



Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas
Biblioteca "Alfredo L. Palacios"



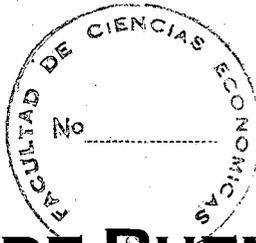
Securitización y tratamiento impositivo del fideicomiso financiero

Cancio, María Marta

1999

Cita APA: Cancio, M. (1999). Securitización y tratamiento impositivo del fideicomiso financiero. Buenos Aires : Universidad de Buenos Aires. Facultad de Ciencias Económicas. Escuela de Estudios de Posgrado

Este documento forma parte de la colección de tesis de posgrado de la Biblioteca Central "Alfredo L. Palacios". Su utilización debe ser acompañada por la cita bibliográfica con reconocimiento de la fuente.
Fuente: Biblioteca Digital de la Facultad de Ciencias Económicas - Universidad de Buenos Aires



Secretaría de Posgrado
Facultad de Ciencias Económicas

016-0096

UNIVERSIDAD DE BUENOS AIRES

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

POSTGRADO EN TRIBUTACIÓN

Col 1502 / 0259

Trabajo Final

CATALOGADO

“Securitización

y

Tratamiento Impositivo

del

Fideicomiso Financiero”

*Z 21, Z 211
C 13
Trab. Final*

María Marta Cancio,

DNI 24.313.574

mmc@allendebrea.com.ar

4505-2141

ÍNDICE

CAPÍTULO I

SECURITIZACIÓN O TITULIZACIÓN DE ACTIVOS.....	1
1. Concepto.....	1
2. Activos objeto de Securitización	1
3. Finalidad de la Securitización	2
4. Procedimiento estándar de Securitización	2
5. Beneficios de la Titulización	3
6. Riesgos en la titulización	4
7. Clases de Securitización	5

CAPÍTULO II

EL FIDEICOMISO: NOCIONES GENERALES.	6
1. Definición del Fideicomiso.....	6
2. Naturaleza Jurídica del Fideicomiso.	6
2.1. <i>Características de la Transferencia al fondo.</i>	6
2.2. <i>Patrimonio de afectación.</i>	7
3. Clasificaciones del Fideicomiso. Descripción de casos.	8
3.1. <i>Fideicomiso Común</i>	8
3.2. <i>Fideicomiso Financiero</i>	9
3.3. <i>Los Fideicomisos de Administración</i>	9
3.4. <i>Fideicomisos de Inversión</i>	9
3.5. <i>Fideicomisos de Garantía</i>	9
3.6. <i>Fideicomiso Estatal o Público</i>	10

CAPÍTULO III

EL FIDEICOMISO FINANCIERO COMO VEHICULO PARA LA SECURITIZACION	11
1. Ley Aplicable	11
2. Definición y Elementos del Fideicomiso Financiero.....	11
3. El Fideicomiso Financiero como vehículo para la securitización. Estructura de la operación.....	12

CAPÍTULO IV

LAS PARTES	14
1. El Fiduciante o Fideicomitente.....	14

2. El Fiduciario	14
2.1. <i>Consideraciones Generales</i>	14
2.2. <i>Derechos y Obligaciones del Fiduciario</i>	15
2.3. <i>La remuneración del Fiduciario</i>	16
2.4. <i>Prohibiciones legales al Fiduciario</i>	16
2.4.1 <i>Adquisición de los bienes fideicomitidos</i>	16
2.4.2 <i>Rendición de cuentas</i>	17
2.4.3 <i>Culpa o dolo del fiduciario o de sus dependientes</i>	18
2.5. <i>La Responsabilidad del Fiduciario</i>	18
2.5.1. <i>Responsabilidad Civil</i>	18
2.5.2 <i>Responsabilidad objetiva en el fideicomiso de cosas</i>	18
2.5.3. <i>Responsabilidad Penal</i>	19
2.6. <i>Delegación de Funciones</i>	19
2.7. <i>Cesación del Fiduciario</i>	20
2.8. <i>Caducidad de la autorización para actuar como fiduciario</i>	20
3. El Beneficiario	21
4. El Fideicomisario	21
5. La coexistencia de diversos roles en una misma persona.	21
5.1. <i>Fiduciante-Beneficiario</i>	22
5.2. <i>Fiduciante- Fiduciario</i>	22
5.3. <i>Beneficiario-Fideicomisario</i>	23
5.4. <i>Fiduciario-Beneficiario</i>	23
6. Otros Sujetos	23
6.1. <i>El Colocador de los Títulos fiduciarios</i>	23
6.2. <i>El Master Servicer</i>	24
6.3. <i>Agente de Registro</i>	24
6.4. <i>Agente de pago</i>	24

CAPÍTULO V

CARACTERES Y REQUISITOS DEL CONTRATO DE FIDEICOMISO FINANCIERO	26
1. Caracteres del Contrato de Fideicomiso Financiero	26
1.1. <i>Consensual</i>	26
1.2. <i>Bilateral o Unilateral</i>	26
1.3. <i>Oneroso o Gratuito</i>	27
1.4. <i>Formal no solemne</i>	27

1.5. <i>Conmutativo</i>	27
1.6. <i>De tracto sucesivo</i>	27
1.7. <i>Nominado y Típico</i>	28
2. Contenido del Contrato	28
2.1. <i>Elementos exigidos por la Ley 24.441</i>	28
2.2. <i>Elementos exigidos por la Comisión Nacional de Valores</i>	28
2.3. <i>Elementos exigidos por el Banco Central de la República Argentina.</i>	29

CAPÍTULO VI

LOS TÍTULOS FIDUCIARIOS	31
1. Los Títulos Fiduciarios como Valores Negociables	31
2. Los certificados de participación y los títulos de deuda	31
2.1. <i>Los certificados de participación</i>	31
2.2. <i>Los títulos de deuda</i>	32
3. Títulos Fiduciarios Caratulares y Escriturales	32
3.1. <i>Los Títulos Individuales.</i>	32
3.2. <i>Los Certificados Globales</i>	34
3.3. <i>Los Títulos Escriturales</i>	35
4. Condiciones Generales de Emisión	37
4.1. <i>El Plazo</i>	37
4.2. <i>Los Servicios</i>	38
4.2.1. <i>Servicios correspondientes a los Certificados de Participación</i>	38
4.2.2. <i>Servicios correspondientes a los Títulos Representativos de Deuda</i>	38
4.3. <i>Garantías Adicionales.</i>	39
5. Protección de los titulares de Títulos Fiduciarios	39
5.1. <i>Acciones contra el Fiduciario</i>	39
5.2. <i>Acciones de Impugnación</i>	39
5.3. <i>Acciones fundadas en el Régimen de Transparencia de la Oferta Pública</i>	39

CAPÍTULO VII

OFERTA PÚBLICA Y COTIZACIÓN DE LOS TÍTULOS FIDUCIARIOS	41
1. Concepto de Oferta Pública	41
2. Solicitud de Oferta Pública	41
3. El Prospecto de Emisión	42

3.1. <i>Concepto</i>	42
3.2. <i>Requisitos</i>	42
3.3. <i>Aprobación del Prospecto</i>	45
3.4. <i>Publicación del Prospecto</i>	45
4. Cotización de los Valores Fiduciarios	45
4.1. <i>Autorización de cotización</i>	45
4.2. <i>Cotización con "llamada"</i>	45
4.3. <i>Cotización en "rueda reducida"</i>	46
4.4. <i>Suspensión de la cotización</i>	46
4.5. <i>Cancelación de la cotización</i>	47
5. Responsabilidades inherentes a la oferta pública y cotización de los valores fiduciarios	48
5.1. <i>Prohibición de intervenir en la oferta pública en forma no autorizada</i>	48
5.2. <i>Responsabilidad por la publicidad de la oferta</i>	49
5.3. <i>Responsabilidad frente a los participantes</i>	50

CAPÍTULO VIII

RIESGOS QUE AFECTAN A LOS TÍTULOS FIDUCIARIOS	51
1. Consideraciones generales	51
2. Calificación de Riesgo	51
2.1. <i>Concepto</i>	51
2.2. <i>Obligatoriedad de la calificación de riesgo</i>	51
3. Formas de mejoramiento crediticio	52

CAPÍTULO IX

TRATAMIENTO CONTABLE DEL FIDEICOMISO: INFORME N° 28	54
1. Transmisión fiduciaria con contraprestación	54
1.1. <i>Requisitos para que la transmisión fiduciaria califique como venta</i>	54
1.2. <i>Efectos de la operación en la contabilidad del fiduciante</i>	55
1.3. <i>Efectos de la operación en la contabilidad del fideicomiso</i>	55
2. Transmisión fiduciaria no asimilable a una venta	55
3. Transmisión fiduciaria sin contraprestación	56
4. Tratamiento en la contabilidad del Fiduciario	56
5. Tratamiento contable de los Certificados de Participación	56
6. Estados Contables del Fideicomiso	56

CAPÍTULO X

RÉGIMEN INFORMATIVO APLICABLE A LOS FIDEICOMISOS FINANCIEROS.

NORMAS DE LA CNV	58
1. Información Contable	58
1.1. Periodicidad de la información requerida	59
1.2. Acreditación del patrimonio mínimo requerido a fiduciarios.....	59
2. Información sobre valores colocados.....	59
3. Información ocasional.....	60

CAPÍTULO XI

TRATAMIENTO IMPOSITIVO DEL FIDEICOMISO FINANCIERO

1. Impuesto a las Ganancias	62
1.1. Consideraciones comunes a los Fideicomisos Financieros en general.....	62
1.1.1. Fideicomiso Financiero como sujeto del Impuesto. Responsabilidad solidaria del Fiduciario.....	62
1.1.2. Determinación del Impuesto.....	63
1.1.3. Normas sobre infracapitalización (Thin Capitalization).....	63
(i) Situación hasta la entrada en vigencia de la Ley 25.784.....	63
(ii) Modificación introducida por la Ley 25.784, modificatoria de la LIG.....	64
1.1.4 La Retención sobre los Intereses.....	65
1.2. Fideicomisos Financieros que cumplan con los requisitos del artículo 70.2 del Decreto Reglamentario.....	66
a) Naturaleza de los bienes fideicomitados. Oferta Pública. Homogeneidad.....	66
b) Sustitución de activos	66
c) Plazo de duración.....	67
d) Composición del beneficio del fideicomiso	67
2. Impuesto a la Ganancia Mínima Presunta	67
3. Impuesto al Valor Agregado.....	68
3.1. Fideicomiso Financiero como sujeto del Impuesto.....	68
3.2. Análisis de la Ley 24.441.....	69
4. Impuesto sobre los Bienes Personales	70
5. Impuesto sobre los Débitos y Créditos en Cuenta Corriente Bancaria.....	70
6. Impuesto sobre los Ingresos Brutos.....	70
6.1. Consideraciones generales.....	70

6.2. <i>Convenio Multilateral</i>	71
7. Impuesto de Sellos	72
8. Aspectos Formales. Inscripción del Fideicomiso Financiero	73
8.1. <i>Inscripción ante la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP)</i>	73
8.2. <i>Impuesto sobre los Ingresos Brutos. Convenio Multilateral</i>	73
8.3. <i>Régimen de Información sobre participaciones sociales</i>	73

CAPÍTULO XII

EFFECTOS FISCALES PARA EL FIDUCIANTE Y EL FIDUCIARIO	74
1. Efectos Fiscales para el Fiduciante	74
1.1. <i>Impuesto a las Ganancias</i>	74
1.2. <i>Impuesto al Valor Agregado</i>	74
1.3. <i>Impuesto sobre los Ingresos Brutos</i>	75
1.4. <i>Impuesto de Sellos</i>	75
2. Efectos Fiscales para el Fiduciario	75
2.1. <i>Impuesto a las Ganancias</i>	75
2.2. <i>Impuesto al Valor Agregado</i>	75
2.3. <i>Impuesto sobre los Ingresos Brutos</i>	76

CAPÍTULO XIII

IMPUESTOS QUE GRAVAN A LOS INVERSORES DE TÍTULOS DE DEUDA Y/O CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN	77
1. Impuesto a las Ganancias	78
1.1. <i>Interés o rendimiento de los Títulos Fiduciarios</i>	78
1.1.1. <i>Títulos de Deuda</i>	78
1.1.2. <i>Certificados de participación</i>	79
1.2. <i>Venta o disposición de Títulos Fiduciarios</i>	79
1.2.1. <i>Exención para beneficiarios del exterior para la venta o disposición</i>	80
1.2.2. <i>Exención para personas físicas residentes en Argentina para la venta o disposición</i>	80
1.3. <i>Resultado por tenencia</i>	81
2. Impuesto a la Ganancia Mínima Presunta	82
3. Impuesto al Valor Agregado	83
4. Impuesto sobre los Bienes Personales	84
4.1. <i>Consideraciones generales</i>	84

4.2. <i>Valuación de los Valores fiduciarios.</i>	84
4.3. <i>Responsables del ingreso del tributo.</i>	84
4.3.1. <i>Personas Físicas residentes en el país.</i>	84
4.3.2. <i>Personas Jurídicas radicadas en el país</i>	85
4.3.3. <i>Personas físicas del exterior</i>	85
4.3.4. <i>Personas jurídicas radicadas en el exterior</i>	85
5. Impuesto sobre los Débitos y Créditos en Cuenta Corriente Bancaria	86
6. Impuesto sobre los Ingresos Brutos	86
7. Impuesto de Sellos	86
7.1. <i>Consideraciones generales</i>	86
7.2. <i>Exenciones</i>	87

CAPÍTULO XIV

EXTINCIÓN DEL FIDEICOMISO FINANCIERO	88
1. Causales de Extinción	88
1.1. <i>Vencimiento del plazo o cumplimiento de la Condición</i>	88
1.2. <i>Revocación del Fiduciante</i>	88
1.3. <i>Otras Causales</i>	88
2. Efectos de la Extinción	89
BIBLIOGRAFIA	90

OBJETIVOS DEL PRESENTE TRABAJO

El objetivo del presente trabajo se centra en el análisis jurídico, contable y tributario del Fideicomiso Financiero como vehículo propicio para la titulización o securitización.

Así, el trabajo comienza con el concepto de securitización y sus diversas formas (Capítulo I), para continuar con una introducción a la figura del fideicomiso (Capítulo II). En los Capítulos III a VIII se analiza el aspecto legal y normativo del Fideicomiso Financiero como vehículo para la securitización, así como el rol de los diferentes protagonistas del contrato, sus elementos característicos y las vicisitudes de la oferta pública de los valores fiduciarios. El tratamiento contable del Fideicomiso Financiero se desarrolla en los Capítulos IX y X. Finalmente, en los Capítulos XI a XIII se aborda el tratamiento impositivo aplicable al Fideicomiso Financiero, los efectos fiscales para el fiduciante, el fiduciario y para los inversores de títulos de deuda y/o certificados de participación.

Para elaborar cada uno de los capítulos mencionados tuve que estudiar con profundidad la legislación vigente en la materia –leyes, reglamentos, normas de la Comisión Nacional de Valores, resoluciones de la Administración Federal de Ingresos Públicos, del Banco Central de la República Argentina, etc.-, como así también diversos materiales existentes sobre la materia. Asimismo, pretendí volcar los conocimientos adquiridos durante el transcurso del Postgrado en Tributación.

En la preparación del presente trabajo conté con la guía, colaboración y el apoyo de Jorge Gebhardt, Socio Tributarista del Estudio Ernst & Young, ha quien he tenido el placer de conocer en el Postgrado. Mi agradecimiento por la ayuda y el apoyo brindado.

CAPITULO I

SECURITIZACIÓN O TITULIZACIÓN DE ACTIVOS

1. Concepto

La modernización de nuestros mercados financieros y de capitales junto a una creciente demanda de financiamiento a costos asequibles por parte de las empresas, han impulsado la utilización de novedosos instrumentos y estructuras financieras, destacándose entre ellas el fideicomiso financiero como un vehículo idóneo para la obtención de fondos frescos mediante la titulización de créditos u otros bienes de fácil realización.

En forma muy simple, *titulizar* o *securitizar* es el proceso financiero a través del cual se captan fondos mediante la emisión de títulos valores con respaldo en activos previamente seleccionados y determinados de modo homogéneo, para facilitar la adecuada valorización y reducción de riesgos.

En el ámbito de la doctrina norteamericana, Joseph J. Norton¹ define a la securitización de activos como “*el proceso de captación de fondos a través de la emisión de títulos valores con oferta pública respaldados por el futuro flujo de caja proveniente de activos que devengan una renta*”.

A nivel nacional, Paolantonio expresa que entiende por securitización “*el proceso consistente en hacer que activos, considerados tradicionalmente como ilíquidos y por lo tanto de baja rotación, puedan ser objeto de transacción en los mercados organizados de valores*”².

2. Activos objeto de Securitización

Pueden ser objeto de titulización o securitización los siguientes activos:

- a) *Activos reales*: inmuebles, recursos agrícolas y forestales, ganado, participaciones en proyectos de inversión, etc.
- b) *Activos financieros*: derechos de cobro en general y valores negociables.

Los derechos de cobro comprenden:

- (i) *Derechos creditorios*: provenientes de mutuo –sin garantía, o con hipotecas o prenda-, precio de mercaderías o servicios –facturas comerciales, cupones de

¹ Norton, Joseph J., “*Securitización de activos: la experiencia estadounidense*”, en: Derecho Bancario y Financiero Moderno, Carlos G. Gerscovich coordinador, Ad Hoc, Buenos Aires, 1999, pág. 505.

² Paolantonio, Martín E. “*Operaciones Financieras Internacionales*”, Rubinzal-Culzoni, Santa Fe, 1997, p.318.

tarjetas de créditos, cheques de pago diferido-, alquileres, leasing, valores mobiliarios, etc.

- (ii) *Derechos de cobro que no consisten en créditos*: provenientes de peajes de obras públicas venta al contado, etc.

3. Finalidad de la Securitización

El propósito de la securitización consiste en obtener financiación sin recurrir a la tradicional intermediación financiera, reduciendo los costos del financiamiento en virtud de la colocación y negociación de los títulos en el mercado de capitales. Al mismo tiempo se diversifican las alternativas de inversión para los inversores que, a su vez, podrán obtener mayores rendimientos comparativos en colocaciones que ofrezcan mayor seguridad que las que brindan los papeles tradicionales, los cuales se encuentran sujetos a la volatilidad de precios.

De tal manera, una empresa puede transferir sus acreencias a un fideicomiso y emitir bonos respaldados con aquellas, los cuales podrán ser adquiridos por inversores que aportarán los fondos. El nivel de rendimiento de los bonos quedará sujeto a la calidad de los bienes fideicomitados ya que los mismos constituyen la “garantía” de repago de la inversión.

4. Procedimiento estándar de Securitización

El proceso estándar de securitización es el siguiente, en lo que se llama “*estructura one off*”³:

- a) La empresa o entidad que busca financiamiento (el “titulizante” o “originador”) desmembra de su patrimonio los activos a titularizar y los transfiere a un patrimonio separado, que se denomina “vehículo”.
- b) El administrador o titular del vehículo emite valores negociables que, en principio, tienen como única fuente de pago los activos titulizados, y los coloca entre inversores. Como normalmente se trata de una colocación pública será necesario obtener la autorización de oferta pública por parte de la Comisión Nacional de Valores.
- c) Con el producido de la colocación de los valores negociables, se paga al titulizante el precio acordado por los activos.
- d) A los efectos de mejorar la calidad crediticia de los valores se suelen utilizar dos técnicas: a) la emisión de clases diferentes con derechos específicos (una clase de valores *senior* con un derecho de cobro preferente y una clase totalmente subordinada) y b) la emisión de valores por un valor nominal menor al total de la cartera fideicomitada, lo que genera una sobregarantía que refuerza las posibilidades de pago. El método más usado es el primero.

³ Kenny, Mario Oscar, “*Titulización y Fideicomiso Financiero*”, Errepar, 2002, ps. 7/8.

- e) Cuando se emiten distintas clases de valores con estructura *senior*/subordinada, es usual que la clase subordinada total sea asignada al mismo titulizante, a sus accionistas o, a inversores sofisticados que están habituados a tomar riesgo.
- f) La entidad titulizante continúa, generalmente, con la administración de los activos titulizados, ya no a título de propietario, sino como agente del fiduciario.

Una alternativa a la titulización “*one off*” es la de “originadores múltiples” en la que el patrimonio a titular se integra con activos homogéneos transferidos al vehículo por una pluralidad de originadores. Este procedimiento permite a muchas empresas minimizar los costos a través de la utilización de un vehículo común.

5. Beneficios de la Titulización

El beneficio más importante de la titulización es que constituye una herramienta apta para posibilitar la obtención de financiamiento en el mercado a costo más bajo que las alternativas tradicionales.

Las principales ventajas de la titulización de créditos o derechos de cobro son las siguientes⁴:

- a) *Aumento del grado de liquidez de los activos de la empresa*: La 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.
- b) *Obtención de nuevas fuentes de recursos para las entidades financieras*: La titulización implica para las entidades financieras una nueva fuente de fondeo, alternativa respecto de los depósitos, inversión de capital propio o emisión de obligaciones negociables.
- c) *Estimula el crédito a largo plazo*: Al disminuir el riesgo de liquidez, la titulización incentiva el crédito a más largo plazo.
- d) *La titulización permite el financiamiento fuera de balance*: Dado que el originador utiliza para financiarse activos que son transferidos a un patrimonio ajeno (por lo tanto, salen de su patrimonio), no se registra pasivo alguno en el balance. No hay aumento de la relación deuda-patrimonio.
- e) *Aumento de la rentabilidad*: Parte de los activos de la compañía son utilizados para financiarla, obteniendo con ello recursos a un determinado costo, sin necesidad de aumentar el capital, lo que permite generar nuevos activos de rentabilidad mayor para la empresa.

⁴ Villegas, Carlos G. y Carlos M., “Aspectos legales de las finanzas corporativas”, Madrid, Dykinson, 2001, ps. 574/578 y 583/587.

- f) *Permite emitir valores con mejor calificación que el originador:* Atento a que en la titulización los activos titulizados están en mayor o menor medida aislados de los riesgos inherentes al desenvolvimiento de la empresa que los originó, si tales activos son de buena calidad, la calificación de riesgo que merezcan los valores emitidos por el vehículo pueden recibir una mejor calificación que la que se asignaría a dicha empresa si emitiera obligaciones negociables respaldadas por su patrimonio.
- g) *Reduce los costos de financiamiento:* El objetivo de la titulización es obtener financiamiento a un costo menor comparado con otras alternativas, tales como la emisión de obligaciones negociables, emisión de capital o préstamos de entidades financieras.

Como corolario de lo expuesto, resulta que el proceso de securitización constituye una herramienta útil tanto para mejorar la eficiencia en la colocación del capital como para modificar el perfil de riesgo de una entidad o empresa, o transformar un flujo de fondos futuros en una ganancia presente.

6. Riesgos en la titulización

Entre los riesgos inherentes a la titulización de derechos de cobro, podemos destacar los siguientes:

- a) *Riesgos de evicción:* Es decir, la eventual existencia de vicios que determinen o puedan determinar la inexistencia, nulidad o ineficacia de los derechos fideicomitidos, o de su negocio causal, o del acto de transferencia de los bienes fideicomitidos al vehículo, con el resultado de una pérdida patrimonial para el fideicomiso.
- b) *Riesgo de mora:* La mora puede ser transitoria –atrasos normales en el pago de la cuota de los créditos, los que finalmente son cubiertos con más sus respectivos intereses- o estructural –impago de tal magnitud que afecta el recupero normal del crédito-. Esta última representa el mayor riesgo, toda vez que si excede el porcentaje originalmente previsto, puede afectar el pago de los servicios prometidos a los inversores.
- c) *Riesgo en la ejecución de los créditos:* La demora y los costos en la ejecución de los créditos impagos es otro riesgo que ha de tenerse en cuenta al momento de la titulización, en especial, cuando los créditos no pueden ser sustituidos.
- d) *Riesgo de la cancelación anticipada de los créditos:* La cancelación anticipada de los créditos afecta el esquema financiero del negocio, toda vez que no siempre el titulizante podrá recolocar los fondos obtenidos a una tasa de rendimiento igual a la que daba el crédito cancelado.
- e) *Riesgo de performance:* Este riesgo aparece, sobre todo, en la titulización de créditos futuros o de derechos de cobro que no son créditos. El riesgo consiste en la no generación de los derechos de cobro, ya sea por culpa o dolo del originante o

transmitente o por circunstancias ajenas a estos, como pueden ser la menor demanda de los servicios o productos ofrecidos, bajas de tarifas, etc.

- f) *Riesgo del agente de cobro*: La gestión de cobro de los derechos titulizados está, generalmente, en manos de los originantes o transmitentes de los mismos, es decir, de un tercero ajeno al fideicomiso. En consecuencia, existe el riesgo de que el agente de cobro no pueda cumplir sus funciones, sea por culpa o dolo, o por acción de sus acreedores, ocasionando la pérdida de recaudación o demoras en su recuperación.

Cabe señalar que, la mayoría de los riesgos inherentes a la titulización pueden ser cubiertos, atenuados o, incluso, eliminados a través de la contratación de seguros específicos, análisis de los instrumentos y del proceso de originación y de la situación financiera del transmitente de los derechos de cobro, refuerzo de la garantía de los cedentes, entre otros.

