

Consideraciones jurídicas sobre la evolución del fideicomiso en Argentina

Rodolfo Papa¹

RESUMEN

Este trabajo analiza cuáles son los principales modelos de negocios en los que el fideicomiso se ha posicionado como vehículo idóneo para su instrumentación en Argentina. En particular, el paper describe las características del fideicomiso financiero, que constituye una nueva alternativa de acceso al financiamiento. Asimismo, este trabajo puntualiza distintos casos que conforman una “nueva generación” respecto a la utilización del fideicomiso. Este análisis, enfocado esencialmente desde una visión dinámica, también detalla los términos y condiciones que debería incluir el contrato de fideicomiso, y el marco legal y regulatorio que gobierna a este producto en la actualidad.

ABSTRACT

This paper describes the key business models in which the trust has been stood as a suitable vehicle to enable their execution in Argentina. In particular, the paper sets out the main features of a financial trust that constitutes a new alternative to raise financing. Also, this paper points out different practical cases that give rise to a “new generation” with respect to the use of trusts. This analysis, essentially focused from a dynamic view, also provides both a detail of the main terms and conditions that a trust agreement should include and the legal and regulatory framework that actually applies to this product.

JEL Classification: K11

Keywords: fideicomiso, Argentina, financiamiento, fiduciario, legal, contrato.

1. Abogado (UBA), Graduado con Diploma de Honor. Master of Laws in International Economic Law (LL.M), Universidad de Warwick, Inglaterra. Profesor de Derecho Empresario de la Escuela de Negocios de la Universidad de Palermo. E-mail: rpapa@palermo.edu

I. Introducción

A tan solo trece años de la sanción de la ley 24441, la cual –recordemos- reguló expresamente al fideicomiso, la continua evolución y consolidación de este instituto en nuestro mercado de capitales a través de sus funciones básicas de administración, garantía y financiamiento, ha sido incesante ².

En el presente trabajo desarrollaremos una serie de conceptos con relación a las dos más importantes exteriorizaciones que la práctica del mercado ha indicado como claves para sostener el exponencial crecimiento del fideicomiso en Argentina, como un instrumento apto para la generación de negocios.

En primer lugar, explicaremos cómo se estructura en la práctica a nivel “macro” –desde un punto de vista legal- un contrato de fideicomiso y posteriormente analizaremos las razones y principales beneficios que han sustentado –de manera particular- la expansión del fideicomiso financiero, como una categoría específica.

Al respecto, estadísticas del sector privado señalan que durante el año 2006 se constituyeron un total de 205 fideicomisos revistiendo tal naturaleza, en los que se emitieron valores negociables por un monto total de 7615 millones de Pesos, representando dicho monto un aumento del 49% respecto al total emitido durante el año 2005 ³, y en el recientemente concluido año 2007 dicha cifra ascendió a la suma de 8600 Millones de Pesos.

Mientras que, y en base a un análisis de la realidad del mercado, en la segunda parte de este trabajo haremos referencia a nuevos posibles usos del vehículo fiduciario, resultantes de su flexibilidad propia orientada a adaptarse a las necesidades específicas de un negocio individual, los cuales indudablemente han superado los objetivos que contempló el legislador al momento de la sanción de la citada ley 24441.

Es dable destacar que el formato provisto por nuestra ley de fideicomiso, en conjunción con su positivo posicionamiento en el mercado local de capitales, ha sido seguido por otras jurisdicciones a los fines de desarrollar su propia normativa sobre esta materia, como ha sido el caso de la República Oriental del Uruguay ⁴.

II. La estructuración de un contrato de fideicomiso

Desde un punto de vista jurídico, la generación de un negocio fiduciario posee una serie de ventajas que desarrollaremos a continuación.

2. Nos remitimos a nuestro trabajo *“A diez años del uso del fideicomiso como herramienta de negocios”*, publicado en “El Cronista” de fecha 28/01/05, en el que puntualizamos las principales características legales del fideicomiso y su impacto en los negocios.

3. La cifra referida anteriormente debería ser considerada como parcial, ya que se encuentra exclusivamente vinculada con aquellos negocios fiduciarios sujetos al régimen de “oferta pública”. Por ende, tendría que ser complementada con los montos transados por todos aquellos fideicomisos los cuales, por su objeto, no se encuentran sujetos a la supervisión de ninguna entidad reguladora específica.

