

SECURITIZACIÓN. ALTERNATIVAS DE INSTRUMENTACIÓN EN LA ARGENTINA

DIEGO MARTÍN SABAT

PONENCIA

a) La securitización de activos es una alternativa de financiación mediante la emisión de títulos valores respaldados por el flujo de fondos provenientes de activos, que se encuadra dentro del fenómeno de la “desintermediación financiera”.

b) Se pueden establecer tres tipos de estructuras básicas para la implementación del proceso de securitización o titulación de activos, que dependerán de la forma en que se afecten los activos al repago de los títulos emitidos en función de ellos: *pass through*, *asset-backed securities* y *pay through*.

c) Las adecuaciones normativas impuestos por la ley 24.441. Financiamiento de la vivienda y la construcción, abren la posibilidad de consolidar el desarrollo de la securitización en la Argentina, brindando un marco que genera mayor seguridad jurídica para inversores.

d) La securitización requiere de “vehículos” que le sirvan de alternativa, es decir de las figuras jurídicas que el ordenamiento positivo brinde para viabilizar un proceso de securitización.

e) En nuestro sistema jurídico los “vehículos” que pueden utilizarse para la securitización o titulación creativos son: – obligaciones negociables garantizadas, – Fondos Comunes Cerrados, – Sociedad de Objeto Especial, – Fideicomiso financiero.

FUNDAMENTOS

1. Introducción

La securitización de activos se presenta como uno de los temas que estimamos va a ocupar la atención de las autoridades nacionales, los asesores legales y operadores económicos, por los potenciales beneficios que presenta este proceso, de hecho puede

comprobarse en la magnitud que ha alcanzado en los mercados desarrollados en esta materia.

El impulso que la securitización desarrolle en nuestro país se verá fortalecido por las contribuciones, a través de estudios e investigaciones, de la doctrina; en un tiempo en el cual el derecho debe dar respuestas adecuadas a las constantes innovaciones del mercado.¹

En este marco, en el presente trabajo indagaremos dentro del ordenamiento jurídico argentino los instrumentos legales aptos para viabilizar un proceso de securitización, a la luz de las recientes reformas legislativas. Previamente daremos los conceptos básicos sobre lo que debe entenderse por proceso de securitización.

2. *El proceso de securitización o titulización de activos*

2.1. *Concepto*

Según Lisoprawski la securitización “consiste básicamente en transformar activos crediticios inmovilizados, tales como préstamos hipotecarios, prendarios, créditos provenientes del uso de tarjetas de créditos (*credit cards*), facturas comerciales comunes, de servicios (gas, luz, teléfonos), peaje de autopistas, leasing, etcétera, en títulos valores colocados entre el público inversor”.²

Por su parte Ganapolsky expresa que “es un proceso por el cual un conjunto de activos que presentan ciertas condiciones de homogeneidad se reúnen en una cartera para ser afectados al pago de títulos emitidos con el respaldo de dicha cartera”. Continúa “securitizar es movilizar una cartera de activos relativamente ilíquidos a través de la emisión de títulos valores”.³

Por último podemos mencionar la definición que nos brinda Paolantonio “la securitización importa el agrupamiento de créditos y su conversión a títulos valores, los que se suscriben y son colocados entre los inversores, estando los créditos incorporados a los títulos garantizados por los activos subyacentes y su flujo de fondos asociado”.⁴

La securitización es una alternativa de financiación, es decir se convierte en una nueva fuente proveedora de fondos, mediante la emisión de títulos valores respaldado por el flujo de fondos provenientes de activos.

¹ PAOLANTONIO, Martín E.: *Fondos Comunes de Inversión. Mercado Financiero y Mercado de Capitales. Securitización o Titulización*. Depalma, Bs. Aires, 1994, p. 180.

² LISOPRAWSKY, Silvio: “La securitización. Necesidad de una legislación de fideicomiso financiero”, *LL*, 1994-B-1172.

³ GANAPOLSKY, Eduardo J.J.: “Securitización: un nuevo desafío”, *Revista de la Bolsa de Comercio de Rosario*, año XL, n° 1462, abril 1994, p. 10.