7. Clases de Securitización

Existen diferentes clases de securitización dependiendo de la forma en que los activos estén afectados al repago de los títulos, a saber:

- a) *Pass through*: En esta clase de estructura existe una venta de los activos al vehículo legal que emite la deuda. El tenedor de los títulos corre los riesgos vinculados a los activos, es decir, el riesgo del negocio pasa a los inversores, quienes asumen la no cobranza o pérdida del valor de los activos afectados a la amortización de los títulos⁵, pero se desentiende de los vinculados al emisor.
- b) *Asset Bucket Bonds o títulos garantizados con activos*: Los activos no son vendidos sino que se afectan en garantía de los títulos emitidos. El comprador de los títulos debe considerar el riesgo del emisor disminuido por la existencia de una garantía constituida por los activos. Esta clase de emisión se asemeja a un fideicomiso en garantía.
- c) *Pay through*: Este supuesto es un híbrido entre las dos primeros. Los activos que se eligen se afectan al pago de los servicios de interés y amortización de la emisión de títulos, es decir, el flujo de fondos es generado por los activos aislados, pero el emisor sigue siendo responsable en forma directa.

⁵ Mantilla, Fernando R., "El Fideicomiso Financiero", La Ley 1995-D, p.1104.

CAPITULO II

EL FIDEICOMISO: NOCIONES GENERALES.

El proceso de securitización exige que los activos a titular sean separados tanto del patrimonio del transmitente u originante como del titular o administrador del vehículo. A tal efecto, la Ley 24.441 introdujo en nuestro derecho dos vehículos: la propiedad fiduciaria o fideicomiso y el fondo de inversión cerrado⁶.

El presente capítulo tiene por objeto hacer una breve introducción al vehículo “fideicomiso”, desarrollando su concepto, la naturaleza jurídica y las diversas clasificaciones del mismo.

1. Definición del Fideicomiso

El artículo 1 de la Ley 24.441 define al fideicomiso de la siguiente manera: *“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”*.

Siguiendo a Hayzus⁷, la definición de la ley es insuficiente, pues le falta referir a un elemento esencial en la constitución del fideicomiso: la finalidad del acto, cuya formulación corresponde, en principio, al fiduciante.

2. Naturaleza Jurídica del Fideicomiso.

2.1. Características de la Transferencia al fondo.

De acuerdo con la definición legal, el fideicomiso es un contrato. Siempre instrumenta la entrega de bienes “*en confianza*” –ni onerosa ni gratuita- de una o más personas a otra con un fin determinado. Esa entrega no es definitiva sino transitoria, hasta que se cumpla una condición o un plazo previamente establecido.

Con esta entrega se transfiere una “especie” de dominio denominado imperfecto: si bien el fiduciario tiene la posesión del bien, no puede disponer del mismo de ningún otro modo que el que fijó el fiduciante, no integra su patrimonio, debe contabilizarlo separadamente de sus propios bienes, anotarlos en los registros pertinentes aclarando la existencia de dominio fiduciario, y sus acreedores no pueden ejercer ninguna acción contra él⁸.

⁶ El tipo cerrado ya existía bajo la Ley 24.083, pero al posibilitar la inversión en cualquier clase de bienes, la Ley 24.441 lo transformó en un vehículo apto para la titulación.

⁷ Hayzus, Jorge R., “Fideicomiso”, Astrea, 2000, p.45.

⁸ Molas, Liliana; “El Fideicomiso: Análisis Jurídico y tributario”, XXVI Jornadas Tributarias, p.101.

Sin duda al entregar el bien en fideicomiso el fiduciante deja de tener el dominio que antes poseía: él tampoco puede disponer del bien y, en la medida en que no revista también la calidad de beneficiario: a) no tiene derecho a sus frutos; b) el desapoderamiento es definitivo y, consecuentemente, c) tampoco pueden sus acreedores ejercer acciones contra el bien⁹.

Respecto del beneficiario, él será quien en algún momento tenga el dominio pleno, pero mientras dure el fideicomiso todo lo que tiene es una expectativa de dominio pleno.

Cabe recordar que el dominio tiene tres caracteres fundamentales, a saber:

- a) Exclusivo: *"El dominio es exclusivo. Dos personas no pueden tener cada una en el todo el dominio de una cosa, más pueden ser propietarias en común de la misma cosa, por la parte que cada una pueda tener"* (artículo 2508 del Código Civil).
- b) Absoluto: *"Es inherente a la propiedad el derecho de poseer la cosa, disponer o servirse de ella, usarla y gozarla conforme a un ejercicio regular"* (artículo 2513 del Código Civil).
- c) Perpetuo: *"El dominio es perpetuo y subsiste independientemente del ejercicio que se pueda hacer de él..."* (artículo 2510 del Código Civil).

Por su parte, el artículo 2507 del Código Civil establece: *"El dominio se llama pleno o perfecto, cuando es perpetuo, y la cosa no está gravada con ningún derecho real hacia otras personas. Se llama menos pleno, o imperfecto, cuando debe resolverse al fin de un cierto tiempo o al advenimiento de una condición o si la cosa que forma su objeto es un inmueble, gravado respecto de terceros con un derecho real, como servidumbre, usufructo, etc."*

Respecto al dominio imperfecto, el artículo 2661 del Código Civil dispone que *"es el derecho real revocable o fiduciario de una sola persona sobre una cosa propia, mueble o inmueble, o el reservado por el dueño perfecto de una cosa que enajena solamente su dominio útil"*.

Nuestro Código Civil trata sobre tres tipos de dominio imperfecto, siendo uno de ellos el *dominio fiduciario*. Según el artículo 2662 del Código Civil, *"dominio fiduciario es el que se adquiere en 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"*.

2.2. Patrimonio de afectación

Tal como lo mencionara precedentemente, los bienes que serán objeto del fideicomiso deben individualizarse en el contrato o, en caso de no ser ello posible a la fecha de celebración del mismo; deberá dejarse constancia de los requisitos y características que

⁹ Molas, Liliana; ob.cit, p. 101

deberán reunir. El contrato también deberá contener una previsión, en su caso, acerca del modo en que otros bienes podrán ser incorporados al fideicomiso.¹⁰

Podemos señalar como características del patrimonio fiduciario:

- Es separado, autónomo e independiente del patrimonio del fiduciante y del fiduciario¹¹.
- Queda excluido de toda posible acción de los acreedores de ambos, salvo fraude, únicamente con relación al primero¹².
- El fiduciario es el titular de los bienes durante el plazo de vigencia del fideicomiso y podrá ejercer sobre los bienes fideicomitados los derechos y las acciones que conduzcan al logro de los fines establecidos en el acto constitutivo.¹³
- El fiduciante se desprende totalmente de la titularidad.
- El Patrimonio fiduciario constituye un patrimonio de afectación. Ello debido a que la titularidad de la propiedad debe ejercerse para el cumplimiento de un objeto predeterminado que, ya se ha señalado, debe detallarse en el contrato o acto constitutivo. Nada más indispensable para la existencia de un fideicomiso que el fiduciario lleve a la práctica la afectación prevista para los bienes. A la finalización del término de afectación estipulado –evento resolutorio del fideicomiso– el patrimonio debe transferirse inexorablemente, agregándose entonces como elemento característico su temporalidad.

3. Clasificaciones del Fideicomiso. Descripción de casos.

La Ley contempla dos tipos de fideicomiso: el fideicomiso común u ordinario y el financiero.

A su vez, la doctrina civilista agrupa a los negocios fiduciarios, atendiendo a la función que cumplirá el fiduciario del siguiente modo: (i) de administración; (ii) de inversión, y (iii) de garantía.

3.1. Fideicomiso Común

El fideicomiso común u ordinario nace de un contrato o testamento, y se constituye en beneficio de una persona física o jurídica determinada o individualizada.

Puede ser fiduciario común cualquier persona física o jurídica.

¹⁰ Ley 24.441, artículo 4 incisos a) y b).

¹¹ Ley 24.441, artículo 14.

¹² Ley 24.441, artículo 15.

¹³ Ley 24.441, artículo 17.

3.2. Fideicomiso Financiero

Esta clase de fideicomiso definida en el artículo 19 de la Ley 24.441 será objeto de estudio en el presente trabajo.

3.3. Los Fideicomisos de Administración

Son aquellos en los cuales se transfiere la propiedad de bienes a un fiduciario para que los administre conforme lo estableció el fiduciante y destine el producido al cumplimiento de la finalidad señalada en el contrato.

3.4. Fideicomisos de Inversión

Son aquellos que tienen como finalidad principal o específica la inversión, por medio de un fiduciario, de los recursos financieros con arreglo a las instrucciones o reglamento establecidos por el o los constituyentes, para aplicarlos a fines predeterminados en beneficio de éstos o de terceros.

El objeto de estos fideicomisos es generalmente inversiones en títulos valores, créditos a empresas o particulares, hipotecas, inversiones bancarias, etc.

3.5. Fideicomisos de Garantía

El fideicomiso en garantía es aquel por el cual se transfiere al fiduciario bienes para garantizar o asegurar con ellos y/o con su producido el cumplimiento de determinadas obligaciones a cargo del fiduciante o un tercero, designando como beneficiario al acreedor o a un tercero en cuyo favor, en caso de incumplimiento, se pagará una vez realizados los bienes, el valor de la obligación o saldo impago de ella.

En ese sentido, Carregal define a los fideicomisos en garantía como *“aquellos fideicomisos por los cuales se transfiere al fiduciario un bien, con el encargo de que –en el supuesto de incumplimiento de la obligación del constituyente que se pretende garantizar- el fiduciario proceda a la venta del bien y entregue el producto obtenido, hasta la concurrencia del crédito, al acreedor en cuyo favor se ha constituido, cancelando así total o parcialmente la deuda impaga”*¹⁴

El fideicomiso en garantía es una herramienta jurídica muy útil, pues al ser un vehículo destinado a proteger ciertos bienes y, en caso de mora del deudor, ejecutarlos extrajudicialmente, presenta ventajas con respecto a las formas tradicionales de garantías (prendas o hipotecas).

Por último cabe señalar que, el fideicomiso en garantía, en tanto cumpla con determinadas condiciones, no es considerado una unidad de tributación. Ello se desprende de las

¹⁴ Carregal, Mario A. *“El Fideicomiso: Regulación Jurídica y Posibilidades prácticas”*, Universidad, Buenos Aires, 1982, p.140.

interpretaciones de la Dirección General Impositiva (DGI) formalizadas en los dictámenes DAL 20/96, DAT 34/96 y DAL 49/97.

3.6. Fideicomiso Estatal o Público

En esta especie de fideicomiso, el Estado nacional, provincial o municipal, por medio de sus dependencias y en su carácter de fiduciante, transmite la titularidad de bienes del dominio público o del dominio privado de su pertenencia, o afecta fondos públicos, para realizar un fin lícito de interés público.

Esta clase de fideicomiso no se encuentra contemplada expresamente en la Ley 24.441.

Es un ejemplo de fideicomiso público nacional, el creado por el Decreto 286/95 por el cual el Poder Ejecutivo constituyó un Fondo Fiduciario para el Desarrollo Provincial, cuyo objeto principal consistía en asistir a los bancos de Provincia sujetos a privatización y el fomento de las privatizaciones de empresas provinciales en las condiciones previstas en el mismo.

Asimismo, existen también otros tipos de fideicomiso tales como: testamentario, de seguros, de desarrollo, inmobiliario, de fondos de pensión, o a favor de instituciones culturales, deportivas, sociales, artísticas, etc.

CAPITULO III

EL FIDEICOMISO FINANCIERO COMO VEHICULO PARA LA SECURITIZACION

1. Ley Aplicable

La Ley 24.441 brinda el marco jurídico general aplicable a los contratos de fideicomisos financieros, asimismo designa a la Comisión Nacional de Valores (en adelante “CNV”) como autoridad de aplicación respecto de aquéllos, habilitándola a dictar normas reglamentarias.

2. Definición y Elementos del Fideicomiso Financiero

El artículo 19 de la Ley 24.441 define al fideicomiso financiero de la siguiente manera: *“Fideicomiso financiero es aquél contrato de fideicomiso 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”* y agrega que *“dichos certificados de participación y títulos de deuda serán considerados títulos valores y podrán ser objeto de oferta pública”*.

Como notas características de este instituto podemos señalar:

- 1) El fiduciario debe ser una entidad financiera o una sociedad especialmente autorizada por la CNV para actuar como fiduciario financiero.
- 2) Beneficiarios son los titulares de certificados de participación en el dominio fiduciario o de títulos representativos de deuda garantizados con los bienes así transmitidos.
- 3) Los certificados de participación y los títulos de deuda serán considerados títulos valores y podrán ser objeto de oferta pública.
- 4) La autoridad de aplicación de los fideicomisos financieros será la CNV.

Por su parte, el Libro III, Capítulo XV de las Normas de la CNV se ocupa de los contratos de fideicomiso y en su artículo 2 establece que: *“Habrá contrato de fideicomiso financiero cuando una o más personas (fiduciante) transmitan la propiedad fiduciaria de bienes determinados a otra (fiduciario), quién deberá ejercerla en beneficio de titulares de los certificados de participación en la propiedad de los bienes transmitidos o de titulares de valores representativos de deuda garantizados con los bienes así transmitidos”*

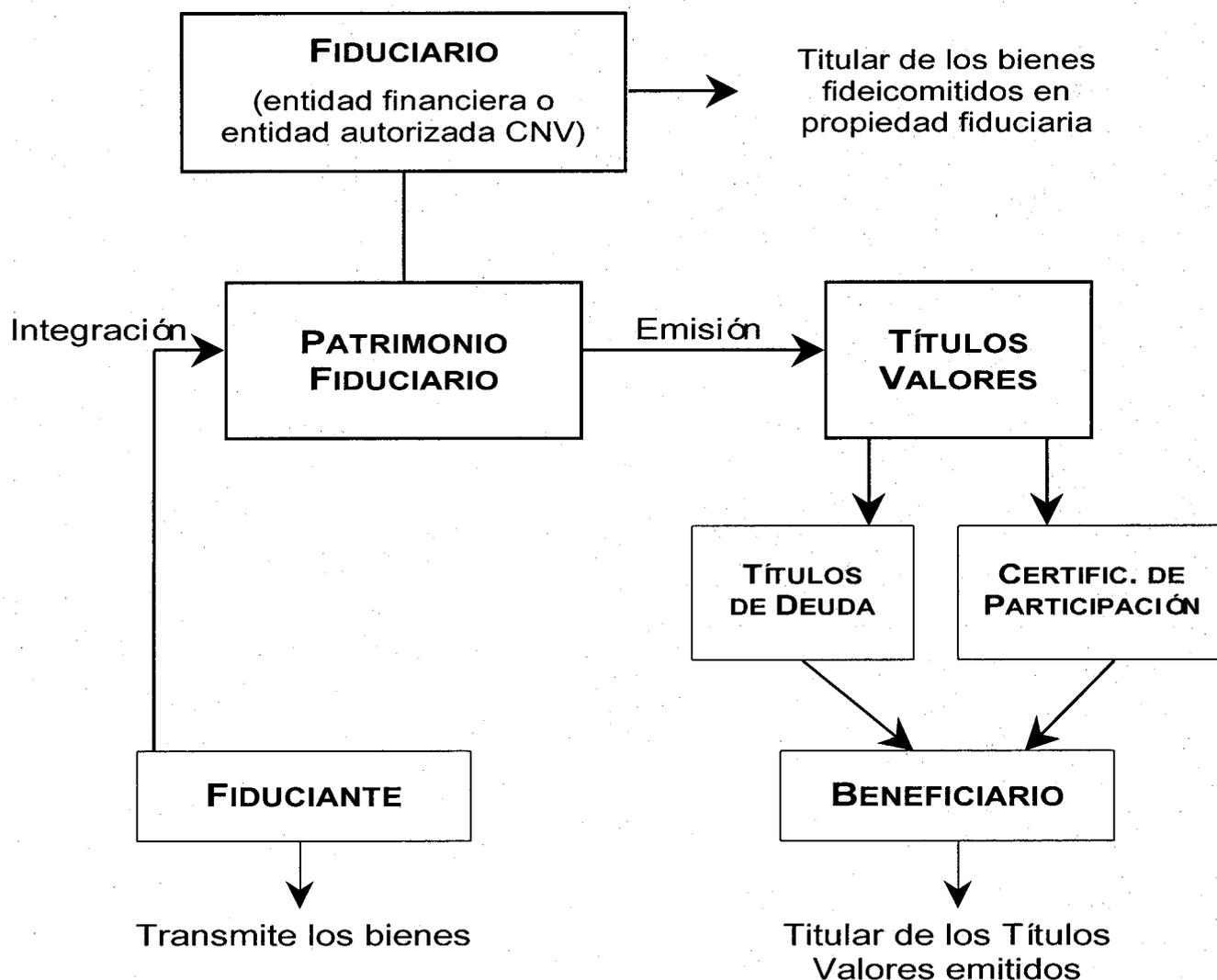
(beneficiarios) y transmitirla al fiduciante, a los beneficiarios o a terceros (fideicomisarios) al cumplimiento de los plazos o condiciones previstos en el contrato”

A lo largo del presente trabajo se desarrollarán los requisitos y condiciones exigidos para que un fideicomiso financiero se encuentre bajo la órbita de control de la Comisión Nacional de Valores.

3. El Fideicomiso Financiero como vehículo para la securitización. Estructura de la operación.

Tal como se expusiera en el Capítulo precedente, el fideicomiso financiero constituye uno de los vehículos que nuestra legislación introdujo a los efectos de llevar a cabo el proceso de securitización, el cual exige que los activos a titular sean separados tanto del patrimonio del transmitente u originante como del titular o administrador del vehículo.

El siguiente cuadro esquematiza la estructura del fideicomiso financiero.



El fiduciante, al momento de transferir los activos al fideicomiso, da la orden al fiduciario financiero de emitir certificados de participación y/o títulos representativos de deuda fiduciaria que serán colocados en el mercado de capitales. Con el producido de la colocación de los títulos se retribuirá a la empresa la transmisión de los derechos cedidos al fiduciario.

Así, el fiduciante se haría del valor presente de los derechos transferidos y los tenedores de los títulos participarán en su rol de acreedores o participantes del negocio, según sean tenedores de títulos de deuda o de certificados de participación respectivamente.

La experiencia ha demostrado que el procedimiento de securitización ha facilitado la movilización de los activos financieros, permitiendo una reducción del costo de la financiación disponible en el mercado en beneficio de la actividad productiva.

CAPITULO IV

LAS PARTES

Para la Ley 24.441 puede haber hasta 4 sujetos en esta relación jurídica, a saber:

1. El Fiduciante o Fideicomitente

Es el titular de los bienes que transmite y quien constituye el fideicomiso, establece sus fines, designa al fiduciario y fija el alcance de sus atribuciones y también dispone quién será el beneficiario y el destinatario final de los bienes fideicomitados. Puede reservarse amplias facultades de control sobre el fideicomiso.

Puede simultáneamente revestir el carácter de beneficiario y destinatario final al cumplimiento del plazo o condición, como suele suceder con los fideicomisos de inversión.

Si bien la ley habla del fiduciante en singular, nada obsta a que exista multiplicidad de fiduciantes. Esta situación puede responder a: (i) un aporte fiduciario hecho originalmente en conjunto (ej. fiduciantes de un bien en copropiedad), (ii) a una pluralidad de fiduciantes prevista pero no ejecutada en forma conjunta, o (iii) puede responder a una circunstancia fortuita posterior.

En relación con este último punto (iii), Hayzus¹⁵ expresa que “*en vista de que el fiduciario puede recibir bienes de refuerzo en el mismo fideicomiso, vale preguntarse si los aportes adicionales han de provenir exclusivamente del fiduciante o si otras personas, ajenas al contrato hasta ese momento, pueden también aportar incorporándose al acuerdo*”.

En mi opinión, ante un supuesto de dificultades económicas o financieras, será el fiduciario, sobre la base de los criterios de buen hombre de negocios y considerando el mandato fiduciario que debe cumplir, quien deberá optar entre: (i) aceptar un nuevo fiduciante, (ii) endeudar el patrimonio fideicomitado, o (iii) disolver el fideicomiso. De no existir esa circunstancia económica o financiera, no parecería adecuado que el fiduciario acepte el aporte de un nuevo fiduciante, salvo que el contrato de fideicomiso lo prevea en forma expresa o implícita.

2. El Fiduciario

2.1. Consideraciones Generales.

Es el titular de los bienes que conforman el patrimonio de afectación durante la vigencia del fideicomiso. De acuerdo con el artículo 5 de la Ley 24.441, en el fideicomiso común,

¹⁵ Hayzus, Jorge R. “*Fideicomiso*”, Ed. Astrea, 2002, Buenos Aires, p.60.

cualquier persona física o jurídica puede actuar como fiduciario, bastando la capacidad para contratar.

Ahora bien, una de las notas características del fideicomiso financiero es que el fiduciario debe ser una entidad financiera o una sociedad especialmente autorizada por la CNV para actuar como fiduciario financiero”¹⁶

En este sentido, y en uso de las facultades otorgadas por la Ley 24.441, la CNV establece, en el Libro III, Capítulo XV, artículo 5, que podrán actuar como fiduciarios financieros:

- a) Las entidades financieras autorizadas a actuar en los términos de la Ley N° 21.526 y reglamentación.
- b) Cajas de valores autorizadas en los términos de la Ley N° 20.643 y reglamentación.
- c) Sociedades anónimas constituidas en el país y sociedades extranjeras que acrediten el establecimiento de una sucursal, asiento u otra especie de representación suficiente -a criterio de la CNV- en el país, que soliciten su inscripción en el Registro de Fiduciarios Financieros.
- d) El representante de los obligacionistas en los términos del artículo 13 de la Ley N° 23.576.

Para solicitar y mantener la inscripción en el Registro de Fiduciarios Financieros, la CNV exige los siguientes requisitos:

- a) Poseer un patrimonio neto no inferior a \$ 2.000.000.
- b) Prever en su objeto social la actuación como Fiduciario.
- c) Organización administrativa propia y adecuada para prestar el servicio ofrecido.

En el caso en que durante la vida del fiduciario se incumpliera cualquiera de los requisitos, la CNV podrá disponer la caducidad de la autorización y ordenar el cese de la actividad.

Ninguna sociedad que no esté expresamente autorizada para actuar como fiduciario financiero podrá incluir en su denominación o utilizar de cualquier modo la expresión "fiduciario financiero" u otra semejante susceptible de generar confusión.

2.2. Derechos y Obligaciones del Fiduciario

Los derechos y obligaciones del fiduciario deben ser establecidos en el respectivo contrato, según la regla del artículo 4 inciso e) de la Ley 24.441.

¹⁶ Ley 24.441, artículo 19.

La función del fiduciario es ejercer la propiedad fiduciaria de los bienes fideicomitidos en beneficio de quien se designe en el contrato, para lo cual podrá realizar todos los actos sobre los bienes necesarios para el cumplimiento de sus obligaciones, sujetando su accionar a los límites impuestos por la ley o por el contrato, con la prudencia y diligencia del buen hombre de negocios que actúa sobre la base de la confianza depositada en él.¹⁷

Fundamentalmente debe cumplir con el destino asignado a los bienes fideicomitidos por el fiduciante conforme los términos expuestos en el contrato, entregar los beneficios a quienes aquél hubiere dispuesto en la oportunidad y bajo las condiciones estipuladas para finalmente, al vencimiento del plazo o cumplimiento de la condición resolutoria, asignarles el destino previsto, transfiriéndolos a la persona designada o, en su caso, reintegrarlos al fiduciante.

Sus atribuciones son muy amplias: puede (i) ejercer actos de disposición sobre los bienes fideicomitidos o gravarlos cuando lo requieran los fines del fideicomiso¹⁸, (ii) adquirir la propiedad fiduciaria de otros bienes con los frutos de aquéllos¹⁹, y (iii) ejercer todas las acciones que corresponda en defensa de los bienes fideicomitidos²⁰. En cambio, le está prohibido adquirir los bienes que constituyen el fideicomiso. Cabe destacar que, el fiduciante podrá recortar estas atribuciones al constituir el fideicomiso y determinar sus fines.

2.3. La remuneración del Fiduciario

La Ley 24.441 establece en su artículo 8 que el fiduciario tiene derecho al reembolso de los gastos y a una retribución.

En la práctica los fiduciarios establecen esquemas de honorarios que pueden estar basados en: (i) un monto fijo mensual más un monto fijo inicial, calculados en relación con las tareas administrativas a realizar, (ii) un porcentaje de los activos administrados, o (iii) un *success fee* o honorario de riesgo vinculado a las tareas realizadas.

El artículo 8 agrega que, si la remuneración del fiduciario 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.

2.4. Prohibiciones legales al Fiduciario

2.4.1 Adquisición de los bienes fideicomitidos

El artículo 7, primer apartado in fine de la ley prohíbe al fiduciario adquirir para su propio patrimonio los bienes objeto del fideicomiso. Esta prohibición no puede ser dispensada en el acto constitutivo del fideicomiso.

¹⁷ Ley 24.441, artículo 6.

¹⁸ Ley 24.441, artículo 17.

¹⁹ Ley 24.441, artículo 13.

²⁰ Ley 24.441, artículo 18.

No obstante lo expuesto, dado que la prohibición legal ha sido impuesta en interés de los beneficiarios, no existe obstáculo a que éstos autoricen, en cada caso, la adquisición de bienes fideicomitidos por el fiduciario.

2.4.2 Rendición de cuentas

También el artículo 7 dispone que el contrato de fideicomiso no podrá dispensar al fiduciario de su obligación de rendir cuentas. La ley establece que en todos los casos, los fiduciarios deberán rendir cuentas a los beneficiarios con una periodicidad no mayor a un año.

En el caso de los fideicomisos financieros cuyos títulos cuenten con oferta pública, de conformidad a lo requerido por las normas de la CNV, los fiduciarios deberán presentar a la CNV por cada fideicomiso los siguientes estados contables:

- a) Estado de situación patrimonial.
- b) Estado de evolución del patrimonio neto.
- c) Estado de resultados.
- d) Estado de origen y aplicación de fondos.

Los estados contables se prepararán siguiendo los mismos criterios de valuación y exposición exigidos a las emisoras sujetas al régimen de oferta pública que coticen sus valores negociables en la sección especial de una entidad autorregulada, procediendo a adecuarlos –en su caso- a las características propias del fideicomiso.