4. A fines del año 2003, ha entrado en vigencia -en nuestro vecino país- la ley 17703 que regula en forma expresa al fideicomiso en términos sustancialmente similares a los contemplados bajo nuestra legislación. La realidad de negocios del Uruguay también nos demuestra que se han estructurado exitosamente varios fideicomisos financieros al amparo de dicha ley.

En primer lugar, la negociación y redacción de un contrato de fideicomiso se instrumenta –como principio general– en base a la aplicación del principio de la “libertad de contenidos”, por el cual las partes del contrato (estas son: el fiduciante; el fiduciario y el beneficiario/s, en el caso que estos últimos no asuman también la posición de fiduciantes) ejercen en el ámbito de la “autonomía de la voluntad contractual”, el poder de negociar los términos y condiciones del contrato, con la sola limitación de la observancia de aquellas disposiciones inderogables que constituyen el “orden público”, que gobierna esta específica materia.

Dichas disposiciones en materia de “orden público” –en relación con el fideicomiso– están conformadas por: (i) la información que debe incluirse en el contrato de fideicomiso (Conf. Artículo 4, Ley 24441); (ii) el plazo máximo de vigencia, el cual no podrá exceder los 30 años (Conf. Artículo 4, Ley 24441); (iii) la obligatoriedad por parte del fiduciario de rendir cuentas de su gestión, la cual deberá ser realizada como mínimo una vez al año (Conf. Artículo 7, Ley 24441); (iv) la inexcusabilidad generada por de la responsabilidad de la actuación del fiduciario y/o sus dependientes, en aquellos casos en que estos hayan actuado con culpa o dolo (Conf. Artículo 7, Ley 24441); y, (v) todas aquellas disposiciones relativas a la transferencia y perfeccionamiento de la propiedad fiduciaria del activo fideicomitado al fiduciario (Conf. Artículos 12, 13, 14, 15 y 16, Ley 24441).

Adicionalmente, y en lo que se refiere a la negociación y redacción del contenido de un contrato de fideicomiso, será esencial que cada uno de los dos protagonistas de este negocio (el fiduciante y el fiduciario, respectivamente), los que deben necesariamente existir desde su constitución, toda vez que el beneficiario/s puede incorporarse con posterioridad a la creación del fideicomiso, participen en forma activa en acordar sus términos, en conjunción con sus respectivos asesores legales, con el propósito de proteger sus posiciones jurídicas y de ese modo desarrollar su actuación bajo el fideicomiso al amparo de la “garantía contractual” brindada por dicho documento, como resultado de su negociación.

Corresponde señalar que la estructura “macro” de un contrato de fideicomiso debería necesariamente incluir las siguientes cláusulas:

- a) Clara individualización de las partes contratantes, sus domicilios y nombre de sus representantes.
En el caso de no existir el beneficiario/s al momento de la constitución del fideicomiso, el mismo podrá incorporarse con posterioridad, a través de su manifestación de voluntad expresa de adherirse al mismo;
- b) Fijar los términos definidos (en mayúscula) que se aplicarán a toda la extensión del contrato;
- c) Determinar las formalidades requeridas para perfeccionar la transmisión de la propiedad fiduciaria del activo fideicomitado a favor del fiduciario;
- d) Establecer de qué modo el fiduciario administrará el activo fideicomitado durante la vida del fideicomiso;
- e) Acordar el plazo temporal de vida del fideicomiso;

- f) Precisar bajo qué mecanismos las partes podrán modificar los términos y condiciones originales del fideicomiso;
- g) Fijar los derechos y deberes del Fiduciante;
- h) Pautar de qué modo y con que activos se procederán a pagar los gastos e impuestos correspondientes al fideicomiso;
- i) Detallar el plexo de derechos y obligaciones correspondiente al Fiduciario;
- j) Precisar cómo se determinará la retribución del Fiduciario;
- k) Reglamentar el mecanismo y la periodicidad en la rendición de cuentas a cargo del Fiduciario;
- l) Establecer los términos de la cláusula de indemnidad a favor del Fiduciario;
- m) Regular todos los derechos a favor del Beneficiario/s (incluyendo la cláusula de subordinación de derechos entre distintas categorías de beneficiarios, de existir)⁵ ;
- n) Fijar el procedimiento de renuncia y/o remoción del Fiduciario, y el consiguiente procedimiento de designación de un Fiduciario sucesor;
- o) Establecer los eventos de extinción del fideicomiso y cómo proceder a su posterior liquidación patrimonial; y,
- p) Pactar cuál será la ley y jurisdicción que se aplique al fideicomiso.