⁴ ZOE SHAW: *International Securitisation*, Macmillan. Londres, 1991, p. 1; citado por Martín E. PAOLANTONIO: *Fondos Comunes de Inversión. Mercado Financiero y Mercado de Capitales. Securitización o Titulización*, Depalma, Bs. Aires, 1994, p. 181.

La securitización de activos se enmarca dentro del fenómeno de la *desintermediación financiera*⁵, que se manifiesta por la tendencia cada vez mayor de suplantar el instrumento tradicional para la obtención de dinero —el crédito bancario— por mecanismos que vinculan directamente el ahorro (inversores) con los solicitantes de recursos, de lo que resulta una disminución del costo de endeudamiento.

2.2. Partes Intervinientes

Las partes intervinientes en un proceso de securitización pueden agruparse en dos categorías, las necesarias y las contingentes. Entre las primeras encontramos a:

- *Originante*: es el titular de los créditos a securitizar.
- *Vehículo*: es la figura jurídica que actúa como receptor de los créditos y emisor de los títulos. Refiere a la “denominación neutra que se le da a la categoría o especie jurídica que se empleará para emitir los títulos y que podrá ser el mismo acreedor originante (titular de los activos) o un tercero. Vgr. una entidad financiera o una sociedad securitizadora”.⁶
- *Inversor*: es quien adquiere los títulos, y que puede ser un inversor individual o institucional.
- *Sociedad calificadora*: es aquella empresa que califica el riesgo de repago de los títulos emitidos.

Son partes contingentes:

- *Tomadores o colocadores de los títulos emitidos* (*underwriters*: Bancos de Inversión, Agentes Bursátiles).
- *Administrador de la cartera securitizada*.
- *Depositario*.
- *Garante*.

2.3. Estructuras básicas de un proceso de securitización

Se pueden establecer tres tipos de estructuras para la implementación del proceso de securitización, que dependerán de la forma en que se afecten los activos al repago de los títulos emitidos en función de ellos.⁷

– *Pass Through*: en esta modalidad la cartera de activos es transferida a un tercero, el vehículo para que emita con el respaldo de la misma títulos cuyo pago estará ligado al flujo de fondos emergentes de dichos activos. De esta manera, la cartera a se-

⁵ ALEGRIA, Héctor: “Actuación de los bancos en los mercados de valores”, *Revista de Bancario y de la Actividad Financiera*, nros. 13-15, p. 1; PAOLANTONIO, Martín E.: op. cit., pp. 6 y 188.

⁶ Securitización “Documento de trabajo y base para una reforma legislativa”, Estudio Alegría, p. 10; citado por LISOPRAWSKI, Silvio: “La Securitización. Necesidad de una legislación de fideicomiso financiero”. *LL*. 1994-B-1174.

⁷ LISOPRAWSKI, Silvio: op. cit., p. 1173.

curitizar sale del activo del originante; es decir se produce la venta o cesión de los activos del acreedor originante al tercero el que oficia de securitizador y emite los títulos.

– *Asset Backed Securities*: consisten en una emisión de títulos garantizados, donde la cartera securitizada, no sale del activo originante, sino que éstos garantizan el pago de los títulos valores emitidos por el propio originante. Se asemejan a títulos de deuda respaldados por un conjunto de activos que el originante afecta como garantía de la emisión, pero que no retira de su patrimonio.

– *Pay-Through*: en esta estructura, a semejanza de los *Asset Backed Securities*, los activos permanecen en el patrimonio del originante para garantizar los títulos emitidos, pero las cuotas de interés y amortización dependen del flujo de fondos que genere la cartera de activos; al igual que la primera modalidad desarrollada. El "Pay-Through" es una combinación de las modalidades anteriores.