Los estados contables deberán ser presentados por períodos anuales y subperíodos trimestrales siendo de aplicación los plazos de presentación, formalidades y requisitos de publicidad establecidos para las emisoras de valores negociables comprendidas en el régimen de oferta pública y que coticen en la sección especial de una entidad autorregulada.

Los estados contables anuales y por períodos intermedios deberán estar firmados por el representante del fiduciario y aprobados por los órganos de administración del fiduciario y contarán con informe de auditoría y de revisión limitada, respectivamente, suscripto por contador público independiente, cuya firma será legalizada por el respectivo consejo profesional,

Por último, por aplicación del artículo 73 del Código de Comercio, transcurrido un mes desde la publicación de la información indicada sin que existiera impugnación por medio fehaciente (dirigida esta última al fiduciario o a la CNV) por parte de un beneficiario, se considerará que las cuentas rendidas son correctas, salvo prueba en contrario.

2.4.3 Culpa o dolo del fiduciario o de sus dependientes.

Asimismo, el citado artículo 7 prohíbe la dispensa de la responsabilidad del fiduciario por actos suyos o de sus dependientes ejecutados con culpa o dolo.

2.5. La Responsabilidad del Fiduciario

2.5.1. Responsabilidad Civil

Conforme lo establece el artículo 6 de la Ley 24.441, 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.

Lo expuesto puede entenderse como la exigencia de aplicar a la función fiduciaria la misma dedicación y diligencia que podría esperarse del fiduciario para sus negocios propios. A ello se agrega la exigencia genérica de buena fe y la específica de lealtad²¹.

La imposición de la “diligencia del buen hombre de negocios” supone establecer un estándar de conducta que se debe valorar no conforme a las circunstancias personales del fiduciario, sino de acuerdo a las aptitudes y conocimientos exigidos objetivamente para la función que le es atribuida por la ley y el contrato.

Los fiduciarios financieros, a demás de la responsabilidad legal y contractual inherente a su función, en cuanto emisores de valores que hayan sido colocados por oferta pública, resultan alcanzados, como veremos en el Capítulo VII, punto 5, por responsabilidades específicas establecidas en el Régimen de Transparencia de Oferta Pública.

2.5.2 Responsabilidad objetiva en el fideicomiso de cosas

El artículo 14 de la Ley 24.441 establece que, “*la responsabilidad objetiva del fiduciario emergente del artículo 1113 del Código Civil se limita al valor de la cosa fideicomitada cuyo riesgo o vicio fuese causa del daño si el fiduciario no pudo razonablemente haberse asegurado*”.

La aplicación del artículo 1113²² del Código Civil hará responsable al fiduciario con su propio patrimonio, en cuanto propietario de la cosa riesgosa que produjo el daño.

Empero, la norma deja abierta la posibilidad de imputar responsabilidad directa al fiduciario, si se trataba de un riesgo que “*pudo razonablemente haberse asegurado*”. En

²¹ Esta última por aplicación analógica de la regla contenida en el artículo 1907 del Código Civil.

²² El citado artículo establece que “*La obligación del que ha causado un daño se extiende a los daños que causaren los que están bajo su dependencia, o por las cosas de que se sirve, o que tiene a su cuidado. En los supuestos de daños causados con las cosas, el dueño o guardián, para eximirse de responsabilidad, deberá demostrar que de su parte no hubo culpa; pero si el daño hubiere sido causado por el riesgo o vicio de la cosa, sólo se eximirá total o parcialmente de responsabilidad acreditando la culpa de la víctima o de un tercero por quien no debe responder. Si la cosa hubiese sido usada contra la voluntad expresa o presunta del dueño o guardián, no será responsable*”

este supuesto estaríamos en el campo de la responsabilidad subjetiva, en cuanto la ley presume un obrar negligente del fiduciario por haber omitido asegurar riesgos con relación a la cosa.

2.5.3. Responsabilidad Penal

La Ley 24.441 agregó el inciso 12) del artículo 173 del Código Penal como un caso especial de defraudación, aquel en que *“el titular fiduciario ... que en beneficio propio o de un tercero dispusiere, gravare o perjudicare los bienes y de esta manera defraudare los derechos de los co-contratantes”*.

La existencia de una figura específica de defraudación aplicable al fiduciario, frente al tipo genérico de administración fraudulenta contenido en el inciso 7) del artículo 173, se hace necesaria porque ésta última supone la administración o cuidado de bienes o intereses ajenos, cuando en el fideicomiso el fiduciario gestiona bienes propios, sin perjuicio de hacerlo en interés de los beneficiarios²³.

2.6. Delegación de Funciones

La ley no prohíbe la delegación de funciones por parte del fiduciario. Asimismo, la delegación de facultades es muchas veces inevitable cuando los bienes fideicomitidos requieren una administración activa, en la que se comprometen habilidades o conocimientos especiales que no necesariamente el fiduciario debe tener.

Asimismo, las Normas de la CNV admiten expresamente esta figura al disponer, en su artículo 25 que *“cuando en el contrato de fideicomiso el fiduciante o el fiduciario hubieren previsto la participación de otras personas, además del fiduciario, en la administración de los bienes fideicomitidos el contrato deberá especificar el alcance de su responsabilidad. El contrato no podrá eximir la responsabilidad del fiduciario ante terceros por el incumplimiento de sus obligaciones legales sin perjuicio de los derechos que pudiere tener.”*

Respecto a la responsabilidad del fiduciario en el caso que hubiera delegado sus funciones, cabe señalar que:

- a) Si el contrato ha designado en todo o en parte la administración del fideicomiso a terceros, el fiduciario no es responsable por la actuación de estos últimos, aún cuando haya debido apoderarlos para ejercer esa función.
- b) De estar autorizado por el contrato a delegar funciones, sin indicar la persona del delegado, el fiduciario responde siempre si hubiese elegido a un individuo notoriamente incapaz o insolvente, y por cualquier incumplimiento del delegado que hubiera podido razonablemente evitar o mitigar conforme a su deber de vigilancia.

²³ Herbel, Gustavo A. y Trovato, Gustavo E., *“La responsabilidad penal del fiduciario”*; Jurisprudencia Argentina, T.1998-III, p.790.

- c) De haber delegado sus funciones sin autorización expresa del contrato, el fiduciario responde por todo incumplimiento doloso o culposo del delegado.

2.7. Cesación del Fiduciario

La Ley 24.441 establece en su artículo 9 las causales de cesación del fiduciario, a saber:

- a) Remoción judicial por incumplimiento de sus obligaciones, a instancia del fiduciante; o a pedido del beneficiario con citación del fiduciante.
- b) Muerte o incapacidad judicialmente declarada si fuera una persona física.
- c) Disolución si fuere una persona jurídica.
- d) 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.

Producida alguna de las causales de cesación expuestas ut-supra, el fiduciario será reemplazado por el sustituto designado en el contrato o de acuerdo con el procedimiento previsto por él. Si no lo hubiere o no aceptare, el juez designará como fiduciario a una de las entidades autorizadas.

2.8. Caducidad de la autorización para actuar como fiduciario

El artículo 7 del Capítulo XV de las Normas de la CNV dispone que las entidades autorizadas a actuar como fiduciarios deberán, durante el término de vigencia de su inscripción, cumplir los requisitos mencionados en punto 2.1. (patrimonio neto no inferior a \$ 2.000.000, etc.). En caso de incumplimiento de cualquiera de las condiciones establecidas, la CNV podrá disponer la caducidad de la autorización y ordenar el cese de la actividad.

Por su parte, el artículo 8 del Capítulo XV de las Normas de la CNV establece que el fiduciario y el fiduciante no podrán tener accionistas comunes que posean en conjunto el 10% o más del capital:

- a) del fiduciario o del fiduciante o,
- b) de las entidades controlantes del fiduciario o del fiduciante.

El fiduciario tampoco podrá ser sociedad vinculada al fiduciante o a accionistas que posean más del 10% del capital del fiduciante.

3. El Beneficiario

La característica esencial del fideicomiso financiero es que la posición del beneficiario no pertenece a una persona determinada o determinable, sino que revisten la calidad de beneficiarios los titulares de certificados de participación en el dominio fiduciario o de títulos representativos de deuda garantizados con los bienes así transmitidos.

Dado que los valores fiduciarios son valores negociables, se le aplican todos los principios atinentes a éstos y, en esencial, el de incorporación. A consecuencia de ello, el beneficiario no tiene en realidad un derecho contractual, sino un derecho que emana directamente del valor fiduciario que posee.

Asimismo, dado el carácter circulatorio de los valores fiduciarios, es posible la fungibilidad de los beneficiarios, siendo que, en principio, no interesan las cualidades personales de estos: será considerada beneficiario la persona física o jurídica que acredite la titularidad legítima del valor fiduciario en el momento en que ejerza cualquiera de los derechos que constituyen las condiciones de emisión de aquél.

Cabe destacar, la reflexión de López de Zavalía²⁴ que observa que *"mientras que para el fideicomiso común la ley razona para un beneficiario único, lo cual no empece la pluralidad, para el fideicomiso financiero la visión es plural para cada categoría de beneficiarios"*.

4. El Fideicomisario

El fideicomisario es la parte que tiene el derecho a recibir los bienes fideicomitados al finalizar el fideicomiso. Este sujeto se diferencia del beneficiario, que es aquél que recibe los frutos de los bienes fideicomitados a lo largo de la vida del fideicomiso. La mencionada diferenciación entre beneficiario y fideicomisario enriquece la figura del fideicomiso y no resta ninguna posibilidad pues, tal como veremos, no existe problema alguno en que la misma persona sea beneficiario y fideicomisario.

Cabe señalar que en virtud de la Ley 24.441, el contrato de fideicomiso deberá contener necesariamente el destino de los bienes a la finalización, por lo que es requisito del mismo contener la determinación del fideicomisario.

5. La coexistencia de diversos roles en una misma persona

La Ley 24.441 y su reglamentación han previsto varios supuestos de concurrencia de roles en una misma personas.

²⁴ López de Zavalía, Fernando, *"Fideicomiso, Leasing, Letras Hipotecarias, Ejecución Hipotecaria, Contratos de Consumición"*, Zavalía, 1996, Buenos Aires, p. 143 y ss.

5.1. Fiduciante-Beneficiario

En este supuesto, quien transmite los bienes y crea el encargo fiduciario (fiduciante) y quien recibe los beneficios de los bienes fideicomitidos (beneficiario) son la misma persona. Un ejemplo típico de fiduciante-beneficiario lo encontramos en el caso de los fideicomisos para la construcción de emprendimientos.

5.2. Fiduciante- Fiduciario

En el presente apartado analizaré el caso del fideicomiso en el que coinciden el fiduciante y el fiduciario, por lo que el fideicomiso se constituye por un acto que es suscripto por un sujeto único (acto unilateral).

El artículo 3 del Capítulo XV de las Normas de la CNV establece que *“no podrán constituirse fideicomisos por acto unilateral, entendiéndose por tales aquellos en los que coincidan las personas del fiduciante y del fiduciario...”*. Asimismo, la norma agrega que, *“los fideicomisos unilaterales actualmente existentes y con certificados de participación y/o valores representativos de deuda ya emitidos, podrán continuar hasta el vencimiento de los plazos de duración para los cuales hubieran sido autorizados en cada caso. Cuando se hubieren autorizado programas de fideicomisos que previeren la constitución de fideicomisos por acto unilateral, las series no emitidas al 1° de agosto de 1997 deberán adecuarse a la prohibición establecida en este artículo, a cuyo efecto la designación del nuevo fiduciario se hará constar en el pertinente suplemento del prospecto, correspondiente a la primera serie que se emita a partir de la fecha mencionada”*.

Asimismo, el artículo 4 del Capítulo XV de las Normas de la CNV dispone que en el caso de fideicomisos cuyo activo fideicomitado esté constituido total o parcialmente por dinero u otros activos líquidos, los respectivos fiduciarios no podrán adquirir para el fideicomiso:

- a) Activos de propiedad del fiduciario o respecto de los cuales el fiduciario tenga, por cualquier título, derecho de disposición o
- b) Activos de propiedad o respecto de los cuales tengan, por cualquier título, derecho de disposición, personas que:
 - b.1) Fueren accionistas titulares de más del 10% del capital social del fiduciario, o
 - b.2) Tuvieren accionistas comunes con el fiduciario cuando tales accionistas posean en conjunto más del 10% del capital social de una o de otra entidad o de las entidades controlantes de uno o de otro.

La restricción mencionada no se aplicará cuando:

- c) El activo haya sido individualizado con carácter previo a la constitución del fideicomiso.

- d) El precio del activo a ser adquirido haya sido establecido con carácter previo a la constitución del fideicomiso.
- e) Las circunstancias referidas en los incisos c) y d) así como la titularidad del activo y, en su caso, la vinculación entre el fiduciario y el transmitente hayan sido claramente informadas en el prospecto correspondiente.

Cuando el fiduciario pueda o se proponga adquirir para el fideicomiso activos de propiedad o respecto de los cuales tengan derecho de disposición personas jurídicas con una participación accionaria menor a la indicada en los apartados b.1) y b.2) precedentes, esta circunstancia deberá ser informada en forma destacada en el prospecto.

5.3. Beneficiario-Fideicomisario

En este supuesto coincide quien recibe los beneficios económicos a lo largo de la vida del fideicomiso y quien recibe los bienes fideicomitidos a l finalizar el fideicomiso.

Esta coincidencia esta contemplada en la propia Ley 24.441, al establecer en su artículo 2 que en el caso que *“ningún beneficiario aceptare, todos renunciaren o no llegaren a existir, se entenderá que el beneficiario es el fideicomisario”*.

5.4. Fiduciario-Beneficiario

El fiduciario no podría a su vez ser investido de la posición de beneficiario o destinatario final, pues ello alteraría el principio de que su actuación es a favor de terceros, además de ser contrario a la condición temporaria del dominio que le ha sido transmitido y a la prohibición impuesta por el artículo 7, de adquirir los bienes al finalizar el fideicomiso.

Esta prohibición ha sido expresamente contemplada por el artículo 3 del Capítulo XV de las Normas de la CNV, al establecer que *“.. no podrán reunirse en un único sujeto las condiciones de fiduciario y beneficiario”*²⁵

6. Otros Sujetos

6.1. El Colocador de los títulos fiduciarios.

Los colocadores son las entidades encargadas de la comercialización de los valores en el mercado. Conforme a la Ley 17.811 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.

A los colocadores les corresponden las responsabilidades asignadas por los artículos 19 y 35 del Decreto 677/01 de Régimen de Transparencia de la Oferta Pública.

²⁵ Esta prohibición fue incorporada por la Resolución General de la CNV 447/2003, publicada en el Boletín Oficial el 3 de septiembre de 2003.

El artículo 19 incluye a los colocadores, en cuanto partícipes en una emisión o colocación de valores negociables (que comprenden los valores fiduciarios), como responsables por la difusión de información errónea o equívoca relativa a los valores ofrecidos y sus emisiones.

Por su parte, el artículo, al regular la responsabilidad de los distintos intervinientes en la oferta pública, en relación al contenido del prospecto de emisión de valores negociables establece que *“las entidades y agentes intermediarios en el mercado que participen como organizadores, o colocadores en una oferta pública de venta o compra de valores deberán revisar diligentemente la información contenida en el prospecto de oferta”*.

Generalmente, las tareas de fiduciario, emisor y colocador las desarrolla la misma entidad, y se encuentran sumamente ligadas.

6.2. El Master Servicer.

Si bien la tarea de administrar los activos fideicomitidos es propia del fiduciario, es común que en el caso de los fideicomisos financieros esta tarea sea delegada al propio fiduciante o a un tercero, quien asume el carácter de *“master servicer”*.

Entre las principales tareas a cargo del *master servicer* encontramos:

- (a) el cobro de los créditos o el flujo de fondos cedido.
- (b) El registro y análisis de los patrones de cumplimiento de los deudores de créditos o la evolución del flujo de fondos cedidos con el fin de poder conocer las tendencias y permitir tomar medidas adecuadas.
- (c) Inicio de las acciones de cobro en caso de incumplimiento,

6.3 Agente de Registro.

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

El artículo 4 del Decreto 677/01 de Régimen de Transparencia de la Oferta Pública establece que el agente de registro puede ser una caja de valores, un banco comercial o de inversión, o cualquier otro *“agentes de registro designado”*.

En nuestro país es común contratar como agente de registro a la Caja de Valores S.A.

6.4. Agente de pago

Los pagos que por cualquier concepto correspondan a los valores fiduciarios pueden ser realizados por el fiduciario o por un agente contratado por éste. La gestión está a cargo del

agente de registro y, consecuentemente, es habitual que en el país lo lleve a cabo la Caja de Valores S.A.

Cabe señalar que, en el supuesto que el fideicomiso financiero emita certificados globales, el registro de los valores fiduciarios queda en cabeza del fiduciario, aunque dicho registro se limita a asentar la titularidad de la Caja de Valores, de manera que hay que remitirse a los registros de dicha entidad para determinar la identidad de los beneficiarios y delimitar el alcance de sus derechos de disposición sobre los valores fiduciarios de que se trate. En ese supuesto, no hay ni agente de registro ni de pago, toda vez que la Caja de Valores llevará el registro, percibirá los servicios o cualquier otro concepto que corresponda a los valores fiduciarios y los asignará a los depositantes en cumplimiento de una obligación legal derivada del depósito colectivo.²⁶

²⁶ Artículos 48 y 52 de la Ley 20.643.

CAPITULO V

CARACTERES Y REQUISITOS DEL CONTRATO DE FIDEICOMISO FINANCIERO

El Fideicomiso Financiero sólo puede crearse por contrato, a diferencia del fideicomiso común que puede constituirse por contrato o por testamento.

1. Caracteres del Contrato de Fideicomiso Financiero

1.1. Consensual

El artículo 1140 del Código Civil establece que “*los contratos son consensuales o reales. Los contratos consensuales, sin perjuicio de lo que se dispusiese sobre la forma de los contratos, quedan concluidos para producir sus efectos propios, desde que las partes hubiesen recíprocamente manifestado su consentimiento.*”

El contrato de fideicomiso financiero es *consensual*, tanto en lo referente a la transmisión de bienes como en lo atinente al servicio del fiduciario, por ser plenamente exigible y surtir efectos a partir del acuerdo de voluntades entre las partes sin necesidad de que se entreguen los bienes para su perfeccionamiento.

En este sentido la doctrina sostuvo que el fideicomiso “*se trata de un contrato consensual, que se perfecciona por el simple acuerdo de voluntades, rodeado de las formas que fuere menester en cada caso*”²⁷.

1.2. Bilateral o Unilateral

En lo atinente a la prestación del servicio del fiduciario, el contrato es bilateral toda vez que ambas partes tienen prestaciones recíprocas.

Para analizar la bilateralidad del contrato respecto a la transmisión de la propiedad fiduciaria, se debe analizar el negocio subyacente a la relación fiduciaria, esto es, la relación que el fiduciante desea establecer con el beneficiario o fideicomisario. Es decir, si el fiduciante transmite el bien sin recibir retribución alguna por parte del beneficiario y/o del fiduciario, nos encontraríamos frente a una estipulación unilateral a favor de terceros. En cambio, si el fiduciante recibiera una retribución ya fijada en el contrato y que estuviera a cargo del beneficiario o del fideicomisario (eg. una transmisión de créditos a un fideicomiso financiero que hubiera emitido títulos que son pagados por el beneficiario), nos encontraríamos frente a un contrato bilateral²⁸.

²⁷ Orelle, José María R., “*El Fideicomiso en la Ley 24.441*”, La Ley, 1995-B, 876.

²⁸ Malumián, Nicolás; Diplotti, Adrián y Gutiérrez, Pablo, “*Fideicomiso y Securitización: Análisis Legal, Fiscal y Contable*”, La Ley, Buenos Aires, 2001, p.89.

1.3. Oneroso o Gratuito

En primer lugar cabe resaltar que, la transmisión que realiza el fiduciante al fiduciario no es ni a título oneroso ni a título gratuito, la misma es a título fiduciario (tal como se expuso en el Capítulo II).

Respecto a la prestación de servicios fiduciarios, el artículo 8 de la Ley 24.441 establece que *“salvo estipulación en contrario, el fiduciario tendrá derecho al reembolso de los gastos y a una retribución. Si ésta no hubiese sido fijada en el contrato, la fijará el juez teniendo en consideración la índole de la encomienda y la importancia de los deberes a cumplir”*

En suma, la Ley presume que el servicio prestado por el fiduciario es oneroso. Sin embargo, en forma excepcional, podremos hallarnos frente a un contrato gratuito en el que no exista contraprestación para el fiduciario por su tarea.

1.4. Formal no solemne

Tal como se expone en el Punto 2) del presente Capítulo, el contrato de fideicomiso financiero debe contener las previsiones exigidas por los artículos 4 y 20 de la Ley 24.441. En ese sentido, cabe reconocer al fideicomiso el carácter de contrato formal no solemne por ser requerida una forma por ley, pero no ser un requisito esencial para su subsistencia.

1.5. Conmutativo

La categoría de los contratos conmutativos no se encuentra definida por el Código Civil, no obstante, la doctrina entiende que son aquellos contratos en que *“las partes desde el momento de su celebración conocen la importancia y equivalencia económica de las prestaciones otorgadas o a otorgarse con motivo del cumplimiento del contrato”*²⁹

El contrato de fideicomiso es conmutativo en lo atinente a la prestación de servicios fiduciarios, toda vez que las ventajas y desventajas para cada una de las partes son ciertas y susceptibles de apreciación inmediata. En tanto que, en relación a la transmisión fiduciaria, el carácter conmutativo o aleatorio dependerá de la naturaleza del negocio subyacente, es decir dependerá del mandato fiduciario el conocer con certeza o no las pérdidas o ganancias emergentes del contrato.

1.6. De tracto sucesivo

El contrato de fideicomiso financiero es de tracto sucesivo, ya que se caracteriza por la transmisión de la propiedad fiduciaria con el fin de constituir un fideicomiso que se extenderá en el tiempo.

²⁹ Garrido, Roque E. Y Zago, Jorge A., *“Contratos Civiles y Comerciales, Parte General”*, Ed. Universidad, Buenos Aires, 1993, p.79.

1.7. Nominado y Típico

Si bien el Código Civil le otorgó el nombre al mismo, recién con la sanción de la Ley 24.441, que estableció su marco regulatorio, se puede considerar al contrato de fideicomiso como típico.

2. Contenido del Contrato

2.1 Elementos exigidos por la Ley 24.441

Conforme las previsiones de los artículos 4 y 20 de la Ley 24.441, el contrato de fideicomiso financiero 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 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.
- f) Las condiciones de emisión de los certificados de participación o títulos representativos de deuda.

2.2. Elementos exigidos por la Comisión Nacional de Valores

Asimismo, el artículo 11 del Capítulo XV de las Normas de la CNV establece que el contrato deberá contener, además de los requisitos del citado artículo 4, los siguientes:

- a) La identificación del o los fiduciantes, del o los fiduciarios y del o los fideicomisarios, en su caso.
- b) La identificación del fideicomiso. La denominación fideicomiso financiero deberá ser utilizada por los fideicomisos que se constituyan conforme a las Normas de la CNV, debiendo agregar además la designación que permita individualizarlos.
- c) Procedimiento para la liquidación del fideicomiso.
- d) La obligación del fiduciario de rendir cuentas a los beneficiarios y el procedimiento a seguir a tal efecto.

- e) La remuneración del fiduciario.
- f) Los términos y condiciones de emisión de los valores representativos de deuda o certificados de participación.

2.3. Elementos exigidos por el Banco Central de la República Argentina.

Los contratos de fideicomiso financiero que tengan por objeto créditos originados por entidades financieras deben incorporar determinadas cláusulas relativas al deber de información frente al Banco Central de la República Argentina (en adelante "BCRA") y a las entidades financieras titulares de los correspondientes valores fiduciarios.

El BCRA, mediante la Comunicación "A" 2703, modificada por la Comunicación "A" 3145 establece que:

1. Los fideicomisos financieros en cuyos activos se encuentren créditos originados por entidades financieras, quedan alcanzados por la Ley de Entidades Financieras y sujetos a las normas que establezca el BCRA. No requerirán autorización previa en los casos en que cumplan en todos sus términos y sin variación alguna los modelos de apropiación de provisiones aprobados por la Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias. En cambio, cuando se proyecte la utilización de modelos diferentes de los expresamente aprobados y difundidos por dicha Superintendencia deberá contarse con su previa autorización.
2. La valuación de los activos distintos de créditos deberá efectuarse con ajuste a los créditos contenidos en el plan y manual de cuentas para entidades financieras.
3. Las entidades financieras que decidan transmitir la propiedad fiduciaria de sus carteras deberán informar al BCRA los datos que permitan la individualización del fideicomiso financiero al cual se transmitirán esos bienes, del fiduciario y los beneficiarios, así como la naturaleza de los activos que proyectan fideicomitir y sus respectivas clasificaciones.
4. Los fiduciarios de esta clase de fideicomisos deberán informar al BCRA la naturaleza de los créditos que le han sido fideicomitados, consignando los correspondientes fiduciantes y deberán continuar suministrando al BCRA los datos sobre la clasificación de los deudores transferidos.
5. Los fiduciarios deberán proporcionar al BCRA toda la información que les sea requerida por la Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias, para calcular las provisiones que deberán constituir las entidades financieras sobre sus tenencias de certificados de participación y/o títulos de deuda de los aludidos fideicomisos.
6. Los fiduciarios que incurran en apartamiento a estas normas serán pasibles de la aplicación de las sanciones previstas en el artículo 41 de la Ley de Entidades

Financieras. Cabe recordar que estas sanciones se gradúan, desde llamado de atención hasta la revocación de la autorización para funcionar.

En suma, los contratos de fideicomiso financiero que tengan por objeto créditos originados por entidades financieras se asimilan a las entidades financieras y, por ende quedan sujetos al control del BCRA.

