantía de la cartera fideicomitida.

En cuanto a la segunda, el título representa en efecto la deuda de alguien, concebido como el conjunto de personas obligadas en virtud de los derechos creditorios constituidos en favor del fiduciante y transferidos por éste al fiduciario. Sin embargo, hay que advertir que dicha deuda “subyacente” no llega como tal a los tenedores sino a través del contrato de fideicomiso y modulada por las cláusulas que definen su carácter de beneficiarios. Se encontrará una ampliación de este concepto en el Cap. V.

Al decir que el título representativo de deuda representa la deuda de terceros se insinúa la figura del “conducto”, que resulta muy expresiva en el contexto de la titulización de créditos. La Ley de Fideicomisos ha provisto los principios jurídicos y los elementos contractuales necesarios para armar, en cada caso, la “tubería” que conduzca el dinero de la cobranza desde los bolsillos de los deudores hasta las cuentas de los tenedores de títulos. Dicha “tubería” se compone de cuatro tramos principales, que consisten en:

a) Desvincular al titular de los derechos, por transferencia (irreversible) de la propiedad de dichos activos.¹⁴

b) Alojarse los activos allí donde no puedan ser alcanzados por terceros acreedores, ni los del propio fiduciante, ni los del fiduciario, ni los de los beneficiarios.¹⁵

c) Organizar la percepción de los pagos, atender los casos de mora o incumplimiento, pagar los gastos del fideicomiso y proveer a la distribución de fondos de acuerdo con las disposiciones del contrato y con las condiciones de emisión de los títulos.

d) Facilitar la negociabilidad de los derechos de los beneficiarios mediante la autorización de oferta pública de los títulos y, en su caso, la cotización en Bolsa de los mismos.¹⁶

La figura del “conducto” obliga a recordar el principio de hidrostática en cuya virtud sale del tubo lo que entró, a veces un poco menos y nunca más de lo que entró. Por consiguiente, las expectativas de cobro de los tenedores de títulos están definidas por la masa de créditos asignados a la operación, y circunscriptas al monto de lo que efectivamente sea percibido de los deudores. Ese dato pone de relieve el riesgo que rodea a la cartera, el cual ha de ser debidamente evaluado por entidades calificadoras de riesgo en función de las características de los préstamos, del cuidado con el que hayan sido seleccionados los deudores y de la experiencia del mercado en materia de incobrabilidad.¹⁷

¹³ Art. 15.

¹⁴ Sin perjuicio de la irrevocabilidad del fideicomiso financiero, se suele admitir que el fiduciante recompre un crédito moroso, o lo permute por otros créditos sanos de monto equivalente, en virtud de compromisos expresos del fiduciante, contraídos para mantener la calificación de riesgo de los títulos durante la vigencia de éstos.

¹⁵ En cuanto a los acreedores del beneficiario, el Art. 16 “in fine” sólo les permite “...ejercer sus derechos sobre los frutos de los bienes fideicomitados y subrogarse [en los derechos del beneficiario]”.

¹⁶ A partir del reconocimiento (Art. 19, segundo párrafo) de los certificados de participación y de los títulos representativos de deuda como títulos-valores – que muestran los atributos de tales conforme a los criterios generalmente aceptados por la legislación y la doctrina – la Ley 24.441 les abrió el camino de la oferta pública. No podría decirse lo mismo de las “letras hipotecarias”, a pesar de lo que afirma el Art. 35 acerca de su naturaleza.

¹⁷ Ver Normas, Cap. XI, Art. 26 y los requisitos establecidos en el Anexo II para el Prospecto, en particular los

IV) Consideraciones sobre el nivel de riesgo.

Cuando es alto el índice de morosidad e incobrabilidad de una cartera de créditos, la empresa titular ve desmejorada la calificación que se le otorga a la hora de tomar préstamos. Por otra parte, aún si es bajo el riesgo de la cartera, pueden haber otros factores que incidan en el negocio, por lo cual la empresa no disfruta de la tasa de interés que correspondería al buen comportamiento de aquellos activos sino soporta la calificación del negocio en su conjunto.

Lo explica Steven L. Schwarcz, el prestigioso abogado norteamericano que abrió los cauces del “structured finance” a nivel profesional y académico, al comienzo de su famoso artículo titulado “The Alchemy of Asset Securitization”, en estos términos:

“La empresa se “desconstruye” parcialmente al separar ciertos tipos de activos de alta liquidez, de los riesgos generalmente incorporados a sus negocios”. Gracias a ello, la empresa consigue fondos en el mercado de capitales sobre la base de aquellos activos, a un costo menor del que pagaría colocando sus propias obligaciones.¹⁸

Tal vez convenga matizar un poco más el concepto arriba enunciado, antes de adherir al entusiasmo del autor por la “alquimia” del sistema. Partiendo del mismo supuesto, cabría preguntarse qué efecto tendría sobre la marcha de la empresa el haberse desprendido de sus activos más líquidos para hacerse de dinero en un momento dado.