3. Desarrollo de la securitización en la Argentina

El desarrollo de la securitización en nuestro país ha sido facilitada con la recientemente sancionada ley 24.441 –Financiamiento de la Vivienda y la Construcción–.⁸ Esta ley introduce importantes modificaciones⁹, en lo atinente a procesos de securitización, a saber entre las más relevantes:

- a) Incorpora en el Título I –arts. 1º a 26– el *Fideicomiso*, con especial regulación de una clase de éste, el *fideicomiso financiero* –arts. 19 y ss.–.
- b) Reformas al Cód. Civil –arts 68 a 76–:
 - establece nuevas disposiciones respecto de la cesión de carteras de crédito: arts. 70 a 72;
 - Sustituye el art. 2662 del Cód. Civil –Dominio Fiduciario–: art. 73
- c) Modificaciones a la Ley de Fondos Comunes de Inversión –24.083– con la finalidad de ampliación del objeto de Inversión, a fin de posibilitar que tuvieran créditos como activos. Es de rescatar la incorporación de una especie de los Fondos Comunes de Inversión Cerrados, los *Fondos Comunes de Inversión Inmobiliaria*, con el potencial que estos instrumentos pueden tener para solucionar el importante déficit habitacional de nuestro país.¹⁰

⁸ La ley 24.441 fue sancionada el 22 de diciembre de 1994 y promulgada el 9 de enero de 1995. Se publicó en el Boletín Oficial el 16 de enero de 1995. Hasta la fecha –julio de 1995– no se ha producido la reglamentación de la ley en lo referente al fideicomiso financiero –arts. 19 y ss.–, por la autoridad de aplicación en la materia la Comisión Nacional de Valores, art. 19 *in fine* ley 24.441.

⁹ Modificaciones que fueron puestas de manifiesto por diversos autores: ALEGRIA, Héctor: "Marco regulatorio de la securitización en la Argentina", *Revista Ejecutivos de Finanzas*, año 11, n.º 106, junio 1994, pp. 18 y 19; PAOLANTONIO, Martín E.: op. cit., pp. 214, 215, 223; LISOPRAWSKI, Silvio: op. cit., pp. 1175 y ss.: entre otros.

¹⁰ Enumeración que no pretendemos exhaustiva, sino que refleje algunos de los cambios más significativos relacionados con el proceso de securitización.

3.1. Alternativas de Instrumentación

La securitización requiere de “vehículos” que le sirvan de alternativa, es decir de las figuras jurídicas que el ordenamiento positivo brinde para viabilizar un proceso de securitización.

En el marco normativo argentino, los vehículos que pueden utilizarse para la securitización de activos son:

3.1.1. OBLIGACIONES NEGOCIABLES GARANTIZADAS

Implican la emisión de títulos representativos de deuda con respaldo en los conjuntos de activos titulizados. Se trata de O.N. garantizadas por un conjunto de activos que permanecen en el patrimonio del originante. Corresponden a la estructura de los *Asset Backed Securities*.

Fueron establecidas en la Resolución General 237 de la Comisión Nacional de Valores, a través de la cual se introduce la securitización en la Argentina.¹¹

3.1.2. FONDOS COMUNES CERRADOS DE CRÉDITO

Expresa Paolantonio “el marco normativo básico de los Fondos Comunes Cerrados de Crédito (F.C.C.D.C.) está dado por la Resolución 237 de la C.N.V., complementado por la Resolución 238 y la Resolución 240 en materia de creación y autorización de los F.C.C.D.C.”. Continúa “hay que considerar además las normas generales de los Fondos Comunes de Inversión –ley 24.083–, los decretos del P.E. 2019 y 2088 de 1993 y –en materia de actuación de entidades financieras– la comunicación “A” 2156 del Banco Central de la República Argentina”.¹²

Los Fondos Comunes Cerrados de Créditos, permiten diseñar una estructura del tipo *pass through*; es decir el originante transfiere la propiedad de los créditos al vehículo, el Fondo Común Cerrado, que emitirá los títulos, cuotapartes, con respaldo de la cartera. Los créditos salen del patrimonio del originante para pasar a formar el haber