CAPITULO VI

LOS TITULOS FIDUCIARIOS

Tal como lo he señalado en el Capítulo III y, conforme lo establece el artículo 19 de la Ley 24.441, una de las características propias del fideicomiso financiero es que los beneficiarios son los titulares de certificados de participación en el dominio fiduciario o de títulos representativos de deuda garantizados con los bienes así transmitidos.

1. Los Títulos Fiduciarios como Valores Negociables

Un valor negociable es un derecho económico que circula con leyes propias como si fuera una cosa mueble, documentado en un título al cual se considera incorporado (valor negociable cartular) o mediante un registro llevado por cuentas (valor negociable escritural)³⁰

La existencia de un valor negociable se caracteriza por la concurrencia de los siguientes principios:

- a) *Principio de literalidad:* los derechos y obligaciones del titular del valor negociable existen en la medida en que los mismos surjan del propio documento o del acto que sirve de causa a la emisión.
- b) *Principio de necesidad:* el ejercicio de tales derechos requiere la exhibición del título, su entrega o certificación de posesión. En el caso de valores escriturales, es necesario acreditar la titularidad registral mediante una constancia de cuenta escritural.
- c) *Principio de autonomía.* El emisor no puede oponer al titular del valor negociable las consecuencias de relaciones jurídicas habidas con los anteriores titulares que sean extrañas a las constancias literales del título o registro y/o al acto de emisión.

2. Los certificados de participación y los títulos de deuda

Dichos títulos otorgarán un derecho al reintegro del valor nominal del título y, en su caso, al pago de un interés determinado en las condiciones de emisión de la serie y clase de título de deuda fiduciaria respectiva.

2.1. Los certificados de participación

Los certificados de participación representan para el tenedor de los mismos el derecho de participación en el patrimonio fideicomitado.

³⁰ Kenny, Mario Oscar, ob. cit, p. 111.

Conforme lo estipula el artículo 21 de la Ley 24.441, los certificados de participación sólo pueden ser emitidos por el fiduciario.

Podrán emitirse diversas clases de certificados de participación con derechos diferentes, pero dentro de cada clase se otorgarán los mismos derechos. Asimismo, la emisión puede dividirse en series³¹.

2.2. Los títulos de deuda

Los títulos de deuda, a diferencia de los certificados de participación, pueden ser emitidos por el fiduciario, por el fiduciante o por un tercero.

Cuando los títulos de deuda fueren emitidos por el fiduciario, los bienes de éste no responderán por las obligaciones contraídas en la ejecución del fideicomiso, las que sólo serán satisfechas con los bienes fideicomitidos.

En cambio, cuando los títulos de deuda fueren emitidos por el fiduciante y/o un tercero, las obligaciones contraídas en la ejecución del fideicomiso podrán ser satisfechas con los bienes fideicomitidos exclusivamente o con la garantía especial constituida con los mismos sin perjuicio de que su emisor se obligue a responder con su patrimonio.³²

3. Títulos Fiduciarios Caratulares y Escriturales.

Los certificados de participación y los títulos de deuda (en su conjunto los “Títulos Fiduciarios” o “Valores Fiduciarios”) pueden emitirse de cualquier forma, incluida la escritural. La emisión, en caso de solicitar la autorización de oferta pública, debe hacerse sobre la base de un prospecto en el que consten sus condiciones y debe formularse basándose en el modelo aprobado por la CNV³³

3.1. Los Títulos Individuales.

Por imperio de la Ley 24.587³⁴, los títulos individuales deben ser nominativos, no endosables. En caso de llevar cupones para el cobro de servicios, éstos podrán ser al portador.

Las Normas de la CNV, en el Capítulo XV, artículo 12 disponen que los títulos de deuda fiduciaria cartulares deberán contener:

- a) Denominación social, domicilio y firma del representante legal o apoderado del emisor o del fiduciario, en su caso.

³¹ Ley 24.441, artículo 22.

³² Los artículos 13 y 14 de las Normas de la CNV establecen las leyendas que deben contener los títulos en cada caso, las cuales comentaré en el punto 3.1. del presente Capítulo.

³³ Normas de la CNV, Capítulo XV, artículo 21.

³⁴ Ley de Nominatividad de los Títulos Valores Privados, B.O. 22/11/1995.

- b) Identificación del fideicomiso al que corresponden.
- c) Monto de la emisión y de los valores representativos de deuda emitidos.
- d) Clase, número de serie y de orden de cada valor negociable.
- e) Garantías y/u otros beneficios otorgados por terceros en su caso.
- f) Fecha y número de la resolución de la CNV que autorizó su oferta pública.
- g) Plazo de vigencia del fideicomiso.
- h) Cuando sean emitidos por el fiduciario, deberán contener la siguiente leyenda: *“Los bienes del fiduciario no responderán por las obligaciones contraídas en la ejecución del fideicomiso. Estas obligaciones serán satisfechas exclusivamente con los bienes fideicomitidos, conforme lo dispone el artículo 16 de la Ley N° 24.441”*.
- i) Cuando los valores representativos de deuda fueran emitidos por el fiduciante o por un tercero las obligaciones contraídas en la ejecución del fideicomiso, podrán ser satisfechas, según lo establecido en las condiciones y términos de emisión e informado en el prospecto respectivo:
 - i.1) Con la garantía especial constituida con los bienes fideicomitidos sin perjuicio de que el emisor se obligue a responder con su patrimonio o
 - i.2) Con los bienes fideicomitidos, exclusivamente. En este supuesto, la leyenda prevista deberá ser la siguiente: *“Los bienes del fiduciario y del emisor no responderán por las obligaciones contraídas en la ejecución del fideicomiso. Estas obligaciones serán exclusivamente satisfechas con los bienes fideicomitidos”*.

Los certificados de participación, además del contenido indicado en a) a h) precedente, deberán enunciar los derechos que confieren y la medida de la participación en la propiedad de los bienes fideicomitidos que representan.³⁵

El artículo 16 del Capítulo XV de las Normas de la CNV establece que, cuando los valores representativos de deuda garantizados con los bienes fideicomitidos y/o los certificados de participación fueren emitidos en forma cartular, deberá transcribirse en el reverso del instrumento una síntesis de los términos y condiciones del fideicomiso, cuyo contenido es el siguiente³⁶:

- a) La individualización del o los fiduciantes, fiduciarios y fideicomisarios.
- b) La identificación del fideicomiso por el cual los valores negociables son emitidos o

³⁵ Normas de la CNV, Libro III, Capítulo XV, artículo 15.

³⁶ Normas de la CNV, Libro III, Capítulo XV, Anexo I.

garantizados.

- c) 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.
- d) La determinación del modo en que otros bienes podrán ser incorporados al fideicomiso.
- e) Los plazos o condiciones a que se sujeta el dominio fiduciario.
- f) El destino de los bienes a la finalización del fideicomiso.
- g) Los derechos y obligaciones del fiduciario.
- h) Los términos y condiciones de emisión de los valores representativos de deuda o certificados de participación.
- i) Descripción de los valores representativos de deuda garantizados con los bienes fideicomitados y/o de los certificados de participación.
- j) En su caso mecanismos mediante los cuales se garantizare el pago de los servicios de renta y amortización.
- k) Calificaciones otorgadas, cuando corresponda, a los valores representativos de deuda garantizados con los bienes fideicomitados y/o los certificados de participación.
- l) Régimen de comisiones y gastos imputables.
- m) La leyenda aplicable.

Por último, los títulos fiduciarios deben llevar la firma del representante legal o apoderado del emisor o fiduciario.

3.2. Los Certificados Globales

Conforme lo establece el artículo 21 de la Ley 24.441 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.

Los certificados globales de los Títulos Fiduciarios podrán ser definitivos o canjeables por láminas individuales o convertibles en valores escriturales, de acuerdo con lo establecido en cada serie. Los certificados globales definitivos sólo podrán negociarse a través del sistema de depósito colectivo.

Conforme a la Ley 20.643³⁷, a partir del depósito del certificado global en la Caja de Valores, este organismo atribuirá a los inversores los Valores Fiduciarios representados por el certificado global, mediante la acreditación en las subcuentas respectivas del depósito colectivo. Las transferencias de las participaciones en el certificado global o la constitución de derechos reales se hacen del mismo modo que si se tratara de títulos individuales incluidos en el régimen de depósito colectivo.

Las disposiciones relativas al contenido y firma de los títulos individuales son aplicables a los certificados globales.

3.3 Los Títulos Escriturales

Los Valores Fiduciarios pueden ser escriturales, es decir representados por anotaciones en cuentas. A este tipo de títulos, resultan aplicables, conforme lo establece el artículo 21 de la Ley 24.441, las disposiciones del artículo 31³⁸ de la Ley de Obligaciones Negociables N° 23.576.

La calidad de titular de los Valores Fiduciarios se presume por las constancias de las cuentas abiertas en el registro correspondiente. En todos los casos la emisora es responsable ante los titulares de los valores por los errores e irregularidades de las cuentas, sin perjuicio de la responsabilidad de la entidad que las lleve ante la emisora, en su caso.

La emisora, banco o caja de valores deben otorgar a los titulares de los Valores Fiduciarios un comprobante de la apertura de su cuenta y de todo movimiento que inscriban en ella. Todo titular tiene además derecho a que se le entreguen en todo tiempo, constancia del saldo de su cuenta, a su costa.

Asimismo, el artículo 4 del Decreto 677/2001 de Régimen de Transparencia en la Oferta Pública ha introducido una norma de carácter general respecto de los valores negociables escriturales.

³⁷ Régimen para la Compra de Títulos Valores Privados, B.O. 11/02/1974.

³⁸ El citado artículo dispone que *“En las condiciones de emisión de las obligaciones negociables se puede prever que las mismas no se representen en títulos. En tal caso deben inscribirse en cuentas llevadas a nombre de sus titulares en un registro de obligaciones negociables escriturales por la emisora, bancos comerciales o de inversión o cajas de valores.*

La calidad de obligacionistas se presume por las constancias de las cuentas abiertas en el registro de obligaciones negociables escriturales. En todos los casos la emisora es responsable ante los obligacionistas por los errores e irregularidades de las cuentas, sin perjuicio de la responsabilidad de la entidad que las lleve ante la emisora, en su caso.

La emisora, banco o caja de valores deben otorgar al obligacionista comprobante de la apertura de su cuenta y de todo movimiento que inscriban en ella. Todo obligacionista tiene además derecho a que se le entreguen en todo tiempo, constancia del saldo de su cuenta, a su costa....”

Dicho artículo establece que, sin perjuicio de las disposiciones especiales aplicables a cada valor negociable, o previstas en los documentos de emisión, a los valores anotados en cuenta o escriturales, se les aplicará el siguiente régimen legal:

- a) La creación, emisión, transmisión o constitución de derechos reales, los gravámenes, medidas precautorias y cualquier otra afectación de los derechos conferidos por el valor negociable se llevará a cabo mediante asientos en registros especiales que debe llevar el emisor o, en nombre de éste, una caja de valores autorizada o bancos comerciales o bancos de inversión, o agentes de registro designados y producirá efectos legales, siendo oponible a terceros, desde la fecha de tal registración.
- b) La entidad autorizada que lleve el registro de los valores negociables deberá otorgar al titular comprobante de la apertura de su cuenta y de todo movimiento que inscriban en ella. Todo titular tiene derecho a que se le entregue, en todo tiempo, constancia del saldo de su cuenta, a su costa. Los comprobantes deberán indicar fecha, hora de expedición y número; la especie, cantidad y emisor de los valores, y todo otro dato identificatorio de la emisión; identificación completa del titular; derechos reales y medidas cautelares que graven los valores y la constancia de expedición de comprobantes de saldos de cuenta y sus modalidades, indicando la fecha de expedición y la fecha de vencimiento.
- c) La expedición de un comprobante de saldo de cuenta a efectos de la transmisión de los valores o constitución sobre ellos de derechos reales importará el bloqueo de la cuenta respectiva por un plazo de 10 días.
- d) La expedición de comprobantes del saldo de cuenta para la asistencia a asambleas o el ejercicio de derechos de voto importará el bloqueo de la cuenta respectiva hasta el día siguiente al fijado para la celebración de la asamblea correspondiente. Si la asamblea pasara a cuarto intermedio o se reuniera en otra oportunidad, se requerirá la expedición de nuevos comprobantes pero éstos sólo podrán expedirse a nombre de las mismas personas que fueron legitimadas mediante la expedición de los comprobantes originales.
- e) Se podrán expedir comprobantes del saldo de cuenta a efectos de legitimar al titular para reclamar judicialmente, o ante jurisdicción arbitral en su caso, incluso mediante acción ejecutiva si correspondiere, presentar solicitudes de verificación de crédito o participar en procesos universales para lo que será suficiente título dicho comprobante, sin necesidad de autenticación u otro requisito. Su expedición importará el bloqueo de la cuenta respectiva, sólo para inscribir actos de disposición por su titular, por un plazo de 30 días, salvo que el titular devuelva el comprobante o dentro de dicho plazo se reciba una orden de prórroga del bloqueo del juez o Tribunal Arbitral ante el cual el comprobante se hubiera hecho valer. Los comprobantes deberán mencionar estas circunstancias.

- f) El tercero que adquiera a título oneroso valores negociables anotados en cuenta o escriturales de una persona que, según los asientos del registro correspondiente, aparezca legitimada para transmitirlos, no estará sujeto a reivindicación, a no ser que en el momento de la adquisición haya obrado de mala fe o con dolo”.

Por último, cuando los valores representativos de deuda garantizados con los bienes fideicomitidos y/o certificados de participación fueren emitidos en forma escritural, la síntesis de las condiciones del fideicomiso a que se refiere el artículo 16 del Capítulo XV de las Normas de la CNV –mencionadas ut-supra- dará por cumplida con la transcripción de dicha síntesis en los respectivos contratos de suscripción.

4. Condiciones Generales de Emisión

4.1. El Plazo

Como regla general se puede afirmar que, el plazo de los Títulos Fiduciarios coincide con el término de duración del fideicomiso financiero por el cual se emitieron.

Cabe recordar que la duración del fideicomiso financiero se extenderá hasta la fecha de pago total de los servicios de los Títulos Fiduciarios conforme sus condiciones de emisión, y previa liquidación de los activos y pasivos remanentes si los hubiera. No obstante, en ningún caso excederá el plazo de 30 años contados a partir de su constitución, con la excepción de los fideicomisos que inviertan en emprendimientos forestales, conforme lo establece el artículo 4 inciso c) de la ley 24.441.

Ahora bien, muchas veces el plazo no comienza en fecha cierta, sino a partir del inicio o del fin del período de colocación de los Títulos Fiduciarios. En consecuencia, los plazos se deberán indicar en los títulos o en los certificados o comprobantes de cuenta, en días, meses o años a partir de la oportunidad que corresponda según las condiciones de emisión, sin perjuicio de informarse a los inversores los términos ciertos antes de iniciar la colocación.

El término de duración de los Títulos Fiduciarios no puede ser reducido o ampliado sin el consentimiento de los beneficiarios, salvo: (i) que el fiduciario, el fiduciante, o ambos, se hubieran reservado el derecho a la cancelación anticipada, o a la prórroga del plazo de vencimiento, o (ii) que se hubiera reconocido a los beneficiarios el derecho de solicitar la cancelación anticipada.

En ausencia de cláusula de cancelación anticipada en el contrato de fideicomiso, el acuerdo de voluntades para modificar el plazo de los Títulos Fiduciarios requiere del consentimiento de todos los beneficiarios.

4.2. Los Servicios

4.2.1. *Servicios correspondientes a los Certificados de Participación*

Los servicios a favor de los beneficiarios de certificados de participación pueden consistir en el pago de:

- a) capital, o reembolso del valor nominal, o
- b) utilidades.

Los servicios pueden pagarse íntegramente a la finalización del plazo o en forma parcializada. Existen diversas modalidades de pago de servicios en cuotas periódicas, independientemente del concepto al que se imputen, a saber:

- (i) Cuotas iguales en monto y en periodicidad.
- (ii) Cuotas desiguales en monto y en periodicidad.
- (iii) Cuotas flotantes cuando el emisor se reserva el derecho de adicionar a las convenidas un plus a efectos de reducir el monto de las cuotas futuras o a acelerar la cancelación total de los Valores Fiduciarios.

Tratándose de estos títulos fiduciarios, cuando por la naturaleza de los bienes fideicomitidos o la finalidad del fideicomiso no exista certeza acerca del ritmo de la generación de fondos, el contrato de fideicomiso puede disponer el pago de servicios intercalarios, en cuyo caso la oportunidad y el quantum de su pago será decidida por el fiduciario o por el administrador en función de pautas objetivas, o por la asamblea de beneficiarios a propuesta de aquéllos.³⁹

Asimismo, en estos títulos fiduciarios, el derecho a participar de las utilidades del fideicomiso suele expresarse como una tasa nominal anual fija o variable.

4.2.2. *Servicios correspondientes a los Títulos Representativos de Deuda*

Los servicios a favor de los beneficiarios de títulos representativos de deuda pueden consistir en el pago de:

- a) capital, o reembolso del valor nominal, o
- b) intereses fijos o variables.

En relación con la forma de pago, me remito a lo expuesto en el punto precedente.

³⁹ Kenny, Mario Oscar, ob. cit., p.125

4.3. Garantías Adicionales.

En el proceso de securitización, la única fuente de pago de los servicios correspondientes a los Valores Fiduciarios está constituida por los bienes fideicomitidos.

No obstante lo expuesto, no existe prohibición alguna a que se otorguen garantías adicionales para mejorar las posibilidades de cobro de todos los Valores Fiduciarios. Estas garantías pueden consistir en (i) garantías personales del fiduciante o un tercero, (ii) garantías reales, o (iii) la asignación de bienes adicionales al fideicomiso.

5. Protección de los titulares de Títulos Fiduciarios

La Ley 24.441 reconoce a los beneficiarios la facultad de accionar en protección de sus derechos e intereses. A continuación se enuncian algunas acciones que poseen los beneficiarios.

5.1. Acciones contra el Fiduciario

El artículo 9 de la Ley 24.441 dispone que cualquier beneficiario podrá demandar la remoción judicial del fiduciario por incumplimiento de sus obligaciones, con citación al fiduciante.

Asimismo, el artículo 18 de la Ley faculta a los beneficiarios a ejercer, previa autorización de juez competente, todas las acciones que correspondan para la defensa de los bienes fideicomitidos, cuando el fiduciario no lo hiciere sin motivo suficiente.

Producida la sustitución de fiduciario, éste será reemplazado por el sustituto designado en el contrato o de acuerdo con el procedimiento previsto por él. Si no lo hubiere o no aceptare, cualquier beneficiario podrá solicitar su designación judicial.

5.2. Acciones de Impugnación

El contrato de fideicomiso puede contemplar la necesidad de una asamblea de beneficiarios o, la expresión de voluntad de una mayoría de ellos sin asamblea para resolver modificaciones al contrato de fideicomiso.

Los beneficiarios que no hayan participado de la decisión –ausencia o voto contrario– se encuentran facultados para demandar la nulidad de la resolución adoptada, por ser contraria a la ley o al contrato de fideicomiso, o por no haber reunido los requisitos establecidos en el mismo contrato para constituir una decisión válida.

5.3. Acciones fundadas en el Régimen de Transparencia de la Oferta Pública

El artículo 35 del Régimen de Transparencia de la Oferta Pública, como ya veremos, adjudica responsabilidad al fiduciario (en el supuesto bajo análisis), a los oferentes de los valores, organizadores, colocadores, los terceros opinantes y las personas que firmen el

prospecto de una emisión de valores con oferta pública, por los errores u omisiones en información esencial contenida en los prospectos de la oferta.

Los beneficiarios de los Títulos Fiduciarios tendrán legitimación para demandar, debiendo probar la existencia de un error u omisión de un aspecto esencial en la información relativa a la oferta. A tal fin, se considerará esencial aquella información que un inversor común hubiere apreciado como relevante para decidir la compra o venta de los valores ofrecidos. Probado que sea el error u omisión esencial, salvo prueba en contrario aportada por el emisor u oferente, se presume la relación de causalidad ente el error o la omisión y el daño generado, excepto que el demandado demuestre que el inversor conocía el carácter defectuoso de la información.

Respecto al monto de la indemnización, el citado artículo dispone que, el mismo no podrá superar la pérdida ocasionada al inversor, referida a la diferencia entre el precio de compra o venta fijado en el prospecto y efectivamente pagado o percibido por el inversor, y el precio del título respectivo al momento de la presentación de la demanda o, en su caso, el precio de su enajenación por parte del inversor, de ser anterior a tal fecha.

La responsabilidad entre los infractores tendrá carácter solidario. El régimen de contribuciones o participaciones entre los infractores se determinará teniendo en cuenta la actuación individual de cada uno de ellos y el grado de acceso a la información errónea u omitida.

La demanda por daños a la que este artículo da derecho deberá promoverse dentro del año de haberse advertido el error u omisión del referido prospecto por parte del demandante y nunca después de los 2 años de la fecha en que el respectivo prospecto fue autorizado por la CNV.

A los efectos de lo dispuesto en el artículo 35 del Régimen de Transparencia de la Oferta Pública y, conforme lo establecido por el segundo párrafo del artículo 21 del Capítulo XV de las Normas de la CNV, cabe asignar al fiduciario responsabilidad como organizador o experto, sin perjuicio de su responsabilidad directa por la información relativa al contrato de fideicomiso, a los demás actos o documentos que hubiera otorgado, y a la suya propia.

CAPITULO VII

OFERTA PUBLICA Y COTIZACIÓN DE LOS TITULOS FIDUCIARIOS

1. Concepto de Oferta Pública

La Ley de Oferta Pública de Valores, Bolsas o Mercados de Comercio y Mercado de Valores N° 17.811, en su artículo 16 establece que *“se considera oferta pública la invitación que se hace a personas en general o a sectores o grupos determinados para realizar cualquier acto jurídico con títulos valores, efectuada por los emisores o por organizaciones unipersonales o sociedades dedicadas en forma exclusiva o parcial al comercio de aquéllos, por medio de ofrecimientos personales, publicaciones periodísticas, transmisiones radiotelefónicas o de televisión, proyecciones cinematográficas, colocación de afiches, letreros o carteles, programas, circulares y comunicaciones impresas o cualquier otro procedimiento de difusión”*.

Por su parte Lisoprawski sostiene que *“según el citado art. 16, para que haya oferta pública deben reunirse tres condiciones: 1) que se invite a negociar en forma general, 2) que el producto ofertado sea un título valor del artículo 17 de la Ley 17.811; es decir, emitidos en masa, ofertados en forma genérica e individualizados en el momento de cumplirse el contrato; 3) ofrecimiento con receptor indeterminado (radio, TV., prensa, etc)”*⁴⁰.

Con relación a la oferta pública de Valores Fiduciarios, la misma se encuentra regulada en el Capítulo XV de las Normas de la CNV, sin perjuicio de la aplicación de las otras disposiciones genéricas contenidas en los Capítulos VIII (prospecto), X (retiro del régimen de oferta pública, XVI (calificadoras de riesgo), XXIII (régimen informativo periódico) y XXVI (“autopista de la información financiera”).

2. Solicitud de Oferta Pública

La solicitud de oferta pública deberá ser presentada por el emisor, junto con la cual deberá acompañarse, conforme lo establecido en el artículo 20 del Capítulo XV de las Normas de la CNV, la siguiente documentación:

- a) Copia de las resoluciones sociales del fiduciante en virtud de las cuales se autoriza la transferencia de los bienes fideicomitidos al fiduciario.
- b) Copia de la documentación que acredite las facultades del fiduciario financiero para actuar en tal carácter con relación a los valores negociables cuya oferta pública se solicita.

⁴⁰ Lisoprawski, Silvio V., “Securitización”, en: Lisoprawski, Silvio V. y Kiper, Claudio M. “Fideicomiso; Dominio Fiduciario y Securitización”, Depalma, 2° Edición actualizada, Buenos Aires, 1996, p.6.

- c) Un ejemplar del prospecto de emisión.
- d) Copia del contrato de fideicomiso en el cual se instrumenta la transmisión fiduciaria de los bienes fideicomitidos.
- e) Modelo de los títulos a ser emitidos y contratos relacionados con su emisión, en su caso.
- f) De existir, copia del contrato para la administración de los bienes fideicomitidos.

El emisor puede optar por solicitar la autorización de oferta pública de: (i) una única emisión de títulos representativos de deuda o certificados de participación; o (ii) un programa global para la emisión de títulos representativos de deuda o certificados de participación, en ambos casos hasta un monto máximo.

3. El Prospecto de Emisión

3.1. Concepto

Conforme lo establece el artículo 1 del Capítulo VIII de las Normas de la CNV, el prospecto constituye el documento básico a través del cual se realiza la oferta pública de valores negociables y en su redacción debe emplearse un lenguaje fácilmente comprensible para la generalidad de los lectores y que resulte sencillo para el análisis y comprensión de su contenido.

3.2. Requisitos

Según lo establecido por las Normas de la CNV⁴¹, los requisitos de información a incluir en un prospecto de fideicomiso financiero son los siguientes:

- a) Identificación del fideicomiso por el cual los valores negociables son emitidos.
- b) Descripción del o los fiduciarios. Dentro de este requisito la CNV obliga a consignar los datos de identificación del fiduciario y una nómina de los miembros de sus órganos de administración y fiscalización y gerentes de primera línea. Asimismo deben consignarse las relaciones económicas y jurídicas entre fiduciario financiero y fiduciante.
- c) Descripción de los valores representativos de deuda garantizados con los bienes fideicomitidos y/o los certificados de participación.
 - c.1) Cantidad y categorías.
 - c.2) Derechos que otorgan.

⁴¹ Normas de la CNV, Libro III, Capítulo XV, Anexo II.