En el mercado local, ya hay experiencias de titulización de créditos de relativamente rápida rotación, como son los pasajes aéreos y las ventas a plazo de artefactos domésticos. Pero cuando se piensa en deuda respaldada por activos (“asset-backed securities”) se entiende generalmente créditos de largo plazo, especialmente los préstamos hipotecarios para la vivienda.

Puede ser que el Sr. Schwarcz haya utilizado la expresión “highly liquid assets” en el sentido de la facilidad con la cual su titular puede desprenderse de ellos mediante cesión o transferencia en un mercado activo. En tal caso, permanece en pie la noción de “desagregar” o “separar” dichos activos, como principio básico de la titulización.

A la luz de nuestra propia legislación, inspirada por políticas de promoción a la construcción y al financiamiento de la vivienda, cabría poner el acento en la calidad del riesgo de crédito, sin mayor referencia al plazo de vencimiento. Además, por razones prácticas, importan el costo y el tiempo de perfeccionar la transferencia de los créditos¹⁹ así como los resguardos que amparan al cesionario respecto de las excepciones oponibles por el deudor.²⁰

Con todas las ventajas de la titulización y sus positivos efectos en cuanto a la movilización de recursos dentro del mercado de capitales, el sistema que ha viabilizado la Ley 24.441 no alcanza a justificar la euforia de presuntos alquimistas. No hay transmutación en su sentido medieval. Lo que sí hay es la posibilidad de manejar riesgos y asignarlos en proporción al rendimiento, mediante cláusulas

puntos 4 y 5.

¹⁸ Steven L. Schwarcz, “The Alchemy of Asset Securitization”, en *Stanford Journal of Law, Business and Finance*, Vol. 1, N° 1, Otoño 1994, págs. 134 y 135.

¹⁹ Arts. 12 y 13.

contractuales e instrumentos adecuados, de modo a atraer inversores en el marco del mercado de capitales.

V) Un paso más para desentrañar la esencia del título de deuda.

Convendría ahora recordar las disposiciones de la Ley y de la Comisión Nacional de Valores en cuanto concierne a la emisión de títulos representativos de deuda, caracterizando los casos típicos.

a) La entidad que ha originado los créditos emite los títulos de deuda, estableciendo una garantía a favor de los tenedores mediante la institución de un fideicomiso. El fiduciario recibe en carácter de tal la cesión de la cartera y aplica la cobranza al pago de los servicios de amortización e intereses del préstamo instrumentado con dichos títulos. El emisor puede limitar su responsabilidad al monto de la cartera afectada y la cobranza consiguiente, conservando como fideicomisario el derecho a percibir el eventual sobrante. Alternativamente, puede permanecer obligado por el saldo no cubierto por la garantía, tal como ocurre con las obligaciones negociables provistas de garantía especial.²¹

b) La entidad que ha acumulado una cartera, sea por originación o como cesionario, la transfiere a un fiduciario y le encomienda que emita títulos de deuda respaldados por la cartera en fideicomiso. La entidad recibe el producido neto de la colocación de los títulos y se libera de toda obligación frente a los tenedores, salvo disposiciones expresas en el contrato.

c) Se constituye una “sociedad de objeto especial” (tiene que ser “cero kilómetro”) para que adquiera créditos hipotecarios de una única o de varias procedencias, pagando por ellos con el producido de una emisión de títulos de deuda, que a su vez son garantizados por la cartera mediante la cesión simultánea de la misma a un fiduciario.²²

Salvo que el emisor ofrezca su garantía personal, como en el primer caso, o que intervenga alguna forma de seguro de crédito, como sucede en los Estados Unidos, surge la necesidad de ajustar prudentemente las condiciones de emisión de los títulos de deuda a las perspectivas de cobranza de la cartera. El capital de deuda al origen, la amortización progresiva del mismo y el pago de intereses están dictados, de hecho, por el ingreso previsto de las cuotas hipotecarias comprometido por los deudores. De estos ingresos habrá que deducir honorarios, impuestos, gastos legales y de auditoría, pérdidas en recupero de créditos, etc., que erosionan el haber del fideicomiso.

Para proveer un margen de seguridad que ayude a la buena calificación de los títulos de deuda se recurre a la reducción del monto de la emisión, o lo que es lo mismo, se establece una sobre-cobertura en términos de valor capital de la cartera afectada. Por obra de este excedente, cabe introducir en el esquema un título subordinado,²³ susceptible de calificación a un nivel inferior, que suele caracterizarse como “certificado de participación” emitido por el fiduciario. Las expecta-

²⁰ Art. 72, inc. b).