¹¹ Art. 1º, Resolución General 237 –C.N.V.– Agrégase, como art. 20 bis de las Normas el siguiente texto: “Art. 20 bis - Obligaciones negociables garantizadas mediante la afectación de carteras de créditos o conjunto de activos y obligaciones negociables con garantía especial. Las emisoras de obligaciones negociables podrán garantizar el pago de las mismas mediante la prenda a favor de los tenedores de dichos títulos valores de carteras variables o fijas de derechos creditarios, con o sin garantía real, o de otros conjuntos variables o fijos de activos análogos u homogéneos entre sí. Se considerarán obligaciones negociables con garantía a especial también a aquellas obligaciones negociables cuyo pago fuere garantizado por las respectivas emisoras mediante la afectación de derechos creditorios garantizados con hipotecas constituidas sobre bienes inmuebles. A estos fines, la emisora deberá ceder a favor del fiduciario, en los términos del art. 2662 del Cód. Civil, la titularidad de los créditos hipotecarios en cuestión”.

¹² PAOLANTONIO, Martín E.: op. cit., pp. 215 y 216.

del Fondo Común Cerrado. El haber del Fondo podrá constituirse por conjuntos homogéneos o análogos de activos o derechos creditorios, con garantía o sin ellas, transmitidas a título oneroso a favor del fondo por entidades financieras (importa una limitación a las partes de intervinientes del proceso de securitización, debido a que la transferencia sólo puede provenir desde una entidad financiera). Estos fondos se constituyen con una cantidad máxima de cuotas partes, las que una vez colocadas no podrán ser rescatadas hasta la disolución del mismo. De aquí deviene su denominación de "Fondos Cerrados"; por lo que el inversor para recuperar su dinero debe recurrir al mercado secundario (indispensable para dotar de liquidez a estos títulos).

3.1.3. SOCIEDAD DE OBJETO ESPECIAL O SOCIEDAD SECURITIZADORA

Es una sociedad que se constituye en condiciones especiales, a los efectos de que los activos que la integrarán solo asuman el riesgo de su propio cobro y no el del "vehículo" (v.gr.: las consecuencias negativas que se pueden derivar en la quiebra del vehículo respecto de la regularidad del flujo de fondos que respalda a los títulos valores emitidos).

Se trata de una Sociedad Anónima cuyo objeto está limitado a procesos de securitización. Esta sociedad adquiriría los créditos por un lado y emitiría títulos de deuda (obligaciones negociables, debentures) o bien daría alguna participación en el resultado de dichos activos a través de acciones ordinarias o preferidas, especialmente éstas últimas.

Este tipo societario se encuentra legislado en la normativa chilena ley 19.301 del año 1994.

3.1.4. FIDEICOMISO FINANCIERO

Expresa Guastavino, "genericamente hay fideicomiso, contractual o testamentario, cuando una persona llamada 'fiduciante' o 'fideicomitente', transmite la propiedad fiduciaria de bienes determinados a otra denominada 'fiduciario', quien se obliga a ejercerla en beneficio de quien se designe en el contrato o testamento, nominado 'beneficiario' y a transmitirla al cumplimiento de un plazo o condición al fiduciario, al beneficiario o al fideicomisario (art. 1 ley 24.441)".¹³

Con la recepción del fideicomiso en nuestro sistema positivo, se viene a cumplir un anhelo ampliamente declamado por la doctrina nacional.¹⁴

En lo que a securitización respecta, la ley 24.441 regula el "fideicomiso financiero" en los arts. 19 y ss. En el esquema de la presente ley, el proceso de securitización

¹³ GUASTAVINO, Elías P.: "Fideicomisos, leasings, letras hipotecarias y otros aspectos de la ley 24.441", LL. 18/4/95, p. 2.