- c.3) Cronograma de pagos de servicios de interés y capital.
- c.4) En caso de emitirse valores representativos de deuda: (i) valor nominal, (ii) renta y forma de cálculo; (iii) procedimientos mediante los cuales se garantiza el pago de los servicios de renta y amortización y; (iv) explicitación de que, sin perjuicio de los procedimientos descriptos en el ítem anterior, el repago de los valores representativos de deuda no tiene otro respaldo que el haber del fideicomiso.
- c.5) En caso de emitirse certificados de participación en la propiedad de los bienes fideicomitados proporción o medida de participación que representan.
- d) Calificaciones otorgadas, cuando corresponda, a los valores representativos de deuda garantizados con los bienes fideicomitados y/o certificados de participación.
- e) Haber del fideicomiso. Deberán detallarse los activos que constituyen el haber del fideicomiso y/o el plan de inversión correspondiente.

En caso de que el haber del fideicomiso esté constituido por derechos creditorios deberá contemplarse:

- e.1) La composición de la cartera de créditos indicando su origen, forma de valuación, precio de adquisición, rentabilidad histórica promedio, garantías existentes y previsión acerca de los remanentes en su caso, la política de selección de los créditos efectuada por el fiduciario, y los eventuales mecanismos de sustitución e incorporación de créditos por cancelación de los anteriores.
- e.2) Titular o titulares originales de los derechos creditorios: denominación, domicilio social, teléfono, telefacsímil y dirección de correo electrónico e inscripción, en su caso, ante el BCRA.
- e.3) Análisis de los flujos de fondos esperados.
- e.4) Previsiones para la inversión transitoria de fondos excedentes.
- e.5) Régimen que se aplicará para la cobranza de los créditos morosos.
- e.6) Explicitación de las adquisiciones de valores negociables correspondientes a la emisión, que prevean realizar los fiduciantes de los créditos que integran el haber del fideicomiso.
- e.7) Forma de liquidación del fideicomiso, incluyendo las normas relativas a la disposición de los créditos en gestión y mora remanentes a la fecha prevista para el último pago correspondiente a los créditos de acuerdo con sus términos originales.

- e.8) En caso de que el fideicomiso previera la emisión de valores representativos de deuda, deberán explicitarse los mecanismos mediante los cuales se garantizará el pago de los servicios de renta o amortización a sus titulares.
- e.9) Entidades autorreguladas donde se negociarán los valores negociables correspondientes a la emisión.
- f) Régimen de comisiones y gastos imputables.
- g) Precio de suscripción y forma de integración. En el caso de que los valores negociables no se ofrezcan a un precio fijo para todos los inversores, sino a un precio variable a ser determinado de común acuerdo entre los colocadores y los inversores, se deberá incluir una descripción a tal efecto.
- h) Período de suscripción.
- i) Datos de los agentes colocadores.
- j) Transcripción del contrato de fideicomiso.
- k) En su caso, Estados de Activos Netos o de Situación Patrimonial del Fideicomiso (arts. 27 y 28, Capítulo XV de las Normas de la CNV).
- l) Las leyendas correspondientes mencionadas en el Capítulo VI, punto 3.1. del presente trabajo.
- m) El prospecto informativo relacionado con fideicomisos financieros deberá contener una descripción gráfica adecuada y suficiente que posibilite a cualquier interesado tener una visión clara y completa del funcionamiento del correspondiente negocio, con especial atención al aporte de fondos efectuado por los inversores, a la contraprestación que deban recibir los mismos y a la exhaustiva descripción del activo subyacente. Cuando los flujos dependan de la ocurrencia de ciertos eventos deberán incorporarse ejemplos de los flujos de fondos contemplando si ocurriesen esos eventos o no.

Por su parte, el artículo 29 del Capítulo XV de las Normas de la CNV establece que *“en los prospectos, folletos, avisos o cualquier otro tipo de publicidad vinculada con los fideicomisos, no podrán utilizarse las denominaciones fondo, fondo de inversión, fondo común de inversión u otras análogas (conf. Ley N° 24.083)”*.

Asimismo, el citado artículo dispone que *“cuando el haber del fideicomiso esté integrado por acciones y/u otros tipos de participaciones societarias, en la información al público deberá destacarse que el valor de dichos activos es susceptible de ser alterado por las eventuales adquisiciones de pasivos que efectúen las emisoras de las acciones y/o participaciones mencionadas. En este caso, deberán explicitarse claramente en relación a la respectiva sociedad: a) el objeto social; b) su situación patrimonial y financiera y c) su política de inversiones y de distribución de utilidades.”*

Los prospectos deberán estar firmados por personas con facultades para obligar al emisor u oferente; deberán estar precisamente individualizados y suscriptos en todas sus hojas por persona con representación suficiente.

3.3. Aprobación del Prospecto

Una vez aprobado, el prospecto deberá:

- a) Ser impreso en un número suficiente de ejemplares para cubrir la demanda de los posibles interesados.
- b) Publicarse en los órganos informativos de las entidades autorreguladas en que vayan a cotizar los valores negociables o de acuerdo con lo dispuesto en los artículos 14 y siguientes del Capítulo XXIII "Régimen Informativo Periódico".

3.4. Publicación del Prospecto

El artículo 3 del Capítulo VIII de las Normas de la CNV establece que, a los efectos de la publicación del prospecto, se podrá emitir una versión resumida que deberá contener en forma de síntesis todos los puntos incluidos en el prospecto confeccionado de acuerdo con los correspondientes Anexos, en su caso, sin incluir los estados contables completos.

En tal caso, el prospecto completo deberá encontrarse a disposición del inversor:

- a) en la sede social,
- b) en su caso, en la sede de los agentes colocadores y
- c) en todo otro lugar que la emisora indique.

Esta circunstancia deberá encontrarse debidamente aclarada en la versión resumida.

4. Cotización de los Valores Fiduciarios.

4.1. Autorización de cotización

El Reglamento de Cotización de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (en adelante el "Reglamento") no contiene disposiciones expresas sobre cotización de Valores Fiduciarios. En consecuencia, y por analogía, se aplican las disposiciones relativas a la cotización de obligaciones negociables.

4.2. Cotización con "llamada"

La Bolsa puede disponer la cotización con llamada cuando tome conocimiento de determinados hechos susceptibles de alterar el curso de la cotización de los Valores Fiduciarios. Los hechos que motivan la cotización con llamada pueden consistir en la mora

en la presentación de los avisos para el pago de los servicios, en el incumplimiento de tales servicios, en la evidencia contable de pérdidas significativas, etc.

Las llamadas que se colocan en las pizarras o monitores donde se difunde la cotización de los valores afectados, y de las que se deja constancia también en el Boletín de la Bolsa, no alteran la posibilidad de negociar con dichos valores, sino sólo significan un llamado de atención a los operadores e inversores.

4.3. Cotización en "rueda reducida"

En supuestos de gravedad, la Bolsa puede disponer que los Valores Fiduciarios coticen en rueda reducida, lo cual significa una llamada o individualización de mayor entidad que la simple "llamada".

Por aplicación analógica de lo dispuesto en el artículo 39 del Reglamento de Cotización de la Bolsa de Buenos Aires, la Bolsa debe transferir la negociación de los Valores Fiduciarios a rueda reducida cuando:

- a) El fiduciario no presente en plazo los avisos para el pago de los servicios, o incurra en mora frente a los inversores.
- b) No presente en plazo la documentación contable.

En virtud del artículo 41 del citado Reglamento, la Bolsa puede transferir la negociación de los valores a rueda reducida cuando:

- a) El fiduciario incluya en la información contable del fideicomiso conceptos que, a juicio de la Bolsa, se aparten de las normas contables profesionales y ello afecte significativamente su situación patrimonial o los resultados.
- b) Cuando se encuentre afectado el curso normal de la cotización o existan signos evidentes que permitan deducir que se verá afectado en forma inminente, la medida sea necesaria en interés de los inversores y, a juicio de la Bolsa, no se estime necesaria la suspensión. La medida se levantará tan pronto haya información suficiente.
- c) Cuando de los controles o inspecciones que se realicen surjan diferencias importantes en la información contable que afecten, significativamente, la situación patrimonial del fideicomiso o los resultados, y el fiduciario no dé explicaciones satisfactorias ni aporte de inmediato medidas para corregirlas.

4.4. Suspensión de la cotización

Por aplicación analógica del artículo 42 del Reglamento, la Bolsa debe suspender la cotización de los Valores Fiduciarios cuando:

- a) La CNV suspenda la autorización para hacer oferta pública.

- b) El fiduciario solicite su quiebra o liquidación, o ésta le fuera declarada por la autoridad competente; o remoción del fiduciario por incumplimiento de sus obligaciones, o caducidad de su inscripción en el Registro de Fiduciarios Financieros de la CNV.
- c) Se hubiera resuelto el retiro de cotización.
- d) Cuando de los estados contables o información suministrada por la emisora en relación con el fideicomiso surjan resultados no asignados negativos que insuman la totalidad del patrimonio neto.

El artículo 43 del Reglamento establece que la Bolsa puede suspender la cotización de los Valores Fiduciarios cuando:

- a) Se encuentre afectado el curso normal de la cotización o existan signos evidentes que permitan deducir que se verá afectado en forma inminente, y la medida sea necesaria en interés de los inversores. La suspensión se levantará cuando a juicio de la Bolsa exista información suficiente. Esta causa será merituada tomando en consideración, según el caso, la gravedad de los hechos, el conocimiento que de ellos se hubiera tenido en la plaza y el comportamiento inmediato de los precios; las garantías que se otorguen en las condiciones de emisión y la conveniencia de preservar la liquidez del mercado bursátil.
- b) Una bolsa del interior haya suspendido la cotización de los valores.

La suspensión de la cotización de los Valores Fiduciarios no implica, en ningún caso, la suspensión de los plazos para el pago de los servicios.

4.5. Cancelación de la cotización

La Bolsa cancelará la cotización de los Valores Fiduciarios cuando la CNV revoque la autorización para hacer oferta pública⁴².

Asimismo, y conforme lo establece el artículo 46 del Reglamento, la Bolsa puede cancelar la cotización de los Valores Fiduciarios cuando:

- a) La gravedad de las irregularidades comprobadas o el reiterado incumplimiento de las obligaciones establecidas en el Reglamento por parte del fiduciario lo aconsejen.
- b) Una bolsa del interior o del exterior hayan cancelado la autorización de cotización de los valores.

A la cancelación de la cotización por retiro voluntario se le aplican, en general, las mismas reglas que para el retiro voluntario de la oferta pública, con las adecuaciones correspondientes a la naturaleza de los valores⁴³.

⁴² Artículo 45 del Reglamento de Cotización de la Bolsa de Buenos Aires.

⁴³ Ver artículos 49 y 50 del Reglamento de Cotización de la Bolsa de Buenos Aires.

5. Responsabilidades inherentes a la oferta pública y cotización de los Valores Fiduciarios

La colocación pública de los Valores Fiduciarios implica para el fiduciario, el fiduciante y otros intervinientes –underwritees y agentes colocadores- especiales responsabilidades.

5.1. Prohibición de intervenir en la oferta pública en forma no autorizada

En virtud del dictado del Decreto 677/2001⁴⁴ se instituyó en nuestro país el Régimen de Transparencia de la Oferta Pública mediante el cual se establecen las características básicas para el buen funcionamiento de los mercados de capitales, constituyendo un elemento eficaz para la disuasión y represión de conductas contrarias a las que deben primar en el ámbito de la oferta pública de los instrumentos financieros.

El artículo 36 del mencionado Régimen de Transparencia de la Oferta Pública establece que en la formulación de una oferta pública de Valores Fiduciarios, sin haberse obtenido previamente la autorización pertinente por parte de la CNV, con arreglo a la Ley 17.811, importará para el fiduciario, en su carácter de emisor, sufrir las sanciones previstas en dicha Ley⁴⁵.

⁴⁴ B.O. 28/05/2001.

⁴⁵ Recordemos que el artículo 10 de la Ley de Oferta Pública de Título Valores N° 17.811 sanciona a las personas físicas y jurídicas que infrinjan las disposiciones de la presente ley y las reglamentarias, sin perjuicio de las acciones civiles o penales que fueren aplicables, de la siguiente manera:

- a) Apercibimiento.
- b) Multa de \$ 1.000 a \$ 1.500.000 que podrá ser elevada hasta 5 veces el monto del beneficio obtenido o del perjuicio ocasionado como consecuencia del accionar ilícito, si alguno de ellos resultara mayor.
- c) Inhabilitación hasta 5 años para ejercer funciones como directores, administradores, síndicos, miembros del consejo de vigilancia, integrantes del consejo de calificación, contadores dictaminantes o auditores externos o gerentes de emisoras autorizadas a hacer oferta pública, o para actuar como tales en sociedades gerentes o depositarias de fondos comunes de inversión, en sociedades calificadoras de riesgo o en sociedades que desarrollen actividad como fiduciarios financieros, o para actuar como intermediarios en la oferta pública o de cualquier otro modo bajo fiscalización de la CNV.
- d) Suspensión de hasta 2 años para efectuar ofertas públicas o, en su caso, de la autorización para actuar en el ámbito de la oferta pública.
- e) Prohibición para efectuar ofertas públicas de valores negociables o, en su caso, de la autorización para actuar en el ámbito de la oferta pública de valores negociables o con contratos a término, futuros u opciones de cualquier naturaleza.

Dicha norma agrega que, a los fines de la fijación de las sanciones antes referidas, la CNV deberá tener especialmente en cuenta: el daño a la confianza en el mercado de capitales; la magnitud de la infracción; los beneficios generados o los perjuicios ocasionados por el infractor; el volumen operativo del infractor; la actuación individual de los miembros de los órganos de administración y fiscalización y su vinculación con el grupo de control, en particular, el carácter de miembro(s) independientes o externo(s) de dichos órganos; y la

5.2. Responsabilidad por la publicidad de la oferta.

En cuanto a la publicidad de la oferta, el artículo 19 del Régimen de Transparencia de la Oferta Pública establece que *“la publicidad, propaganda y difusión que por cualquier medio hagan las sociedades emisoras y cualquier otra persona o entidad que participe en una emisión o colocación de valores negociables no podrá contener declaraciones, alusiones, nombres, expresiones o descripciones que puedan inducir a error, equívoco o confusión al público sobre la naturaleza, precio, rentabilidad, rescate, liquidez, garantía o cualquier otra característica de los valores negociables”*. Continúa expresando la norma que *“la CNV podrá ordenar a las personas mencionadas en este artículo el cese preventivo de la publicidad o de la utilización de nombres o expresiones u otras referencias que pudieran inducir a error, equívocos o confusión al público, sin perjuicio de las demás sanciones que pudieren corresponder. Las previsiones contenidas en los párrafos precedentes resultan de aplicación a toda publicidad encargada por la sociedad emisora, los intermediarios o cualquier otra persona física o jurídica, con independencia del medio elegido para la publicación. No serán aplicables, por el contrario, a editoriales, notas, artículos o cualquier otra colaboración periodística.”*

En virtud de lo expuesto, la difusión de información errónea o equívoca puede aparejar las sanciones del artículo 10 de la Ley 17.811 al fiduciario como emisor y, eventualmente, al fiduciante, e incluso al organizador, si tuvieron participación en la formulación de la publicidad.

Las disposiciones del artículo 35 del Régimen de Transparencia de Oferta Pública –mencionadas en el Capítulo VI, punto 5.3- resultan aplicables en el supuesto de error u omisión en el prospecto. De acuerdo con la citada normativa los emisores de valores, juntamente con los integrantes de los órganos de administración y fiscalización, estos últimos en materia de su competencia, y en su caso los oferentes de los valores con relación a la información vinculada a los mismos, y las personas que firmen el prospecto de una emisión de valores con oferta pública, serán responsables de toda la información incluida en los prospectos por ellos registrados ante la CNV. Asimismo, las entidades y agentes intermediarios en el mercado que participen como organizadores, o colocadores en una oferta pública de venta o compra de valores deberán revisar diligentemente la información contenida en los prospectos de la oferta. Por su parte, los expertos o terceros que opinen sobre ciertas partes del prospecto sólo serán responsables por la porción de dicha información sobre la que han emitido opinión.

Tendrán legitimación para demandar los compradores o adquirentes a cualquier título de los valores con oferta pública ofrecidos mediante el respectivo prospecto, debiendo probar la existencia de un error u omisión de un aspecto esencial en la información relativa a la

circunstancia de haber sido, en los 6 años anteriores sancionado por aplicación de la presente ley. En el caso de las personas jurídicas responderán solidariamente los directores, administradores, síndicos o miembros de los consejos de vigilancia y, en su caso, gerentes e integrantes del consejo de calificación, respecto de quienes se haya determinado responsabilidad individual en la comisión de las conductas sancionadas.

oferta. A tal fin, se considerará esencial aquella información que un inversor común hubiere apreciado como relevante para decidir la compra o venta de los valores ofrecidos. Probado que sea el error u omisión esencial, salvo prueba en contrario aportada por el emisor u oferente, se presume la relación de causalidad entre el error o la omisión y el daño generado, excepto que el demandado demuestre que el inversor conocía el carácter defectuoso de la información.

El monto de la indemnización no podrá superar la pérdida ocasionada al inversor, referida a la diferencia entre el precio de compra o venta fijado en el prospecto y efectivamente pagado o percibido por el inversor, y el precio del título respectivo al momento de la presentación de la demanda o, en su caso, el precio de su enajenación por parte del inversor, de ser anterior a tal fecha.

La responsabilidad entre los infractores tendrá carácter solidario. El régimen de contribuciones o participaciones entre los infractores se determinará teniendo en cuenta la actuación individual de cada uno de ellos y el grado de acceso a la información errónea u omitida.

5.3. Responsabilidad frente a los participantes

Toda persona que opere en un mercado autorizado, en violación a los deberes impuestos por el Régimen de Transparencia de la Oferta Pública, será responsable por el daño causado a todas aquellas personas que contemporáneamente con la compra o venta de los valores negociables o de contratos a término, de futuros y opciones de cualquier naturaleza objeto de dicha violación, hayan comprado (cuando dicha violación esté basada en la venta de valores negociables o de contratos a término, de futuros y opciones de cualquier naturaleza), o vendido (cuando dicha violación esté basada en la compra de valores negociables o de contratos a término, de futuros y opciones de cualquier naturaleza) o que vieran afectado un derecho, renta o interés, como consecuencia o en ocasión de la violación de deberes aludida⁴⁶.

La indemnización no excederá el diferencial de precio positivo obtenido o la pérdida evitada en la transacción o transacciones objeto de la violación, excepto en los casos de manipulación y engaño al mercado.

⁴⁶ Artículo 37 del Régimen de Transparencia de la Oferta Pública.

CAPITULO VIII

RIESGOS QUE AFECTAN A LOS TITULOS FIDUCIARIOS

1. Consideraciones generales

Los riesgos del fideicomiso financiero deberán analizarse según el bien transmitido al mismo. En el caso de activos existentes –carteras de créditos- algunos de los riesgos que podrían afectar los activos de un fideicomiso y por ende la capacidad de repago de los títulos fiduciarios, son:

- a) La mora en la cobranza de los créditos que constituyen la cartera del fideicomiso.
- b) Las demoras en la ejecución de las garantías.
- c) La precancelación de créditos y/o contratos de leasing.
- d) La inexistencia o ilegitimidad del crédito cedido.
- e) La posible insolvencia del agente de cobro.

2. Calificación de Riesgo

2.1. *Concepto*

La calificación de riesgo consiste en una señal que se dirige al mundo financiero acerca de la capacidad de pago de los emisores de obligaciones negociables u otros valores de renta fija.

Respecto de los valores negociables fiduciarios, la calificación de riesgo consiste en evaluar el conjunto de los bienes fideicomitados, la propia estructura del fideicomiso, las condiciones de emisión de los Valores Fiduciarios, las entidades o activos en los que se abran las cuentas fiduciarias y se invierta los fondos líquidos, y la experiencia y solidez patrimonial del administrador.

2.2. *Obligatoriedad de la calificación de riesgo*

Conforme el texto original del Decreto 656/92⁴⁷, la calificación de riesgo era obligatoria para la obtención de la oferta pública respecto de valores representativos de deuda o asimilables a ellos.

⁴⁷ B.O. 28/04/92

A partir de la sanción del Decreto 749/00⁴⁸ la calificación de riesgo es facultativa, y sólo se requiere si el adquirente o comprador de los valores negociables es una AFJP u otro sujeto que por su régimen legal dicha calificación sea requerida.

Por su parte, el artículo 26 del Capítulo XV de las Normas de la CNV disponen que, “*en su caso, la(s) calificación(es) de riesgo a que hace referencia el Decreto N° 656 del 23 de abril de 1992, deberán mantenerse actualizadas*”. En la actualidad, se pueden presentar tres casos⁴⁹:

- a) Los instrumentos que requerían contar con calificaciones de riesgo obligatorias para la oferta pública y que fueron autorizados por la CNV con anterioridad a la entrada en vigencia del Decreto N° 749/00, deberán continuar siendo objeto de calificación en la misma forma que la efectuada hasta el presente mientras no se produzca su cancelación total, salvo consentimiento unánime de los tenedores de los valores negociables emitidos, en cuyo se deberá cumplir con la leyenda que se menciona en el punto b).
- b) Las emisoras que opten por no calificar sus valores negociables con dos calificaciones de riesgo como mínimo, en toda mención que se refiera a los mismos (en prospectos, títulos, certificados, avisos, publicidades y todo otro medio de difusión) deberán hacer constar dicha circunstancia colocando con caracteres destacados y enmarcados la leyenda, según corresponda: (i) “Estos valores negociables no cuentan con calificación de riesgo” o (ii) “Estos valores negociables cuentan solamente con una calificación de riesgo”.
- c) Los emisores, que en forma voluntaria, soliciten el servicio de calificación de riesgo de los valores negociables al momento de su emisión deberán mantenerlo hasta su cancelación total, salvo consentimiento unánime de los tenedores de los valores negociables emitidos, en cuyo caso se deberá cumplir con la inclusión de la leyenda mencionada precedentemente

Las calificadoras de riesgo se deben inscribir ante la CNV para poder actuar como tales y se encuentran sujetas a diversos requisitos relativos a su independencia y deber de debida diligencia.

3. Formas de mejoramiento crediticio

Entre las formas más comunes para mejorar la calidad crediticia de los títulos emitidos encontramos:

- a) Emisión de dos clases de títulos: (i) *senior* y (ii) subordinada. El total de los fondos se aplica al pago del título *senior* y recién cuando se ha pagado totalmente el mismo, el remanente del flujo de fondos es utilizado para pagar el título subordinado. El mayor riesgo de los títulos subordinados se ve retribuido con una mayor tasa o rendimiento.

⁴⁸ B.O. 04/09/2000

⁴⁹ Conf. Normas de la CNV; Libro IV, Capítulo XVI, artículos 31, 32 y 33.

- b) Otorgamiento por un tercero de un aval o fianza al fideicomiso o a los inversores.
- c) La obligación del fiduciante de reemplazar cualquier crédito cedido que no sea pagado en tiempo y forma.
- d) La transmisión al fideicomiso de más activos que los estrictamente necesarios para el repago de sus obligaciones.
- e) Contratación de seguros.

Las medidas mencionadas pueden utilizarse aisladamente o en conjunto, la elección de una u otra y su aplicación a una operación en particular dependerá de la visión del colocador de los títulos y la calificadora de riesgo⁵⁰.

⁵⁰ Conf. Teitelbaum, Horacio, "Garantías y Mecanismos financieros en el proceso de securitización", Revista del Notariado, Abril-Septiembre de 1997, N° 849.p.19.

CAPITULO IX

TRATAMIENTO CONTABLE DEL FIDEICOMISO: INFORME N° 28.

Si bien no existen normas contables específicas aplicables a los fideicomisos, el Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Ciudad de Buenos Aires, a través del Informe N° 28 emitido por la Comisión de Estudios de Contabilidad, ha formulado algunas pautas relativas a la contabilidad de los fideicomisos.

El Informe distingue entre transmisiones fiduciarias con contraprestación y las que se realizan sin contraprestación.

1. Transmisión fiduciaria con contraprestación

La transmisión fiduciaria en la que el fiduciante recibe una contraprestación, ya sea en dinero o en especie, se asimila a una operación de venta y como tal ha de registrarse en la contabilidad del fiduciante, siempre que se verifique la transferencia efectiva del control de los bienes fideicomitidos.

En caso contrario, los mencionados bienes se mantendrán en el balance del fiduciante con una adecuada explicación de la situación contractual que los afecta.

1.1. Requisitos para que la transmisión fiduciaria califique como venta

Adicionalmente a la transferencia efectiva del control, el Informe N° 28 define una serie de requisitos que deben verificarse para que la transmisión fiduciaria se asimile a una venta y, como tal, sea contabilizada en la contabilidad del fiduciante, a saber:

- a) La transferencia debe ser definitiva, requisito que no se cumple si el fiduciante: (i) tiene la opción de readquirir los bienes fideicomitidos, o (ii) está obligado a readquirirlos.

Este requisito no se considera afectado: (i) si se trata de una opción para igualar la oferta de un tercero en un proceso de adquisición de tales bienes, o (ii) si la obligación de readquisición se refiere a una porción poco significativa de los bienes fideicomitidos.

- b) En el caso 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 no pudiera efectuarse tal estimación, se considera que no se ha producido “venta”.

- c) La transmisión fiduciaria no se realice para asegurar el cumplimiento de obligaciones del fiduciante o de terceros (fideicomiso de garantía).

1.2. Efectos de la operación en la contabilidad del fiduciante

Verificadas las condiciones para que la operación califique como “venta”, el fiduciante deberá registrar en su contabilidad la transmisión fiduciaria de los bienes afectados al contrato de fideicomiso, dándolos de baja del activo y registrando como contrapartida el dinero o activos recibidos en contraprestación.

Cuando la transferencia fuere por un valor diferente al valor libros de los bienes, la diferencia se registrará como resultado.