²¹ Normas, Cap. XI, Art. 14 inc.a).

²² Art. 70, inc. b) y Normas, Cap XI, Art. 14 inc. b).

²³ El Art. 76 incorpora la noción de “subordinación” mediante un agregado al Art. 3876 del Código Civil,

tivas de los tenedores de certificados son menos precisas que las del inversor en títulos de deuda, pero pueden verse favorecidas por el buen comportamiento de la cartera, al término del reembolso de los títulos de deuda.

La combinación del sobredimensionamiento de la cartera con la subordinación de los certificados de participación devuelve a los títulos de deuda algunos caracteres de certeza que justifican hasta cierto punto su denominación. Es cierto que no los respalda la obligación personal del emisor. Sin embargo, la tabla de amortización y pago de intereses de los títulos es cotejable con el pronóstico de ingresos de la cartera, y de esta comparación se desprende el margen de protección que ampara a los tenedores, tornando atractiva la inversión.

Ambas categorías de tenedores, tanto los de títulos de deuda como los de certificados de participación, son beneficiarios del fideicomiso en la medida determinada por las condiciones de emisión y por el contrato de fideicomiso que les sirve de base. En consecuencia, dichos beneficiarios tienen derecho a reclamar ante el fiduciario el pago de las prestaciones convenidas, en tanto el activo del fideicomiso contenga fondos suficientes para efectuar el pago. El fiduciario está obligado a mantenerlos informados sobre la evolución de la cartera y el estado de caja. Además, en cuanto son beneficiarios, los tenedores tienen acción contra el fiduciario para resarcirse de cualquier perjuicio que éste les haya causado por mal desempeño de sus funciones, en violación de los deberes legales y contractuales a los que está sujeto como tal.

Al suscribir los títulos, los inversores dan su tácita aceptación a la oferta que se les hizo, de convertirse en beneficiarios del fideicomiso, y con ello adhieren a los términos del contrato. Conforme al mismo, se establece cuánto y cuándo han de recibir los tenedores por distribución de fondos que efectúe el fiduciario. Se desprenden dos conclusiones significativas:

- Los tenedores no tienen acceso directo a los bienes fideicomitados, ni por acción individual ni por acción colectiva, salvo que el fiduciario haya omitido hacer un pago teniendo fondos disponibles para hacerlo, en cuyo caso puede ser compelido judicialmente.

- Si falta dinero suficiente para atender todos los pagos debidos, el fiduciario deberá distribuir lo que pueda en cada oportunidad, respetando el orden de prelación establecido en el contrato y asignando fondos a pro-rata entre los beneficiarios del mismo rango.

Bajo estas condiciones, resulta forzado extender al tenedor de títulos de deuda el carácter de acreedor del fideicomiso, con el alcance que tiene este término en otros órdenes de operación del mismo. En cambio, son verdaderos acreedores el Fisco, el propio fiduciario por sus honorarios, quienes prestan servicios indispensables al funcionamiento del fideicomiso, y algunos más.

La posición del tenedor se encuadra perfectamente como beneficiario bajo el contrato. El título de deuda le confiere cierta prioridad en la distribución, pero no más que eso. Si llegara el caso en que los ingresos periódicos del fideicomiso se interrumpiesen por causa de una conmoción general, o cayeran debido a una crisis que afecte a muchos deudores, el fiduciario se vería imposibilitado de cumplir con los pagos convenidos. La emergencia puede ser transitoria o durar bastante tiempo, sin que la suspensión de pagos implique necesariamente “insuficiencia del patrimonio fideicomitado” como dice el Capítulo VI de la Ley.

El incumplimiento del fiduciario, ocurrido a pesar de su correcta administración de la cartera, no es pues asimilable a la mora en el pago de un cupón de obligaciones negociables, ni acarrea la caducidad de los plazos respecto del saldo de capital de los títulos de deuda. Cumpliendo con las previsiones del contrato para tal eventualidad, el fiduciario habrá de notificar a los tenedores el inconveniente sobrevenido, y en consideración a sus causas y posibles soluciones les propondrá una postergación de los vencimientos o, en su caso, un plan de regularización. Los tenedores reunidos en Asamblea tratarán la propuesta, que una vez aceptada por mayoría calificada importará una modificación de las condiciones de emisión.²⁴

definiéndola como una "...postergación de los derechos..." hasta que sean satisfechos otros acreedores.

²⁴ Establecido el principio de la inmunidad del fiduciario frente a los acreedores del fideicomiso en caso de imposibilidad de atenderlos por insuficiencia de fondos (Art. 16), la Ley en su Art. 23 remite la solución a una asamblea de tenedores de títulos de deuda. Esta tendrá en cuenta las disposiciones del Art. 24, salvo que en el contrato de fideicomiso se hayan previsto los pasos a seguir.