¹⁴ No sólo la doctrina habían expresado su opinión favorable sino también se contaban con numerosos proyectos legislativos que trataban la figura.

o titulación de activos a través del fideicomiso-financiero se desarrolla de la siguiente manera: Es la posibilidad de que algunas personas (fiduciantes, fideicomitentes), transmitan el dominio fiduciario de derechos creditorios u otros activos, a un fiduciario, para que éste a su vez emita títulos de deuda con garantía en esos activos, o certificados de participación en el resultado del fideicomiso, o bien sirva de garantía del pago de títulos de deuda que emita el fideicomitente o un tercero. De modo que el fiduciario es aquel que recibe el encargo y sobre el que recaen todas las obligaciones del fideicomiso sin cuya ejecución no sería posible la existencia misma del fideicomiso. Su obligación esencial es recibir la propiedad de los bienes para ejercer la misma en beneficio de quien se designe en el contrato y a transmitirla a su finalización.

BIBLIOGRAFÍA

- ACQUARONE, María: "Trust o fideicomiso de garantía (Aproximación al fideicomiso en la actual Ley de Financiación de la Vivienda)", en *LL*, 7/4/95, p. 2.
- ALEGRIA, Héctor: "Actuación de los bancos en los mercados de valores", *Revista de Derecho Bancario y de la Actividad Financiera*, nros. 13 - 15, p. 1.
- "Marco regulatorio de la securitización en la Argentina", *Revista Ejecutivos de Finanzas*, n° 106, p. 18.
- ANTECEDENTES PARLAMENTARIOS: "Ley 24.441. Financiamiento de la vivienda y la construcción", 1995, n° 4, *LL*, Bs. Aires, 1995.
- CARREGAL, Mario A.: *El fideicomiso*, Universidad, Bs. Aires, 1982.
- GANAPOLSKY, Eduardo J.J.: "Securitización: un nuevo desafío", *Revista de la Bolsa de Comercio de Rosario*, n° 1462, p. 10.
- GUASTAVINO, Elías P.: "Fideicomisos, Leasings, Letras Hipotecarias y otros aspectos de la ley 24.441", en *LL*, 18/4/95, p. 1.
- HARTENECK, Guillermo: "La Securitización en la Argentina", *Revista Ejecutivos de Finanzas*, n° 106, p. 10.
- HARREL, Charles E. y FOLK, Mark D.: "The Securitization of Healthcare Receivables", *The Business Lawyer*, vol. 50, n° 1, p. 47.
- KIPER, Marcelo Claudio: "Régimen Jurídico del dominio fiduciario", *LL*, Bs. Aires, 1989.
- LISOPRAWSKY, Silvio: "La securitización. Necesidad de una legislación de fideicomiso financiero", *LL*, 1994-B-1171.
- LÓPEZ LARROY, Dolores: "Securitización: El camino hacia la transformación del Mercado de Capitales", *Revista del Instituto de Mercado de Capitales*, n° 28, p. 4.
- MANTILLA, Fernando R.: "Una introducción al fideicomiso", en *LL*, 21/3/95, p. 1.
- MARZORATI, Osvaldo J.: *Derecho de los negocios internacionales*, Astrea, Bs. Aires, 1993.
- MELONI, Eduardo O.: "Securitización. Tratamiento Impositivo. Alternativas de Instrumentación", *Revista Ejecutivos de Finanzas*, n° 114, p. 52.

- MONTESDE OCA, Ángel M. y MAREDA, Silvia: "El contrato de fideicomiso. Aspectos generales de la figura y su necesidad de regulación en el ámbito local". *Revista de Derecho Bancario y de la Actividad Financiera*, nros. 16-18, p. 365.
- ORIELLE, José María R.: "El fideicomiso en la ley 24.441", en *LL*, 29/3/95, p. 1.
- PAOLANTONIO, Martín E.: *Fondos Comunes de Inversión Mercado Financiero y Mercado de Capitales. Securitización o Titulización*, Depalma, Bs. Aires, 1995.
- *Fondos Comunes de Inversión. Separata de Actualización a mayo de 1995. Ley 24.441*, Depalma, Bs. Aires, 1995.
- RUPERTO, Guillermo Miguel, STRASCHNOY, León Enrique y WOLBERG: "La securitización como estrategia de financiamiento", *Comisión Nacional de Valores - C.N.V. Noticias-*, nros. 34 y 35, p. 5.