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

1.3. Efectos de la operación en la contabilidad del fideicomiso

Verificadas las condiciones para que la operación califique como “venta”, los bienes fideicomitados se incorporarán a la contabilidad del fideicomiso a los valores establecidos en el contrato correspondiente o, en su defecto, a los valores determinados según los criterios previstos en las normas contables profesionales vigentes para cada tipo de activo.

De acuerdo con las disposiciones del Decreto Reglamentario 780/95 de la Ley 24.441, en todas las anotaciones registrables o balances relativos a bienes fideicomitados deberá constar la condición de propiedad fiduciaria con la indicación “en fideicomiso”.

En los fideicomisos financieros, la emisión de títulos de deuda se registrará como “pasivo fiduciario”, mientras que la emisión de certificados de participación será reconocida como “patrimonio neto fiduciario” y deberá ser integrada a dicho rubro.

2. Transmisión fiduciaria no asimilable a una venta

En los supuestos que la transmisión fiduciaria no reúna los requisitos necesarios para que la operación reciba el tratamiento de una “venta”, el tratamiento contable a asignar a la operación sería el siguiente:

- a) *En la contabilidad del Fiduciante:* Los bienes fideicomitados serán reclasificados en una cuenta que refleje su afectación en fideicomiso, registrándose como activo y pasivos las prestaciones y contraprestaciones vinculadas con la operación.

Lo expuesto se trata, obviamente, de una ficción contable ya que los bienes fideicomitados no son ya propiedad del fiduciante.

- b) *En la contabilidad del Fideicomiso:* Dado que en esta alternativa los bienes afectados al contrato de fideicomiso como las prestaciones y contraprestaciones vinculadas a él

son registradas en la contabilidad del fiduciante, la transmisión inicial no genera efectos en la contabilidad del fideicomiso.

No obstante lo expuesto, las transacciones posteriores como consecuencia del mandato fiduciario darán lugar a registraciones que constituirán la contabilidad del fideicomiso.

3. Transmisión fiduciaria sin contraprestación

Si bien el informe no lo explicita, cuando existe una transferencia fiduciaria de bienes sin que exista contraprestación a favor del fiduciante también pueden darse las situaciones descriptas, según la transferencia sea o no definitiva.

Si la transferencia es definitiva, los bienes deberán ser dados de baja del activo y deberá reconocerse una pérdida por la ausencia de contraprestación.

Si la transferencia no es definitiva, por existir un derecho u obligación de readquisición, o por ser en garantía, los bienes no se darán de baja en la contabilidad del fiduciante, pero se los reclasificará a fin de denotar su afectación fiduciaria.

4. Tratamiento en la contabilidad del Fiduciario

Si bien el patrimonio fiduciario se encuentra separado del patrimonio del fiduciario, en virtud de la asunción de responsabilidades como administrador fiduciario, éste deberá registrar los resultados devengados en su favor por su gestión, tales como honorarios y comisiones.

Asimismo, registrará en cuentas de orden y/o revelará en notas a sus estados contables su responsabilidad como administrador de los bienes fideicomitidos.

5. Tratamiento contable de los Certificados de Participación

El Informe N° 28 brinda pautas a seguir para la contabilización de los certificados de participación en cabeza de quienes revistan la calidad de titulares.

Los certificados de participación deberán integrarlos y exponerlos en el rubro correspondiente según su actividad y se los clasificará en corrientes o no corrientes, según el plazo estimado para la realización de los mismos.

Su valuación deberá reflejar el valor patrimonial proporcional, hasta el límite del valor recuperable.

6. Estados Contables del Fideicomiso

Conforme el informe N° 28, los estados contables básicos a presentar por cada patrimonio fiduciario son:

(a) Estado de Situación Patrimonial Fiduciario

- (b) Estado de Resultados Fiduciarios.
- (c) Estado de Evolución del Patrimonio Neto Fiduciario.
- (d) Estado de Origen y Aplicación de Fondos Fiduciarios. El Informe recomienda que se presente bajo la alternativa de exposición de las causas de variación de los fondos, considerando como “fondos” las disponibilidades más inversiones líquidas transitorias, adoptando el criterio directo de exposición de los fondos generados aplicados a operaciones.

Los estados contables además de complementarse con sus notas y anexos habituales, deberán contener la siguiente información.

- (a) Identificación del fiduciante.
- (b) Identificación del fiduciario.
- (c) Objeto del fideicomiso.
- (d) Objetivo de la gestión del fiduciario.
- (e) Derechos y obligaciones de las partes.
- (f) Plazo de duración del contrato y/o condición resolutoria.
- (g) Condiciones de subordinación a la que deben ajustarse las emisiones de los títulos o derechos de beneficiario.

Esta información de relevancia deberá ser suministrada también en nota a los estados contables del fiduciante y del fiduciario.

CAPITULO X

REGIMEN INFORMATIVO APLICABLE A LOS FIDEICOMISOS FINANCIEROS. NORMAS DE LA CNV

1. Información Contable

El artículo 27 del Capítulo XV de las Normas de la CNV establece que el fiduciario financiero deberá presentar a la Comisión por cada fideicomiso los siguientes estados contables:

- a) Estado de situación patrimonial.
- b) Estado de evolución del patrimonio neto.
- c) Estado de resultados.
- d) Estado de origen y aplicación de fondos.

Los estados contables se prepararán siguiendo los mismos criterios de valuación y exposición exigidos a las emisoras sujetas al régimen de oferta pública que coticen sus valores negociables en la sección especial de una entidad autorregulada, procediendo a adecuarlos –en su caso- a las características propias del fideicomiso.

Los estados contables anuales y por períodos intermedios deberán estar firmados por el representante del fiduciario y aprobados por los órganos de administración del fiduciario y contarán con informe de auditoría y de revisión limitada, respectivamente, suscripto por contador público independiente, cuya firma será legalizada por el respectivo consejo profesional.

Asimismo, la norma agrega que, como información complementaria se deberá:

- Identificar el o los fiduciantes, sus actividades principales, el objeto del fideicomiso y el plazo de duración del contrato y/o condición resolutoria, el precio de transferencia de los activos fideicomitidos al fideicomiso y una descripción de los riesgos que -en su caso- tienen los activos que lo constituyen, así como los riesgos en caso de liquidación anticipada o pago anticipado de los créditos que los conforman.
- Indicar los motivos por el cual no se emite alguno de los estados contables enumerados en a) a d) precedentes.
- Explicar los aspectos relevantes y característicos del contrato de fideicomiso y dejar expresa constancia de la efectiva transferencia de dominio de los activos que conforman el fideicomiso de cada clase y/o serie.

- Indicar que los registros contables correspondientes al patrimonio fideicomitado se llevan en libros rubricados en forma separada de los correspondientes al registro del patrimonio del fiduciario.
- En caso que una serie emitida en el marco de un fideicomiso financiero, esté subdividida en distintas clases, deberá indicarse en nota a los estados contables la discriminación para cada clase de la situación patrimonial y los resultados para el período.
- Indicar la fecha de cierre de ejercicio del fideicomiso la que deberá ser informada a la CNV al momento de presentarse la solicitud de autorización.

1.1. Periodicidad de la información requerida

Los estados contables deberán ser presentados por períodos anuales y subperíodos trimestrales siendo de aplicación los plazos de presentación, formalidades y requisitos de publicidad establecidos para las emisoras de valores negociables comprendidas en el régimen de oferta pública y que coticen en la sección especial de una entidad autorregulada.⁵¹

1.2. Acreditación del patrimonio mínimo requerido a fiduciarios

El patrimonio neto mínimo requerido por el artículo 6 del Capítulo XV de las Normas de la CNV referida al “Registro de Fiduciarios Ordinarios Públicos y Fideicomisos Financieros” deberá ser acreditado a través de estados contables que se encuentren examinados por contador público independiente, de conformidad con las normas de auditoría exigidas para ejercicios anuales.

2. Información sobre valores colocados.

El artículo 20 del Capítulo XXIII de las Normas de la CNV obliga a los fiduciarios a informar en forma trimestral determinados datos⁵² con relación a los valores fiduciarios en circulación, a saber:

- a) Identificación del emisor.
- b) Tipo de valor negociable emitido.
- c) Fechas de las autorizaciones de la CNV (del programa, de cada serie y/o clase y fecha del levantamiento de condicionamientos, en su caso).
- d) Monto autorizado del programa, cada serie y/o clase.
- e) Fecha de colocación de cada serie y/o clase.

⁵¹ Normas de la CNV, Libro III, Capítulo XV, artículo 28.

⁵² Normas de la CNV; Capítulo XXIII, Anexo IV.

- f) Monto colocado total, monto total en circulación, monto total neto ingresado a la emisora respecto al programa y/o cada clase y/o serie.
- g) Precio de colocación de cada clase y/o serie.
- h) Tasa de interés de cada serie y/o clase.
- i) Fecha de vencimiento del programa y de cada serie y/o clase (en meses).
- j) Fecha de comienzo del primer pago de interés y periodicidad en meses de cada serie y/o clase.
- k) Fecha de comienzo de la primera amortización y periodicidad en meses de cada serie y/o clase.
- l) Detalle de amortización e interés (detallar por cada serie y clase desde el inicio de cada uno de los servicios de amortización e interés, indicar fecha y monto equivalente en u\$s).
- m) Cotización (indicar Bolsas y/o Mercados Nacionales o Extranjeros en los que cotiza el programa, cada serie y/o clase).
- n) Rescate anticipado – Cancelación – Conversión en acciones (aclarar por cada serie y/o clase si existen incumplimientos en los pagos o refinanciaciones o conversiones).
- o) Tipo de garantía del programa, cada serie y/o clase.
- p) Costos y gastos de emisión del programa, cada serie y/o clase.
- q) Informar por cada serie y/o clase, el fiduciario, cofiduciario, fiduciante, activos fideicomitidos y precio de transferencia del activo fideicomitido al fideicomiso.
- r) Fecha de publicación del prospecto y/o suplementos (indicar lugar y fecha de todas las publicaciones y/o sus modificaciones).

3. Información ocasional

El artículo 2 del Capítulo XXI “Transparencia en el Ámbito de la Oferta Pública” de las Normas de la CNV dispone que *“los administradores e integrantes del órgano de fiscalización de entidades que se encuentren en el régimen de la oferta pública deberán informar a la Comisión todo hecho o situación que por su importancia sea apto para afectar en forma sustancial: a) la colocación de los valores negociables de la emisora o; b) el curso de su negociación -en su precio o volumen- en los mercados. La información mencionada deberá ser comunicada por escrito a la Comisión en forma directa, veraz y suficiente, inmediatamente después de producido el hecho o situación mencionados, o de haber tomado conocimiento de ellos si el hecho o situación se hubiera originado en terceros”*.

El artículo 3 del mismo Capítulo realiza una enumeración ejemplificativa de distintos supuestos de hecho que deben ser informados. Siguiendo a Osvaldo Kenny⁵³, en el caso de fideicomisos financieros, deberá informarse:

- a) Cambios de importancia en la actividad del fideicomiso o iniciación de otras nuevas.
- b) Pérdidas superiores al 15% del patrimonio neto.
- c) Manifestación de cualquier causa de liquidación del fideicomiso.
- d) Hechos de cualquier naturaleza y acontecimientos fortuitos que obstaculicen o puedan obstaculizar seriamente el desenvolvimiento de las actividades del fiduciario o en su caso del administrador, o del fideicomiso, especificándose sus consecuencias.
- e) Causas judiciales de cualquier naturaleza, que promueva el fiduciario o se le promuevan con relación al fideicomiso, de importancia económica significativa o de trascendencia para el desenvolvimiento de sus actividades; y las resoluciones relevantes en el curso de todos esos procesos.
- f) Atrasos en el cumplimiento de las obligaciones asumidas en los valores de deuda fiduciaria con suficiente identificación de las consecuencias que puedan derivar de tal incumplimiento.
- g) Obtención de calificaciones contemporáneas dispares respecto de idéntico valor fiduciario, cuando difieran de letra o en más de un grado.
- h) Rescisión, unilateral o consensuada, del contrato con una sociedad calificadora de riesgo, explicando los motivos en que se funda.

⁵³ Ob. Cit. p. 171/172.

CAPÍTULO XI

TRATAMIENTO IMPOSITIVO DEL FIDEICOMISO FINANCIERO

1. Impuesto a las Ganancias

A fin de analizar el tratamiento impositivo de los Fideicomisos Financieros en el Impuesto a las Ganancias deberá verificarse si los mismos cumplen o no los requisitos del segundo artículo agregado a continuación del artículo 70 (también “70.2”) del Decreto Reglamentario de la Ley de Impuesto a las Ganancias.

1.1. Consideraciones comunes a los Fideicomisos Financieros en general.

1.1.1. Fideicomiso Financiero como sujeto del Impuesto. Responsabilidad solidaria del Fiduciario.

La Ley de Impuesto a las Ganancias (LIG) define, en su artículo 69 inciso a) apartado 6), como sujeto pasivo del gravamen a los fideicomisos constituidos en el país conforme a las disposiciones de la Ley 24.441, excepto aquellos en los que el fiduciante revista la calidad de beneficiario. Tal excepción no se aplica para el supuesto bajo análisis, o cuando el fiduciante-beneficiario sea un sujeto del exterior.

El citado artículo 69 prevé en su tercer párrafo que las personas físicas o jurídicas que asuman la calidad de fiduciarios serán responsables por deuda ajena de las obligaciones fiscales del fideicomiso, conforme lo dispuesto por el inciso e) del artículo 6 de la Ley 11.683 de Procedimiento Tributario.

Cabe señalar que el artículo 6 de la Ley 11.683 dispone que: *“están obligados a pagar el tributo al fisco, con los recursos que administran, perciben o que disponen, como responsables del cumplimiento de la deuda tributaria de sus representados, mandantes, acreedores, titulares de los bienes administrados o en liquidación, etc., en la forma y oportunidad que rijan para aquéllos o que especialmente se fijen para tales responsables bajo pena de las sanciones de esta ley (e) los administradores de patrimonio, empresas o bienes que en ejercicio de sus funciones puedan determinar íntegramente la materia imponible que gravan las respectivas leyes tributarias con relación a los titulares de aquéllos y pagar el gravamen correspondientemente; y, en las mismas condiciones, los mandatarios con facultad de percibir dinero...”*

Por su parte, el artículo 8 de la Ley 11.683 establece que *“responden con sus bienes propios y solidariamente con los deudores del tributo y, si los hubiere, con otros responsables del mismo gravamen, sin perjuicio de las sanciones correspondientes a las infracciones cometidas: a) todos los responsables enumerados en los primeros 5 (cinco) incisos del artículo 6º cuando, por incumplimiento de sus deberes tributarios, no abonaran oportunamente el debido tributo, si los deudores no cumplen la intimación administrativa*

de pago para regularizar su situación fiscal ... No existirá, sin embargo, esta responsabilidad personal y solidaria con respecto a quienes demuestren debidamente a la Administración Federal de Ingresos Públicos que sus representados, mandantes, etc., los han colocado en la imposibilidad de cumplir correcta y oportunamente con sus deberes fiscales”

En virtud de lo expuesto, las personas que asuman la calidad de fiduciarios, en su carácter de administradores de patrimonios ajenos, deberán ingresar el impuesto que se devengue en cabeza del fideicomiso. El fiduciario será sancionado con la transformación de su deber establecido por ley en responsabilidad subsidiaria y solidaria, en el caso que por incumplimiento de sus obligaciones se produzca un perjuicio fiscal.

1.1. 2. Determinación del Impuesto

El Decreto Reglamentario de la LIG, en el primer artículo agregado a continuación del artículo 70 (también “70.1”), dispone que el fiduciario deberá ingresar en cada año calendario el impuesto que se devengue sobre las ganancias netas imponibles obtenidas con motivo del ejercicio de la propiedad fiduciaria.

La ganancia imponible se determinará conforme las normas que rigen la determinación de las ganancias de la tercera categoría. De esta forma, de los ingresos obtenidos por el fideicomiso resultarán deducibles los gastos efectuados para obtener, mantener y conservar las ganancias gravadas por el impuesto.

La alícuota aplicable asciende al 35%, y resulta aplicable sobre la ganancia neta total obtenida por el fideicomiso en el ejercicio fiscal.

Resulta clave la disposición contenida en el último párrafo del citado artículo, en cuanto impide la deducibilidad de los importes que, bajo cualquier denominación, corresponda asignar en concepto de distribución de utilidades a quienes revistan la calidad de titulares de certificados de participación. La pretensión del legislador es someter a la renta derivada del ejercicio de la propiedad fiduciaria a imposición en forma global, sin atender a la condición personal del destinatario.

Como expondré en el Punto 1.2 del presente Capítulo, la citada restricción no será aplicable para los fideicomisos financieros, previstos en los artículos 19 y 20 de la Ley 24.441 que cumplan la totalidad de los requisitos establecidos en el segundo artículo agregado a continuación del artículo 70 del Decreto Reglamentario.

1.1.3 Normas sobre infracapitalización (Thin Capitalization)

(i) Situación hasta la entrada en vigencia de la Ley 25.784⁵⁴

Antes de la reforma introducida por la Ley 25.784 en materia de infracapitalización, las reglas que limitaban la deducibilidad de los intereses pagados por sujetos del artículo 49 de

⁵⁴ B.O. 22/10/2003.

la LIG, que no sean entidades financieras, incluían a los fideicomisos financieros. Ahora bien, por aplicación del primer artículo incorporado a continuación del 121 del Decreto Reglamentario (también "121.1") esas limitaciones no resultaban aplicables a los fideicomisos financieros constituidos conforme a las disposiciones de los artículos 19 y 20 de la Ley 24.441.

En consecuencia, el fideicomiso financiero podía deducir la totalidad de los intereses pagados a los inversores de los títulos de deuda fiduciaria a los efectos de determinar su ganancia neta sujeta a impuesto.

Este tratamiento diferencial de los fideicomisos financieros resultaba concordante con los objetivos de creación de la figura, dado que representa un medio apto para la captación de fondos para ser aplicados al desarrollo de una actividad económica.

(ii) Modificación introducida por la Ley 25.784, modificatoria de la LIG

La Ley 25.784 modificó el inciso a) del primer párrafo del artículo 81 de la LIG que regula las deducciones admitidas, estableciendo un límite a la detracción de intereses.

El nuevo texto establece que cuando los sujetos comprendidos en el artículo 49 de la LIG (sociedades y empresas en general, excluidas las entidades financieras) paguen intereses de deuda (salvo los originados en préstamos otorgados por sujetos radicados en países de baja o nula tributación) contraídas con no residentes que los controlen, no serán deducibles del *balance impositivo* al que corresponda su imputación en la proporción correspondiente al monto del pasivo que los origina, existente al cierre del ejercicio, que exceda dos veces el importe del patrimonio neto a la misma fecha.

En suma, las nuevas restricciones son aplicables a:

- a) Sujetos empresas, excluidas las entidades financieras.
- b) Por deudas contraídas con la empresa "controlante"⁵⁵ del exterior.
- c) Cuando superen la relación pasivo/patrimonio neto en un ratio de 2 a 1.

La nueva normativa agrega que, cuando los intereses no resulten deducibles tendrán el tratamiento previsto para los dividendos (es decir, no computables).

⁵⁵ El "control" debe ser ejercido en los términos del artículo incorporado a continuación del 15 de la LIG. El citado artículo establece que "a los fines previstos en esta ley, la vinculación quedará configurada cuando una sociedad comprendida en los incisos a) y b) del primer párrafo del artículo 49, un fideicomiso previsto en el inciso agregado a continuación del inciso d) de dicho párrafo del citado artículo o un establecimiento contemplado en el inciso b) del primer párrafo del artículo 69 y personas u otro tipo de entidades o establecimientos, domiciliados, constituidos o ubicados en el exterior, con quienes aquéllos realicen transacciones, estén sujetos de manera directa o indirecta a la dirección o control de las mismas personas físicas o jurídicas o éstas, sea por su participación en el capital, su grado de acreencia, sus influencias funcionales o de cualquier otra índole, contractuales o no, tengan poder de decisión para orientar o definir la o las actividades de las mencionadas sociedades, establecimientos u otro tipo de entidades"

En virtud de lo expuesto, con la Ley 25.784, en los hechos, quedan prácticamente derogadas las normas usualmente denominadas de “capitalización exigua” o “thin capitalization”, ya que sólo se aplicarían para préstamos otorgados por entidades financieras del exterior, que no se encuentren ubicadas en países de nula o baja tributación, a sujetos locales (salvo entidades financieras locales) controlados por éstas en los términos del artículo agregado a continuación del artículo 15 de la LIG.

La modificación del Decreto Reglamentario resulta indispensable a fin de adecuar sus disposiciones con las nuevas restricciones introducidas en materia de infracapitalización.

1.1.4 La Retención sobre los Intereses.

El artículo 81 de la LIG dispone en el último párrafo del inciso a) que, cuando los sujetos del artículo 49, excluidas las entidades financieras, paguen intereses de deuda a beneficiarios comprendidos en el artículo 49, deberán practicar sobre los mismos, una retención del 35%, la que tendrá para los titulares de dicha renta el carácter de pago a cuenta del gravamen.

Si bien los fideicomisos financieros se encuentran comprendidos en el artículo 49 de la ley del impuesto, el artículo 121.1 del Decreto Reglamentario dispone que lo expuesto precedentemente no será de aplicación a los fideicomisos financieros constituidos conforme a las disposiciones de los artículo 19 y 20 de la Ley 24.441.

En virtud de la reforma introducida por la Ley 25.784 al inciso a) del primer párrafo del artículo 81 de la LIG, una modificación al Decreto Reglamentario deviene necesaria. En consecuencia, en la medida que no se modifique el citado artículo 121.1, los fideicomisos financieros no son sujetos pasibles de retención ni deben actuar como agente de retención al momento de pagar intereses a empresas locales.

No obstante la exclusión de los fideicomisos financieros de la norma analizada, podría resultar procedente la retención establecida por la Resolución General 830/2000⁵⁶. En el caso de que el fideicomiso posea como activos subyacentes créditos que generen intereses de financiación cuyos deudores sean sujetos obligados a practicar la retención dispuesta por la RG 830, el pago de los mismos por el deudor cedido al fideicomiso, si éste no cumpliera con los requisitos del segundo artículo incorporado a continuación del artículo 70 del Decreto Reglamentario, estará sujeto a una retención del 6%.

En el caso de cumplir con los requisitos del segundo artículo incorporado a continuación del artículo 70 del Decreto Reglamentario, la RG 830 margina al fideicomiso financiero como sujeto pasible de retención, siempre que el fiduciario presente una nota⁵⁷ al agente de retención manifestando dicha circunstancia.

⁵⁶ B.O. 28/04/2000.

⁵⁷ De acuerdo con lo dispuesto por la Nota 7.3. de la RG 830, la citada nota deberá confeccionarse por original (para el agente de retención) y duplicado (para el presentante), y deberá contener los siguientes datos:

1.2 Fideicomisos Financieros que cumplan con los requisitos del artículo 70.2 del Decreto Reglamentario

Tal como lo adelantara en el Punto 1.1.2. precedente, si el fideicomiso financiero cumple con los requisitos establecidos en el segundo artículo incorporado a continuación del artículo 70 del Decreto Reglamentario, el mismo podrá acceder al beneficio de la deducción de las utilidades atribuibles a los tenedores de certificados de participación.

Los requisitos que deben verificarse son los siguientes:

a) Naturaleza de los bienes fideicomitados. Oferta Pública. Homogeneidad

Los fideicomisos financieros se deben constituir con el único fin de efectuar la titulización de activos homogéneos que consistan en títulos valores públicos o privados o de derechos creditorios provenientes de operaciones de financiación evidenciados en instrumentos públicos o privados, verificados como tales en su tipificación y valor por los organismos de control conforme lo exija la pertinente normativa en vigor, siempre que la constitución de los fideicomisos y la oferta pública de certificados de participación y títulos representativos de deuda se hubieren efectuado de acuerdo con las normas de la CNV.

Cabe señalar que no se considerará desvirtuado este requisito por la inclusión en el patrimonio fideicomitado de fondos entregados por el fideicomitente u obtenidos de terceros para el cumplimiento de sus obligaciones.

b) Sustitución de activos

Este requisito consiste en que los activos homogéneos originalmente fideicomitados no sean sustituidos por otros tras su realización o cancelación, salvo:

- colocaciones financieras transitorias efectuadas por el fiduciario con el producido del tal realización o cancelación con el fin de administrar los importes a distribuir o aplicar al pago de las obligaciones del respectivo fideicomiso, o
- en los casos de reemplazo de un activo por otro por mora o incumplimiento.

Para cumplir con este requisito se deben transmitir los créditos en un solo momento y mantenerlos en el patrimonio fideicomitado hasta la realización de los mismos, de modo que su producido sea aplicado al repago de la inversión efectuada por los beneficiarios tenedores de los títulos fiduciarios.

-
- Lugar y fecha.
 - Denominación, domicilio fiscal y CUIT.
 - Motivo por el cual no corresponde practicar la retención (cumplimiento de los requisitos enumerados en el segundo artículo incorporado a continuación del artículo 70 del Decreto Reglamentario de la Ley de Impuesto a las Ganancias, texto aprobado por el Decreto N° 1344/98 y sus modificaciones).
 - Firma y aclaración del titular o responsable debidamente autorizado.

La finalidad de este requisito es evitar que el producido de la cobranza de los activos cedidos al fideicomiso sea aplicado a la adquisición de nuevos activos, imposibilitando el revolving de créditos.

c) Plazo de duración

El plazo de duración del fideicomiso, sólo en el supuesto de instrumentos representativos de crédito, debe guardar relación con el de cancelación definitiva de los activos fideicomitados o de los derechos creditorios que lo componen, respectivamente.

d) Composición del beneficio del fideicomiso

En virtud de este requisito se exige que el beneficio bruto total del fideicomiso se integre únicamente con las rentas generadas por los activos fideicomitados o por aquellos que los constituyen y por las provenientes de su realización, y de las colocaciones financieras transitorias a que se refiere el punto (b), admitiéndose que una proporción no superior al 10% de ese ingreso total provenga de otras operaciones realizadas para mantener el valor de dichos activos.