En síntesis, y con la finalidad de brindar una conceptualización estrictamente jurídica del fideicomiso bajo el Derecho Argentino, debemos señalar que si bien el mismo no goza de una entidad legal propia, en virtud de la cual consiguientemente no se le confiere personalidad jurídica autónoma (excepto a los fines tributarios), –con lo que se distingue sustancialmente de la estructura societaria–, la constitución de un fideicomiso crea un vehículo de naturaleza “no corporativa”, bajo el cual el fiduciario actúa como su representante, en lo concerniente específicamente a la interacción del vehículo fiduciario con terceros en el establecimiento de distintos tipos de relaciones jurídicas, actuando en consecuencia el fiduciario en tal carácter no a título personal, sino en representación del fideicomiso que se ha creado.

Adicionalmente, el hombre de negocios que considere viable la instrumentación jurídica de un negocio a través del fideicomiso, deberá recurrir –además del asesor legal, cuya incumbencia ha sido explicitada–, a un auditor contable e impositivo, toda vez que el fideicomiso será considerado como un sujeto contribuyente, bajo las leyes tributarias nacionales, provinciales y municipales que le resulten aplicables, y también deberá llevar una “contabilidad separada” respecto a la del fiduciante y del fiduciario, respectivamente.

5. En el Derecho Argentino, la subordinación entre distintas categorías de beneficiarios está permitida por la última parte del Artículo 3876 del Código Civil.

III. La utilización del fideicomiso financiero como alternativa al financiamiento tradicional

Una de las funciones relevantes por las que se ha destacado en la práctica el uso del fideicomiso, ha sido la de posibilitar obtener financiamiento para la expansión de las actividades empresariales.

En este sentido, el desarrollo del fideicomiso financiero en nuestro mercado de capitales ha permitido a una gran cantidad de empresas acceder a un mecanismo alternativo al financiamiento tradicional, este último basado en la propia solvencia económico-financiera del deudor, hacia una estructura en la cual los propios activos originados por un tomador de financiamiento sirvan como fuente exclusiva para el repago de los fondos a ser recibidos.

Esta característica esencial del fideicomiso se encuentra directamente relacionada con otro relevamiento estadístico de la realidad económica Argentina, el cual revela que aproximadamente el cincuenta por ciento de los préstamos para consumo han sido originados por entidades no financieras, teniendo en consideración la mayor flexibilidad en los requisitos exigidos por estas entidades para el otorgamiento de créditos, por lo cual, una cantidad relevante de compañías cuyo objeto principal consiste en la venta financiada de bienes al público minorista en general, generadoras de este tipo de préstamos, han securitizado dichas carteras de créditos y de ese modo accedido a una fuente alternativa de financiamiento a las tradicionalmente conocidas (ejemplo: préstamos bancarios y/o emisión de obligaciones negociables colocadas en el mercado de capitales).

Así entonces, desde un punto de vista estrictamente legal, mediante la constitución de un fideicomiso financiero:

- (i) una empresa –asumiendo la posición jurídica de fiduciante- securitiza activos presentes o futuros a través de la transferencia de la propiedad fiduciaria⁶ de los mismos a un fideicomiso financiero;
- (ii) el fiduciario financiero no solamente detendrá la propiedad fiduciaria de dicho activo fideicomitado durante la vida del fideicomiso, sino que emitirá valores negociables fiduciarios representativos de deuda (“deuda”) y/o certificados de participación (“equity”), los cuales serán ofrecidos públicamente a inversores para su compra, debiendo a tales fines contar con la correspondiente autorización de oferta pública por parte de nuestra entidad reguladora del mercado de capitales (la “Comisión Nacional de Valores”, en adelante “CNV”),

6. La transferencia fiduciaria no tiene el efecto legal de ser plena, irrestricta o perfecta. Si bien la misma –en la medida que se cumplan las formalidades requeridas por cada tipo de bienes para el registro de dicha transferencia a los fines de su perfeccionamiento- implica un “*transfer of title*” del activo fideicomitado por parte del fiduciante a favor del fiduciario, se encuentra limitada, ya sea temporalmente –hasta un plazo máximo de 30 años-, o bien al cumplimiento de una condición. Siendo dicha propiedad fiduciaria detentada por el fiduciario en beneficio de quien se designe como beneficiario/s bajo el fideicomiso, toda vez que este último es el que tiene un derecho a recibir un interés económico sobre el activo fideicomitado.