La finalidad del requisito bajo análisis consiste en que los ingresos que obtenga el fideicomiso provengan específicamente de la securitización y se destinen directamente al pago de las obligaciones del fideicomiso, evitando que se desarrollen actividades empresariales ajenas a sus fines.

En suma, cuando el fideicomiso financiero reúna la totalidad de los requisitos mencionados precedentemente, a los efectos de la determinación de la ganancia neta del impuesto, podrá deducir la totalidad de los importes que correspondan asignar en concepto de distribución de utilidades a los tenedores de los certificados de participación.

En el año fiscal en el cual no se cumpla con alguno de los requisitos y en los años siguientes de duración del fideicomiso, se deberá tributar el impuesto a la alícuota del 35% sobre la ganancia neta total obtenida por el fideicomiso financiero en el ejercicio fiscal, no pudiendo deducirse los importes asignados en concepto de distribución de utilidades a los tenedores de los certificados de participación.

2. Impuesto a la Ganancia Mínima Presunta

El Impuesto a la Ganancia Mínima Presunta (IGMP) es complementario del impuesto a las ganancias ya que mientras el último grava la utilidad impositiva del ejercicio, el primero se constituye en una imposición mínima sobre la renta potencial de los activos productivos del contribuyente a la alícuota de 1%.

Los fideicomisos financieros no son sujetos del IGMP en virtud de lo dispuesto por el inciso f) del artículo 2 de la ley del impuesto.

3. Impuesto al Valor Agregado

3.1. Fideicomiso Financiero como sujeto del Impuesto.

La Dirección General Impositiva incurrió en el tratamiento fiscal del fideicomiso a través de su Dictamen N° 61/95 (D.A.T.) y, tras una escueta referencia a la falta de personalidad jurídica de los fondos constituidos en fideicomisos, se remitió al artículo 4° de la ley del Impuesto al Valor Agregado (en adelante “IVA”) (definición de sujetos) considerándolos incluidos en su segundo párrafo, lo cual es comprensivo de “...cualquier otro ente individual o colectivo...” para concluir que “...se estima que los fondos relativos a la normativa aludida, en el caso de realizar operaciones gravadas por el referido tributo encuadrarían como responsables del mismo”.

Si bien no es propósito del presente trabajo ahondar en el análisis del elemento “sujeto” en el IVA, deviene necesario efectuar algunas reflexiones al respecto. A poco que se analice la aseveración dubitativa (los fondos “...encuadrarían...”) del pronunciamiento administrativo precedente, queda al descubierto la falencia en la definición del artículo 4° de la ley del tributo en cuanto a identificar a los “sujetos” pasibles del mismo.

En efecto, tras la sanción de la Ley del Impuesto al Valor Agregado hace más de dos décadas, prestigiosa doctrina tributarista ya hacía notar la “defectuosa técnica legislativa” al definir a los “sujetos” de este gravamen, atento que la enumeración de aquéllos provocaría conflictos interpretativos en el futuro. Así, se propugnaba adoptar la definición de “sujetos” contenida en el primer proyecto argentino de IVA, el cual “...simplemente señalaba que son contribuyentes quienes realicen ventas gravadas por esta ley...”.

Pese al tiempo transcurrido, nuestra ley de IVA sigue vinculando el objeto del tributo con sujetos específicos enumerados en su articulado, con lo cual si un sujeto no está allí definido, no se perfecciona el hecho imponible respectivo por carecer de un elemento constitutivo esencial. A fin de salvar tal deficiencia se incorporaron como sujetos a las uniones transitorias de empresas, agrupamientos de colaboración empresaria, consorcios, asociaciones sin existencia legal a los fines jurídicos y cualquier otro ente individual o colectivo, pretendiendo con esta última frase involucrar como “sujeto” a todo aquél que pudiera asignársele la realización de alguno de los “objetos” (compraventa, locación, prestación de servicios, etc.) del impuesto.

En virtud de lo expuesto, debido al alcance amplio de la descripción de sujetos pasivos de la Ley del Impuesto al Valor Agregado, los fideicomisos pueden ser considerados dentro de la misma siempre que se encuentren en alguna de las situaciones previstas en el primer párrafo del artículo 4 de la referida Ley.

En consecuencia, en la medida en que el fideicomiso califique como sujeto del tributo y realice algún hecho imponible deberá tributar el impuesto sobre la base imponible correspondiente, salvo que proceda la aplicación de una exención.

La alícuota general del gravamen en cuestión es del 21%.

3.2. Análisis de la Ley 24.441

La Ley 24.441 se refirió al tratamiento impositivo del fideicomiso financiero en el artículo 84 al establecer que: “*cuando los bienes fideicomitados fuesen créditos, las transmisiones a favor del fideicomiso no constituirán prestaciones o colocaciones financieras gravadas*”, y agrega, en su segundo párrafo que “*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 quién éste indique, en cuyo caso será quien lo reciba el que asumirá la calidad de sujeto pasivo*”.

Respecto del alcance de esta exención, que regula la transmisión de bienes al fideicomiso, y siguiendo al Cdor. Martín⁵⁸ resulta conveniente destacar los siguientes comentarios:

- (i) En primer lugar, la norma exige la operación de transferencia de créditos únicamente, por lo cual, si se transfieren otros activos al fideicomiso, deberá liquidarse, de corresponder, dicho gravamen.
- (ii) La exclusión del IVA para la cesión de los créditos contempla la etapa cedente/originante de los créditos y cesionario, en tanto el primero sea el fiduciante y el segundo el fiduciario y dicha cesión responda a la transmisión de los bienes fideicomitados al fideicomiso.

No obstante, puede darse que dicha exención no tenga cabida totalmente y ello ocurrirá cuando la cesión de los créditos no se realice al fiduciario sino a otro sujeto y por lo tanto tales bienes cedidos no tengan la característica de bienes fideicomitados frente a la Ley N°24.441. Un ejemplo de esto último ocurre cuando el adquirente cede los créditos a la entidad financiera quien, a su vez, los entrega a un fideicomiso en garantía al fiduciario. En esta situación, como la transferencia de los créditos (del cedente al cesionario) no se realizó “a favor del fideicomiso”, corresponde eximir solamente la transferencia efectuada al fideicomiso que se materializa en nuestro ejemplo con la segunda transferencia de los créditos.

- (iii) En cuanto al alcance normativo respecto de quién debe liquidar el IVA sobre los intereses del crédito cedido (prestación financiera original sujeta al IVA), vemos aquí que los sujetos intervinientes en un fideicomiso son sujetos del gravamen pues no existe exención ni exclusión al efecto.

De tal manera, el IVA sobre los intereses del crédito adquirido deberá ser liquidado al deudor original por el fideicomitente, fiduciario o tercero a quién se indique, según se estipule en el contrato.

⁵⁸ Martín, Julián Alberto, “*Securitización, Fideicomiso, Fondo Común de Inversión y Leasing*”, Price Waterhouse, Bs. As., 1996, ps. 119/120.

- (iv) Por último, cabe resaltar que la exención citada no requiere la colocación por oferta pública de los títulos.

4. Impuesto sobre los Bienes Personales

En virtud de que los fideicomisos financieros no son sujetos del Impuesto sobre los Bienes Personales, y de lo dispuesto en el segundo párrafo del artículo 13 del Decreto 780/95, el fiduciario no será responsable por el ingreso del gravamen correspondiente a los activos fideicomitidos.

5. Impuesto sobre los Débitos y Créditos en Cuenta Corriente Bancaria

La Ley 25.413⁵⁹ denominada “Ley de Competitividad” estableció el Impuesto sobre los Débitos y Créditos en Cuenta Corriente Bancaria cuya alícuota general es del 0,6%. Se encuentran dentro del objeto del impuesto los débitos y créditos, de cualquier naturaleza, efectuados en cuentas abiertas en las entidades comprendidas en la Ley de Entidades Financieras, con excepción de los expresamente excluidos por la ley y la reglamentación.

Asimismo, el gravamen alcanza a los movimientos y entregas de fondos que se efectúan a través de sistemas de pagos organizados reemplazando el uso de las cuentas corrientes siempre que dichos movimientos o entrega de fondos sean efectuados, por cuenta propia y/o ajena, en el ejercicio de actividades económicas.

Sin embargo, el Decreto 380/2001⁶⁰, en el inciso c) de su artículo 10, establece que se encuentran exentas del impuesto, las cuentas utilizadas en forma exclusiva por los fideicomisos financieros comprendidos en el artículo 19 y 20 de la Ley 24.441 en el desarrollo específico de su actividad, en tanto reúnan la totalidad de los requisitos previstos en el segundo artículo incorporado a continuación del artículo 70 de la reglamentación de la LIG.

Si bien esta exención es de suma importancia para el desarrollo del fideicomiso financiero, no puede dejar de observarse el grave obstáculo que representa este impuesto para aquellos fideicomisos financieros que no cumplan con los requisitos establecidos por el segundo artículo incorporado a continuación del artículo 70 del Decreto Reglamentario.

6. Impuesto sobre los Ingresos Brutos

6.1. Consideraciones generales

El Impuesto sobre los Ingresos Brutos es un tributo de carácter local que recae sobre el ejercicio habitual de una actividad a título oneroso en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires o alguna jurisdicción provincial cualquiera sea el resultado obtenido y la naturaleza del sujeto que la realice.

⁵⁹ B.O. 26/03/2001.

⁶⁰ B.O. 30/03/2001.

Las legislaciones fiscales locales, con la excepción de la Ciudad de Buenos Aires, no contienen normas específicas relacionadas con el tratamiento a dispensar a los fideicomisos financieros. No obstante, los patrimonios destinados a un fin determinado, cuando sean considerados por las normas tributarias como unidades económicas para la atribución del hecho imponible, se encuentran comprendidos dentro de la enumeración de sujetos de este impuesto.

En suma, en la medida que el fideicomiso financiero califique como sujeto del impuesto y realice algún hecho imponible previsto en las legislaciones fiscales locales, resultará sujeto del tributo.

Tal como lo expusiera, el Código Fiscal de la Ciudad de Buenos Aires es el único que contiene normas específicas relacionadas con el tratamiento a dispensar a los fideicomisos financieros. Así, el artículo 13 dispone que *“son contribuyentes, en tanto se verifique a su respecto el hecho imponible que les atribuyen las normas respectivas, en la medida y condiciones necesarias que estas prevén para que surja la obligación tributaria:... 6) los fideicomisos que se constituyan de acuerdo a lo establecido en la Ley Nacional N° 24.441, excepto los constituidos con fines de garantía.”*

Respecto a la base imponible, el artículo 152 del Código Fiscal expresa que *“en los fideicomisos constituidos de acuerdo con lo dispuesto en la Ley Nacional N° 24.441, los ingresos brutos obtenidos por el mismo y la base imponible del gravamen recibirán el tratamiento tributario que corresponda a la naturaleza de la actividad económica que realicen”*.

Es decir, si los ingresos generados por los activos fideicomitados se encuentran comprendidos por una exención objetiva, la misma también sería aplicable cuando dichos activos sean cedidos a un fideicomiso.

6.2. Convenio Multilateral

Las normas del Convenio Multilateral son aplicables a aquellos contribuyentes que desarrollan su actividad en más de una jurisdicción.

A modo ejemplificativo, en el caso particular de un fideicomiso con actividad en la Provincia de Buenos Aires, la existencia de un gasto en esa jurisdicción sería elemento suficiente para dar sustento territorial a la actividad que desarrolle el fiduciario en cabeza propia o a través de terceros. Asimismo, si el fiduciario tuviera su domicilio en el ámbito de la Ciudad de Buenos Aires y la oferta pública de los títulos valores se realizara en dicha ciudad, el fideicomiso también efectuaría gastos en esta jurisdicción. Es decir, el fideicomiso se encontraría gravado tanto en el ámbito de la Ciudad de Buenos Aires como en la Provincia de Buenos Aires, circunstancia que implicaría la aplicación del Convenio Multilateral.

Respecto al cálculo de la base imponible, el artículo 2 del Convenio establece que los ingresos totales del contribuyente, originados por las actividades por las cuales se incorpora a su régimen, se distribuirán entre todas las jurisdicciones en la siguiente forma:

- a) 50% en proporción a los gastos efectivamente soportados en cada jurisdicción.
- b) 50% restante en proporción a los ingresos brutos provenientes de cada jurisdicción.

El citado mecanismo de atribución es el denominado “Régimen General” y es aplicable a todos los casos comprendidos en el Convenio, excepto que la actividad del contribuyente esté regida por un régimen particular de atribución de ingresos.

Un caso particular lo constituye la securitización de créditos originados en entidades financieras, al cual resultan aplicables las disposiciones del artículo 8 del Convenio.

Dicho artículo establece que *“en los casos de contribuyentes comprendidos en el régimen de la Ley de Entidades Financieras, cada fisco podrá gravar la parte de ingresos que le corresponda en proporción a la sumatoria de los ingresos, intereses pasivos y actualizaciones pasivas de cada jurisdicción en la que la entidad tuviere casas o filiales habilitados por la autoridad de aplicación, respecto de iguales conceptos de todo el país. Se excluirán los ingresos correspondientes a operaciones realizadas en jurisdicciones en las que las entidades no tuvieran casas o filiales habilitadas, los que serán atribuidos en su totalidad a la jurisdicción en la que la operación hubiere tenido lugar”*.

La determinación de la base imponible debería realizarse siguiendo los parámetros del modelo contenido por la RG 11 del Convenio Multilateral.

7. Impuesto de Sellos

El Impuesto de Sellos es un gravamen local cuya particularidad consiste en tener como objeto de tributación a contratos, actos u operaciones de carácter oneroso que se encuentren instrumentados, esto es, que exista en los hechos un sustento material o formal que refleje el negocio jurídico y que represente la manifestación de voluntad efectuada por las partes.

La mayoría de las jurisdicciones provinciales requiere que la operación sea realizada a título oneroso o que la misma posea carácter oneroso para proceder a su gravabilidad.

Por su parte, las restantes jurisdicciones o bien sujetan a imposición a los actos “onerosos o susceptibles de apreciación pecuniaria”, o nada disponen sobre el particular. Con relación a estas últimas, cabe mencionar que la Ley de Coparticipación estableció como requisito para admitir a las provincias en el régimen de coparticipación que las mismas sólo gravaran las operaciones de carácter oneroso.

En este sentido, sobre la base del presupuesto de una cesión onerosa, puede observarse una disparidad en el tratamiento otorgado en las distintas jurisdicciones a las cesiones fiduciarias de bienes.

En la Ciudad de Buenos Aires los actos, contratos y operaciones derivadas de la instrumentación del fideicomiso no se encuentran alcanzados con el impuesto de sellos, con la excepción de la transferencia de inmuebles.

Con respecto a las restantes jurisdicciones, cabe mencionar que las mismas gravan, en términos generales, las cesiones fiduciarias de bienes, siempre que las mismas sean onerosas.

8. Aspectos Formales. Inscripción del Fideicomiso Financiero

8.1. Inscripción ante la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP)

Los fiduciarios, a efectos de su inscripción ante la AFIP, deberán utilizar el formulario 460/J.

Recordemos que a través del Dictamen 85/97, el Fisco ya se había expedido sobre la procedencia de la inscripción del fideicomiso frente a los impuestos nacionales, al sostener que *“tratándose de un fondo fiduciario resulta posible asignar la clave única de identificación tributaria al administrador fiduciario siempre que se identifique adecuadamente al patrimonio fiduciario de que se trata, a fin de distinguirlo de otros patrimonios fiduciarios o de actividades ajenas protagonizadas por el mismo administrador fiduciario”*. Dicha postura fue reiterada en el Dictamen 87/99.

8.2. Impuesto sobre los Ingresos Brutos. Convenio Multilateral

En el supuesto que el fideicomiso realice actividades en diferentes jurisdicciones a los efectos del Impuesto sobre los Ingresos Brutos deberá tributar bajo el régimen de Convenio Multilateral. A tales efectos, deberá efectuar todas las presentaciones de los formularios CM01 y CM02 en su Fisco sede, cualquiera sea el trámite a formalizar, ya sea su inscripción, incorporación de nueva jurisdicción, modificaciones, cambios de sede, cese de actividades y/o transferencias

8.3. Régimen de Información sobre participaciones sociales

El artículo 1 de la Resolución General 4120 establece que los sujetos obligados a la presentación establecida por la norma mencionada son los sujetos comprendidos en los incisos a) y b) del artículo 49 –excepto empresas unipersonales y cooperativas– y los fondos comunes de inversión.

Toda vez que el inciso a) del citado artículo comprende a los fideicomisos financieros, la información a suministrar en la declaración jurada exigida por la norma es la correspondiente a los certificados de participación –entendiéndola como equivalente a “participación social de sociedades”–.

Asimismo, deberían suministrarse los datos del fiduciario como “administrador” del patrimonio fiduciario.

CAPITULO XII

EFFECTOS FISCALES PARA EL FIDUCIANTE Y EL FIDUCIARIO

1. Efectos Fiscales para el Fiduciante

1.1. Impuesto a las Ganancias.

A efectos de determinar las consecuencias de las cesiones fiduciarias en el Impuesto a las Ganancias, debe atenderse a la existencia o no de contraprestación a favor del fiduciante, ya sea ésta en dinero, títulos fiduciarios, derechos de beneficiario, etc.

En la medida que exista una contraprestación a favor del fiduciante, frente a la LIG, la cesión fiduciaria produce los efectos de cualquier otra transferencia realizada a título oneroso.

A los efectos de calcular la incidencia del impuesto, el resultado de la cesión fiduciaria, en términos generales, estaría dado por la diferencia entre el valor obtenido y el costo impositivo del bien cedido.

En caso de que la cesión fiduciaria se realizara sin valores referenciales, el artículo 28 del Decreto Reglamentario dispone que *“cuando la transferencia de bienes se efectúe por un precio no determinado se computará a los fines de la determinación de los resultados alcanzados por el impuesto, el valor de plaza de tales bienes a la fecha de la enajenación”*.

1.2. Impuesto al Valor Agregado

Se plantean inconvenientes en dicho gravamen cuando los bienes fideicomitados no son créditos. De tal manera, debería otorgarse a la transferencia de los bienes el tratamiento que corresponda según el tipo de bien de que se trate.

En este sentido, si los bienes fideicomitados fuesen cosas muebles, la transferencia del bien se encontraría gravada a la alícuota del 21% (salvo que proceda alguna exención específica o alguna reducción de alícuota). En cambio si los bienes fideicomitados fuesen inmuebles, la transferencia no se encontraría alcanzada con el gravamen por estar fuera del objeto.

De tratarse de una transferencia gratuita, y por ende no sujeta al gravamen, deberían reintegrarse los créditos fiscales oportunamente computados.

Tal como lo expusiera en el Capítulo anterior, la Ley 24.441, en su artículo 84, contiene una disposición especial aplicable a cualquier cesión fiduciaria de créditos, a partir de la cual, cuando los bienes fideicomitados fuesen créditos, las transmisiones a favor del fideicomiso no constituirán prestaciones o colocaciones financieras gravadas, por lo que quedarían fuera del objeto del impuesto.

Asimismo, dicha norma agrega, que 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 quién éste indique, en cuyo caso será quien lo reciba el que asumirá la calidad de sujeto pasivo.

1.3. Impuesto sobre los Ingresos Brutos

Es un tributo de carácter local que recae sobre el ejercicio habitual de una actividad a título oneroso en el ámbito de la Ciudad de Buenos Aires o de alguna jurisdicción provincial cualquiera sea el resultado obtenido y la naturaleza del sujeto que la realice.

En virtud de lo expuesto, en el caso de habitualidad, la transferencia onerosa de los bienes fideicomitidos estará sujeta al gravamen, salvo que se trate de bienes que revestían la característica de bienes de uso en cabeza del fiduciante, por lo que la transferencia de los mismos no está alcanzada por el impuesto.

Con respecto a la alícuota a aplicar, la misma variará de acuerdo con el tipo del bien cedido.

1.4. Impuesto de Sellos

Ver Capítulo XI, punto 7.

2. Efectos Fiscales para el Fiduciario

2.1. Impuesto a las Ganancias.

Los ingresos que obtenga el fiduciario con motivo de los servicios que preste por administrar la propiedad fiduciaria se encuentran sujetos al Impuesto a las Ganancias, a la alícuota del 35%.

2.2. Impuesto al Valor Agregado

Los ingresos que obtenga el fiduciario con motivo de los servicios que preste por administrar la propiedad fiduciaria se encuentran sujetos al IVA.

El Cdor. Julián Martín⁶¹ sostiene que "*sería conveniente que se dispusiera una exención para tales ingresos, aspecto que contribuiría a reducir los costos atribuibles al fondo fiduciario (en tanto éste último no pueda computarse los créditos fiscales) y equipararía la situación de las diversas operatorias del mercado de capitales*".

⁶¹ Martín, Julián Alberto, "Securitización, Fideicomiso, Fondo de Inversión y Leasing", Price Waterhouse, 1996, p. 139.

2.3. Impuesto sobre los Ingresos Brutos

Los ingresos que obtenga el fiduciario con motivo de los servicios que preste por administrar la propiedad fiduciaria se encuentran sujetos al Impuesto.

CAPITULO XIII

IMPUESTOS QUE GRAVAN A LOS INVERSORES DE TITULOS DE DEUDA Y/O CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN.

El artículo 83 de la Ley N° 24.441, que regula el aspecto impositivo en cabeza del inversor, establece que los títulos valores representativos de deuda y los certificados de participación emitidos por fiduciarios respecto de fideicomisos que se constituyan para la titulación 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.

Es interesante tener presente que, en caso que (i) el fideicomiso no se constituya con el fin de titular activos y (ii) los títulos no se coloquen por oferta pública, no serán aplicables las exenciones dispuestas por el artículo 83 de la Ley N° 24.441.

Cabe señalar que el cumplimiento del requisito de colocación por oferta pública ha generado algunas controversias a partir del dictado del Dictamen de la AFIP (DAT) 16/2002 en relación a la emisión de obligaciones negociables, el cual, guarda vinculación con el supuesto de los títulos emitidos por los fideicomisos financieros.

En dicho dictamen, la autoridad fiscal ha expresado que el requisito de colocación por oferta pública *“no se encontrará cumplido con la simple autorización de emisión extendida por la Comisión Nacional de Valores, sino que deben llevarse a cabo los procedimientos que exija a tal fin dicho organismo regulador, los que deberían garantizar, en principio, el acceso del público en general a los valores negociables ofertados. Es decir, no basta con la simple autorización de la Comisión Nacional de Valores; además de la autorización formal, los hechos deben probar que existió una verdadera oferta pública”*.

1. Impuesto a las Ganancias

1.1. Interés o rendimiento de los Títulos Fiduciarios

1.1.1. Títulos de Deuda

De acuerdo con el artículo 83 inciso b) de la Ley N° 24.441, los intereses de los títulos de deuda emitidos por el fiduciario respecto de fideicomisos que se constituyan para la titulación de activos están exentos del impuesto a las ganancias, siempre y cuando los mismos sean colocados por oferta pública.

Sin perjuicio de lo expuesto, la exención no alcanza a los sujetos comprendidos en el Título VI de la LIG, quienes están sujetos a la regla del ajuste por inflación impositivo. Estos sujetos son los denominados por la doctrina “Sujetos Empresa” (en adelante “Empresas Locales”), a saber:

- a) Las sociedades anónimas.
- b) Las sociedades en comandita por acciones en la parte que corresponde a los socios comanditarios.
- c) Las sociedades de responsabilidad limitada.
- d) Las sociedades en comandita simple y la parte correspondiente a los socios comanditados de las sociedades en comandita por acciones.
- e) Las asociaciones civiles y fundaciones.
- f) Las entidades y organismos a que se refiere el artículo 1 de la Ley 22.016.
- g) Los fideicomisos constituidos conforme a las disposiciones de la Ley 24.441, excepto aquellos en los que el fiduciante posea la calidad de beneficiario, excepción que no es aplicable en los casos de fideicomisos financieros o cuando el fiduciante-beneficiario sea beneficiario del exterior.
- h) Los fondos comunes de inversión no comprendidos en el primer párrafo del artículo 1 de la Ley 24.083.
- i) Toda otra clase de sociedades o empresas unipersonales constituidas en el país.
- j) Los comisionistas, rematadores, consignatarios y demás auxiliares de comercio no incluidos expresamente en la cuarta categoría del Impuesto.

En el caso de títulos de deuda fiduciaria adquiridos por Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP) para el patrimonio del fondo de jubilaciones y pensiones, la renta proveniente de dichos títulos no generaría consecuencias en el Impuesto a las

Ganancias para el citado fondo en virtud de lo dispuesto por los artículos 82 y 114 de la Ley N° 24.241.

Cuando se tratara de beneficiarios del exterior comprendidos en el Título V de la LIG, no regirá lo dispuesto en su artículo 21 ni en el artículo 104 de la Ley N° 11.683 (t.o. 1978 y sus modificatorias) en cuanto subordinan los efectos de exenciones o desgravaciones totales o parciales del Impuesto a las Ganancias en la medida en que ello pudiera resultar una transferencia de ingresos a fiscos extranjeros.

En suma, los intereses de los títulos de deuda de fideicomisos que se constituyan para la titulización de activos colocados por oferta pública recibirán el siguiente tratamiento impositivo según el tipo de sujetos que obtenga la ganancia:

- Personas físicas y sucesiones indivisas: exentos
- Beneficiarios del exterior: exentos
- Empresas Locales (Título VI de la Ley): gravados

1.1.2. Certificados de participación

De acuerdo con lo establecido por los artículos 46 y 64 de la LIG las utilidades provenientes de los certificados de participación no serán computables por sus beneficiarios para la determinación de su ganancia neta.

No obstante, las utilidades distribuidas por los fideicomisos financieros a través de sus certificados de participación se encuentran sujetas a una retención del 35 % cuando excedan la utilidad impositiva del fideicomiso. Sin embargo, esta retención no es aplicable a los fideicomisos financieros cuyos certificados de participación cumplan con el requisito de la oferta pública en los casos y condiciones que al respecto establezca la reglamentación, la cual aún no ha sido promulgada.

En el caso en que el Fisco asimilara el rendimiento fijo de los certificados de participación a intereses, podría sostener que los mismos no se encontrarían comprendidos artículos 46 y 64 de la LIG sino sujetos a las regulaciones de los intereses de los títulos de deuda. En tal caso los rendimientos fijos se encontrarían exentos salvo que los tenedores fueran Empresas Locales.

1.2. Venta o disposición de Títulos Fiduciarios

Los resultados provenientes de la compraventa, cambio, permuta, conversión y disposición de los Títulos Fiduciarios, así como de la actualización y/o ajuste de capital, están exentos del Impuesto a las Ganancias, siempre y cuando los Títulos cumplan con los requisitos establecidos por el artículo 83 de la Ley 24.441 (titulización de activos y colocación de los títulos fiduciarios por oferta pública).

Sin perjuicio de lo expuesto, la exención no alcanza a los sujetos comprendidos en el Título VI de la LIG, quienes están sujetos a las reglas vigentes del ajuste por inflación impositivo (Empresas Locales).

Cuando se tratara de beneficiarios del exterior comprendidos en el Título V de la LIG, no regirá lo dispuesto en su artículo 21 ni en el artículo 104 de la Ley N° 11.683 (t.o. 1978 y sus modificatorias) en cuanto subordinan los efectos de exenciones o desgravaciones totales o parciales del Impuesto a las Ganancias en la medida en que ello pudiera resultar una transferencia de ingresos a fiscos extranjeros.

1.2.1. Exención para beneficiarios del exterior para la venta o disposición

De conformidad con lo establecido por el artículo 78 del Decreto N° 2.284/91, ratificado por Ley N° 24.307, no se aplicará el Impuesto a las Ganancias por los resultados por disposición de Títulos Fiduciarios, aún cuando no se cumpliera con el requisito de la oferta pública, si los inversores no fueran residentes argentinos.

1.2.2. Exención para personas físicas residentes en Argentina para la venta o disposición

(i) Modificación introducida por la Ley 25.414.

En lo que respecta a la disposición de títulos fiduciarios por personas físicas, debemos mencionar que, con anterioridad a la sanción de la Ley 25.414⁶², solamente estaban alcanzados por el impuesto los resultados provenientes de compraventa, cambio, permuta, conversión y disposición de títulos valores por personas físicas y sucesiones indivisas habitualistas en la realización de estas operaciones. Sin embargo, los mismos se encontraban exentos por aplicación del artículo 20 inciso w) de la ley del impuesto.

La Ley 25.414 modificó el artículo 2 inciso 3) de la LIG gravando “*los resultados obtenidos por la enajenación de bienes muebles y amortizables, acciones, títulos, bonos y demás títulos valores, cualquiera fuera el sujeto que los obtenga*”.

Asimismo, el Poder Ejecutivo, en atención a la modificación introducida por la citada ley, reformó, mediante el Decreto 493/2001⁶³ el inciso w) del artículo 20 disponiendo que se encuentran exentos los resultados provenientes de operaciones de compraventa, cambio, permuta, o disposición de acciones, títulos, bonos y demás títulos valores, obtenidos por personas físicas y sucesiones indivisas, excluidos los originados en acciones que no coticen en bolsas o mercados de valores. Esta exención no comprende a los comisionistas, rematadores, consignatarios y demás auxiliares de comercio que no sean corredores, viajantes de comercio o despachantes de aduana por tratarse de sujetos obligados a realizar el ajuste por inflación impositivo.

⁶² B.O. 30/03/2001.

⁶³ B.O. 30/04/2001.

En razón de lo expuesto, la exención comprende a los resultados emergentes de la realización de este tipo de operaciones con Títulos Fiduciarios, sean títulos de deuda o certificados de participación.

(ii) Dictamen 151 del Procurador

El 3 de julio de 2003, la Procuración del Tesoro de la Nación emitió el Dictamen 151, originado en respuesta a un requerimiento del Ministerio de Economía solicitando opinión acerca de los efectos jurídicos que produjo la derogación de la Ley N° 25.414 por su similar N° 25.556⁶⁴ acerca de la aplicación del impuesto a las ganancias respecto de los resultados derivados de las operaciones de enajenación de acciones y otros títulos valores realizadas por personas físicas y sucesiones indivisas.

En el referido dictamen, la Procuración del Tesoro, compartiendo lo expresado por la Dirección Nacional de Impuestos y la Dirección General de Asuntos Jurídicos del Ministerio de Economía, (en oposición a la posición de la AFIP), concluye en que la Ley 25.556 derogó a su similar N° 25.414 en forma total, y por ende los efectos del mencionado Decreto 493/01, de modo que, la reforma de la LIG que gravaba la venta de acciones por personas físicas (incluso la presunción comentada) también quedó derogada.

En cuanto a los efectos en el tiempo de la derogación efectuada por la Ley N° 25.556, la Procuración señala que "*en tanto ésta última fue publicada en el Boletín Oficial el 28 de diciembre de 2001 sin establecer fecha de su vigencia, la misma rige a partir de los ocho días corridos contados a partir de esa publicación. Ello determina que la virtualidad de la derogación cobra efectos en lo tocante al gravamen en análisis, a partir del ejercicio fiscal 2002 inclusive*".

En suma, los resultados emergentes de la realización de este tipo de operaciones con Títulos Fiduciarios, sean títulos de deuda o certificados de participación se encuentran exentos del impuesto a las ganancias.

1.3. Resultado por tenencia.

La norma general de valuación correspondiente a títulos valores expresa que los títulos públicos, bonos y títulos valores —excluidas las cuotas partes de fondos comunes de inversión— que se coticen en bolsas o mercados se valuarán al último valor de cotización a la fecha de cierre del ejercicio.

Los que no coticen se valuarán por su costo incrementado, de corresponder, con el importe de los intereses, actualizaciones y diferencias de cambio que se hubieran devengado a la fecha de cierre del ejercicio. El mismo procedimiento de valuación se aplicará a los títulos valores emitidos en moneda extranjera.

⁶⁴ B.O. 28/12/2001

El criterio general de valuación aplicable a los títulos valores resulta compatible con la naturaleza de los títulos de deuda. Respecto a la valuación de los certificados de participación, la misma debería ser realizada al costo, no resultando de aplicación lo dispuesto para los títulos valores en general.

2. Impuesto a la Ganancia Mínima Presunta

Tal como lo expusiera en el Capítulo XI, punto 2, el IGMP es complementario del impuesto a las ganancias, en el sentido de que mientras el último grava la utilidad impositiva del ejercicio, el primero se constituye en una imposición mínima sobre la renta potencial de los activos productivos del contribuyente a la alícuota de 1%.

Los sujetos del impuesto son:

- a) Las sociedades domiciliadas en el país.
- b) Las asociaciones civiles y fundaciones domiciliadas en el país.
- c) Las empresas o explotaciones unipersonales ubicadas en el país pertenecientes a personas domiciliadas en el mismo.
- d) Las entidades y organismos a que se refiere el artículo 1° de la Ley 22.016.
- e) Las personas físicas y sucesiones indivisas titulares de inmuebles rurales en relación a dichos inmuebles.
- f) Los fideicomisos constituidos en el país conforme a las disposiciones de la Ley 24.441 excepto los fideicomisos financieros previstos en los artículos 19 y 20 de dicha ley.
- g) Los fondos comunes de inversión constituidos en el país no comprendidos en el primer párrafo del artículo 1° de la Ley 24.083 y sus modificaciones.
- h) Los establecimientos estables domiciliados o ubicados en el país para el desarrollo de actividades en el país pertenecientes a sujetos del exterior.

Se encuentran exentos del Impuesto, entre otros activos, (i) los certificados de participación y los títulos de deuda fiduciaria de fideicomisos financieros, en la proporción atribuible al valor de las acciones u otras participaciones en el capital de entidades sujetas al impuesto que integren el activo del fondo fiduciario, y (ii) los bienes del activo gravados en el país cuyo valor en conjunto, determinado de acuerdo con las normas de la ley del gravamen, sea igual o inferior a \$ 200.000. Cuando existan activos gravados en el exterior dicha suma se incrementará en el importe que resulte de aplicarle a la misma el porcentaje que represente el activo gravado en el exterior, respecto del activo gravado total. Cuando el valor de los bienes supere la mencionada suma o la que se calcule de acuerdo con lo dispuesto precedentemente, según corresponda, quedará sujeto al gravamen la totalidad del activo gravado del sujeto pasivo del tributo.

El impuesto a las ganancias determinado para el mismo ejercicio fiscal por el cual se liquida el presente gravamen, podrá computarse como pago a cuenta del impuesto de esta ley. En el caso de sujetos pasivos de este gravamen que no lo fueren del impuesto a las ganancias, el cómputo como pago a cuenta previsto en este artículo, resultará de aplicar la alícuota establecida en el inciso a) del artículo 69 de la LIG, vigente a la fecha del cierre del ejercicio que se liquida –actualmente 35%-, sobre la utilidad impositiva a atribuir a los partícipes.

Si del cómputo previsto en los párrafos anteriores surgiere un excedente no absorbido, el mismo no generará saldo a favor del contribuyente en este impuesto, ni será susceptible de devolución o compensación alguna. Si, por el contrario, como consecuencia de resultar insuficiente el impuesto a las ganancias computable como pago a cuenta del presente gravamen, procediera en un determinado ejercicio el ingreso del IGMP, se admitirá, siempre que se verifique en cualesquiera de los 10 ejercicios inmediatos siguientes un excedente del impuesto a las ganancias no absorbido, computar como pago a cuenta de este último gravamen, en el ejercicio en que tal hecho ocurra, el impuesto a la ganancia mínima presunta efectivamente ingresado y hasta la concurrencia con el importe a que ascienda dicho excedente.

En virtud de lo expuesto, las personas jurídicas titulares de los certificados de participación y títulos representativos de deuda deberán computar los mismos para la determinación del IGMP.

En lo que respecta a la valuación de los certificados de participación y títulos representativos de deuda que coticen en bolsas o mercados, los mismos deberán ser computados dentro del activo gravado al último valor de cotización o al último valor de mercado a la fecha de cierre del ejercicio.

Por su parte, los certificados de participación y títulos representativos de deuda que no coticen en bolsas o mercados se valuarán por su costo, incrementado, de corresponder, con los intereses que se hubieran devengado a la fecha indicada o, en su caso, en el importe de las utilidades del fondo fiduciario que se hubieran devengado a favor de sus titulares y que no les hubieran sido distribuidas a la fecha de cierre del ejercicio por el que se determina el impuesto.

3. Impuesto al Valor Agregado

Conforme lo prescripto por el artículo 83 inc. a) de la Ley N° 24.441 las operaciones financieras y prestaciones relativas a la emisión, suscripción, colocación, transferencia, amortización, intereses y cancelación de los Títulos Fiduciarios como así también las correspondientes a sus garantías, están exentas del Impuesto al Valor Agregado siempre y cuando los títulos citados cumplan con el requisito de la oferta pública.

4. Impuesto sobre los Bienes Personales

4.1. Consideraciones generales

De conformidad con la ley del gravamen, son sujetos pasivos del impuesto:

- a) Las personas físicas y las sucesiones indivisas domiciliadas y radicadas en la Argentina, por los bienes situados en el país y en el exterior.
- b) Las personas físicas y las sucesiones indivisas domiciliadas y radicadas en el exterior, por los bienes situados en el país.

El mínimo exento del impuesto asciende a \$102.300, para sujetos domiciliados en el país.

El gravamen a ingresar por los contribuyentes mencionados en el punto a) precedente surgirá de aplicar, sobre el valor total de los bienes sujetos al impuesto, excluidas las acciones y participaciones en el capital de cualquier tipo de sociedades regidas por la ley 19.550, la tasa del 0,5 % sobre el valor excedente de \$102.300. Si dichos bienes superan la suma de \$200.000 la alícuota a aplicar será del 0,75 % sobre el excedente de \$102.300.

En tanto que, la alícuota aplicable a los contribuyentes mencionados en el punto b) precedente es del 0,75%. Cabe resaltar que, no corresponderá el ingreso del impuesto cuando su importe sea igual o inferior a \$ 255,75.

4.2. Valuación de los Valores Fiduciarios

El artículo 22 inciso i) de la ley del gravamen establece que los certificados de participación y los títulos representativos de deuda, en el caso de fideicomisos financieros, que se coticen en bolsas o mercados se valuarán al último valor de cotización o al último valor de mercado al 31 de diciembre de cada año.

En cambio, los que no se coticen en bolsas o mercados se valuarán por su costo, incrementado, de corresponder, con los intereses que se hubieran devengado a la fecha indicada o, en su caso, en el importe de las utilidades del fondo fiduciario que se hubieran devengado a favor de sus titulares y que no les hubieran sido distribuidas al 31 de diciembre del año por el que se determina el impuesto.

4.3. Responsables del ingreso del tributo

4.3.1. Personas Físicas residentes en el país.

El artículo 13 del Decreto 780/95 establece para el caso de fideicomisos financieros las personas físicas y sucesiones indivisas titulares de los Títulos Fiduciarios deberán computar los mismos para la determinación del Impuesto sobre los Bienes Personales.

4.3.2. *Personas Jurídicas radicadas en el país*

Las sociedades, empresas, establecimientos estables, patrimonios de afectación o explotaciones domiciliadas, radicadas o ubicadas en la Argentina no estarán sujetas al Impuesto a los Bienes Personales respecto de sus tenencias de los certificados de participación o títulos de deuda de un fideicomiso financiero.

4.3.3. *Personas físicas del exterior.*

En cuanto a los Títulos Fiduciarios cuya titularidad corresponda a personas físicas o sucesiones indivisas domiciliadas o, en su caso radicadas en el exterior, será de aplicación el régimen de responsables sustitutos previsto en el artículo 26 de la ley del gravamen, según el cual toda persona de existencia visible o ideal que tenga el dominio, posesión, uso, goce, disposición, depósito, tenencia, custodia, administración o guarda de los citados títulos deberá ingresar con carácter de pago único y definitivo el 0,75% del valor de los mismos al 31 de diciembre de cada año, sin computar el mínimo exento. Sin embargo, no corresponderá el ingreso del gravamen si el monto a ingresar resultare inferior a \$ 255,75.

4.3.4. *Personas jurídicas radicadas en el exterior*

En virtud del artículo 26 de la ley del gravamen, las sociedades, empresas, establecimientos estables, patrimonios de afectación o explotaciones domiciliadas, radicadas o ubicadas en el exterior no estarán sujetas al Impuesto sobre los Bienes Personales respecto de sus tenencias por cualquier título de los Títulos Fiduciarios, salvo que:

- a) Se encuentren domiciliados o, en su caso, radicados o ubicados en el exterior en países que no apliquen regímenes de nominatividad de los títulos valores privados⁶⁵.
- b) Por su naturaleza jurídica o sus estatutos tengan por actividad principal realizar inversiones fuera de la jurisdicción del país de constitución y/o no puedan ejercer en dichas jurisdicciones ciertas operaciones y/o inversiones expresamente determinadas en el régimen legal o estatuario que las regula⁶⁶.

La presunción establecida por el citado artículo no será de aplicación cuando los titulares directos a que se refiere el mismo sean compañías de seguros, fondos abiertos de inversión, fondos de pensión o entidades bancarias o financieras cuyas casas matrices estén constituidas o radicadas en países en los que sus bancos centrales u organismos equivalentes hayan adoptado los estándares internacionales de supervisión bancaria establecidos por el Comité de Bancos de Basilea.

De resultar aplicable la presunción, la alícuota a aplicar sobre los bienes alcanzados será del 1,5%.

⁶⁵ Artículo 26, 4 párrafo de la Ley del Impuesto a los Bienes Personales.

⁶⁶ Artículo 29, 2 párrafo del Decreto Reglamentario de la Ley del Impuesto a los Bienes Personales.

5. Impuesto sobre los Débitos y Créditos en Cuenta Corriente Bancaria

Los pagos de intereses y rendimientos de los títulos así como la compra, transferencia u otros movimientos efectuados a través de cuentas corrientes estarían alcanzados por el impuesto a la alícuota general del 0,6 % por cada débito y crédito.

6. Impuesto sobre los Ingresos Brutos

El Impuesto sobre los Ingresos Brutos, tal como ya se ha mencionado, es un gravamen de carácter local que recae sobre el ejercicio habitual de una actividad a título oneroso en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires o alguna jurisdicción provincial cualquiera sea el resultado obtenido y la naturaleza del sujeto que la realice.

En virtud del alcance amplio de la definición del hecho imponible, los ingresos originados por las operaciones con los Títulos Fiduciarios se encontrarían alcanzados por el gravamen, en tanto los inversores hagan habitualidad de dichas operaciones.

En suma, para aquellos inversores que realicen actividad habitual o que puedan estar sujetos a la presunción de habitualidad en alguna jurisdicción, los ingresos que se generen por la renta o como resultado de la transferencia de los Títulos Fiduciarios quedarían gravados, debiendo incorporarse a la base imponible que corresponda a la clase de sujeto que obtenga el rendimiento, salvo que proceda la aplicación de alguna exención.

7. Impuesto de Sellos

7.1. Consideraciones generales

El Impuesto de Sellos es un gravamen local cuya particularidad consiste en tener como objeto de tributación a contratos, actos u operaciones de carácter oneroso que se encuentren instrumentados, esto es, que exista en los hechos un sustento material o formal que refleje el negocio jurídico y que represente la manifestación de voluntad efectuada por las partes.

Siguiendo al Dr. Dino Jarach⁶⁷, el principio de instrumentación significa, en primer término, que no existe impuesto sin que el acto esté instrumentado. No se puede presumir la existencia del instrumento a efectos de gravar determinado contrato, aún cuando se pruebe que aquél existe.

En segundo lugar, el principio significa que el impuesto se aplica de acuerdo con la naturaleza económica de las operaciones instrumentadas, independientemente de que ese instrumento tenga efectos jurídicos positivos.

Como principio general, el impuesto se aplica sobre el valor económico de los contratos sujetos al gravamen. En los supuestos que el valor de los actos fuera indeterminado, las

⁶⁷ "Curso Superior de Derecho Tributario", Liceo Profesional Cima, Junio 1958, pag. 454 y ss.

legislaciones locales establecen que, a los efectos del pago del tributo, las partes estimarán dicho valor en el mismo instrumento.

7.2. Exenciones.

Si bien las legislaciones locales no contienen normas expresas que regulen el tratamiento a otorgar a las operaciones realizadas con los títulos emitidos por los fideicomisos financieros, algunas jurisdicciones, a los efectos de incentivar el desarrollo del mercado de capitales y como complemento de todos los actos vinculados a la emisión de títulos valores con oferta pública, han incorporado exenciones a los actos y/o instrumentos relacionados con la negociación de títulos valores debidamente autorizados para su oferta pública por la CNV.

Así, la negociación de títulos fiduciarios con oferta pública se encontraría exenta del Impuesto de Sellos en las siguientes jurisdicciones: Provincia de Buenos Aires (art. 259 inc. 45 b); Provincia de Córdoba (art. 208 inc. 39); Provincia de Entre Ríos (art. 215 inc. z); Provincia de La Pampa (art. 274 inc.a); Provincia de Mendoza (art. 240 inc. 19) y Provincia de Santa Fe (art. 182 inc. 39).

CAPITULO XIV

EXTINCIÓN DEL FIDEICOMISO FINANCIERO

1. Causales de Extinción

El artículo 25 de la Ley 24.441 establece que el fideicomiso se extinguirá por:

1.1. Vencimiento del plazo o cumplimiento de la condición

El Contrato de fideicomiso debe mencionar el plazo de duración del fideicomiso, el cual, en el caso de los fideicomisos financieros no puede ser superior a los 30 años –a excepción de los fideicomisos que inviertan en forestación-.

Cabe señalar que la Ley 24441 no indica que ocurre si la condición por la cual se celebró el contrato de fideicomiso fracasare, ya sea por incumplimiento de la misma o por imposibilidad de cumplimiento. La solución más razonable, aún cuando el contrato nada dijera sobre este punto, es que la propiedad revirtiera al fiduciante o sus sucesores.

1.2. Revocación del Fiduciante

En los fideicomisos financieros, la revocación del fideicomiso por parte del fiduciante importará el rescate anticipado de los Valores Fiduciarios.

La revocación sin causa no es una cláusula usual en los fideicomisos financieros toda vez que quita atractivo a la adquisición de los Valores Fiduciarios. Los inversores prefieren certeza en los plazos, que permitan una adecuada maduración de la inversión.

1.3. Otras Causales

Entre las causales más frecuentes de extinción podemos mencionar:

- a) Imposibilidad de cumplimiento de la finalidad del fideicomiso, declarada por el fiduciario y/o el fiduciante.
- b) Reducción del patrimonio fideicomitado.
- c) La imposición de cualquier impuesto, carga o contribución sobre los bienes fideicomitados, o la vigencia de leyes o normas reglamentarias que a criterio del fiduciante, fiduciario y/o beneficiarios torne inconveniente la continuación del fideicomiso.

2. Efectos de la Extinción

Producida la extinción del fideicomiso, el fiduciario deberá:

- a) Liquidar el patrimonio, es decir, proceder al pago de los gastos del fideicomiso y entregar los bienes fideicomitidos al fideicomisario o a sus sucesores, otorgando los instrumentos y contribuyendo a las inscripciones registrales que correspondan.
- b) Cancelar los valores fiduciarios.

BIBLIOGRAFIA

- Baglietto, Sebastián, “*Aplicación problemática del contrato de fideicomiso*”, El Derecho, Bs. As., 19 de diciembre de 1995, ps.1-4.
- Carregal, Mario A. “*El Fideicomiso: Regulación Jurídica y Posibilidades prácticas*”, Universidad, Buenos Aires, 1982.
- Freyre, Betina, “*El fideicomiso. Sus proyecciones en los negocios inmobiliarios*”, Ed. Depalma, Bs. As., 1997.
- Frohlich, Juan y Andrade, Jorge, “*Fideicomiso. Aspectos Jurídicos y tributarios*”, Doctrina Tributaria, Bs. As., Mayo 1996, N° 194, ps. 998.1019.
- Garrido, Roque E. y Zago, Jorge A., “*Contratos Civiles y Comerciales, Parte General*”, Ed. Universidad, Buenos Aires, 1993.
- Gregorini Clusellas, Eduardo, “*Fideicomiso. Apreciaciones sobre las nuevas normas*”, La Ley, Año LIX, N° 234, 5 de diciembre de 1995.
- Goldemberg, Cecilia, “*Fideicomisos frente a la reforma tributaria*”, Ambito Financiero, Bs. As. 15 de marzo de 1999.
- Hayzus, Jorge R., “*Fideicomiso*”, Astrea, Buenos Aires, 2000.
- Hayzus, Jorge R., “*Fideicomiso*”, Ed. Astrea, Buenos Aires, 2002.
- Herbel, Gustavo A. y Trovato, Gustavo E., “*La responsabilidad penal del fiduciario*”, Jurisprudencia Argentina, T.1998-III, p.790.
- Jarach, Dino, “*Curso Superior de Derecho Tributario*”, Liceo Profesional Cima, Junio 1958.
- Kenny, Mario Oscar, “*Titulización y Fideicomiso Financiero*”, Errepar, 2002.
- Lisoprawski, Silvio y Kiper, Claudio M. “*Fideicomiso; Dominio Fiduciario y Securitización*”, Depalma, 2° Edición actualizada, Buenos Aires, 1996.
- López de Zavalía, Fernando, “*Fideicomiso, Leasing, Letras Hipotecarias, Ejecución Hipotecaria, Contratos de Consumición*”, Zavalía, Buenos Aires, 1996.
- Kiper, Marcelo, “*El régimen jurídico del dominio fiduciario*”, La Ley, Bs. As. 1989.
- Malumián, Nicolás; Diplotti, Adrián y Gutiérrez, Pablo, “*Fideicomiso y Securitización: Análisis Legal, Fiscal y Contable*”, La Ley, Buenos Aires, 2001.

- Mantilla, Fernando R., “*El Fideicomiso Financiero*”, La Ley 1995-D, p.1104.
- Martín, Julián Alberto, “*Securitización, Fideicomiso, Fondo Común de Inversión y Leasing*”, Price Waterhouse, Bs. As., 1996.
- Mascheroni, Fernando, “*El fideicomiso financiero como instrumento financiero*”, La Información, T° 71, Junio 1995, ps. 1433-1440.
- Molas, Liliana; “*El Fideicomiso: Análisis Jurídico y tributario*”, XXVI Jornadas Tributarias, ps. 97-133.
- Norton, Joseph J., “*Securitización de activos: la experiencia estadounidense*”, en: Derecho Bancario y Financiero Moderno, Carlos G. Gerscovich coordinador, Ad Hoc, Buenos Aires, 1999, pág. 505.
- Orelle, José María R., “*El Fideicomiso en la Ley 24.441*”, La Ley, 1995-B, 876.
- Paolantonio, Martín E. “*Operaciones Financieras Internacionales*”, Rubinzal-Culzoni, Santa Fe, 1997.
- Teitelbaum, Horacio, “*Garantías y Mecanismos financieros en el proceso de securitización*”, Revista del Notariado, Abril-Septiembre de 1997, N° 849, p.19.
- Villegas, Carlos G. y Carlos M., “*Aspectos legales de las finanzas corporativas*”, Madrid, Dykinson, 2001.