- (iii) adicionalmente, la emisión de valores negociables fiduciarios deberá contar con la autorización de cotización por parte de las entidades autorreguladas en las cuales dichos valores se negocien secundariamente (generalmente a nivel local, la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, a la cual se encuentra adherida el Mercado de Valores de Buenos Aires S.A. y el Mercado Abierto Electrónico S.A., respectivamente);
- (iv) con el producido de la colocación de dichos valores negociables en el mercado de capitales, se procederán a adquirir los activos fideicomitados, recibiendo el Fiduciante en dicha etapa los fondos resultantes de la transferencia realizada, por la cual ya convirtió el pool de activos transferido al fideicomiso en dinero de libre disponibilidad para reinvertir en su negocio, y,
- (v) se crea en consecuencia un “vehículo no corporativo” que tiene la función de ser una fuente alternativa de financiamiento para las actividades del fiduciante.

A los fines de estructurar jurídicamente un fideicomiso financiero –como un vehículo para la securitización⁷ de activos- con impacto directo en el mercado de capitales Argentino, se deberá cumplir con un plexo de disposiciones expresamente incluidas bajo la siguiente normativa:

- (i) de manera general, por la ley de fideicomiso;
- (ii) de manera particular, en lo relativo a la oferta pública de valores negociables, por la ley de oferta pública (ley 17811, modificada por el Decreto 677/2001) y por las Normas de la CNV dictadas específicamente sobre la materia (Capítulo XV de las Normas de la CNV. Texto ordenado por R.G. 368, actualizado hasta la R.G. 526);
- (iii) los reglamentos de cotización dictados por las entidades autorreguladas en las que los valores fiduciarios se negocien secundariamente, resultando de aplicación el Reglamento de Cotización de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y las normas del Mercado Abierto Electrónico S.A., respectivamente;
- (iv) debe también tenerse en consideración los términos de la Resolución 2/2006 del Consejo Directivo de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, reglamentaria de la cotización de valores negociables fiduciarios, que establece una serie de requisitos de documentación e información que deben cumplimentarse con el propósito de obtener la autorización para la cotización de dichos valores negociables en el ámbito de la citada entidad autorregulada; y,

7. Existen otros dos productos legales aptos para instrumentar una securitización de activos en nuestro derecho positivo, los cuales si bien han sido implementados en la práctica de los negocios, no alcanzaron un sustancial grado de desarrollo, estos son: (i) la emisión de obligaciones negociables a cuyo repago se afectarán exclusivamente ciertos activos del emisor (“bono securitizado”) (Conf. Artículo 4 (cuarto párrafo) de la ley de obligaciones negociables. Ley 23576, modificada por ley 23962); y, (ii) la constitución de fondos comunes cerrados de créditos (“*close-ended mutual funds*”) (Conf. Ley 24083, Artículo 15 del Decreto 174/93 y Capítulo XII de las Normas de la CNV. Texto Ordenado por R.G. 368. Actualizada hasta R.G. 526).

- (v) en los casos en que el activo fideicomitado consista en créditos originados por entidades financieras, los fideicomisos financieros también quedarán alcanzados por la ley de entidades financieras y las normas dictadas en forma específica por el Banco Central sobre esta materia⁸.

Desde un punto de vista esencialmente regulatorio, todo el sistema integrado por las normas citadas anteriormente, se aplicarán a: (i) los requisitos de información –y su actualización- a ser incluidos en el prospecto de emisión correspondiente a cada fideicomiso financiero, ya sea en relación al prospecto de un programa de creación de fideicomisos financieros, o bien, a un suplemento de prospecto por cada fideicomiso financiero individual creado bajo dicho programa; (ii) los requisitos que debe contener el contrato de fideicomiso financiero, (iii) los términos y condiciones de los valores negociables a ser emitidos bajo un fideicomiso financiero, ya sea a nivel de un programa “macro” de fideicomisos financieros, o bien, con relación a un fideicomiso financiero individual creado bajo el mismo; (iv) el cumplimiento por parte del fiduciario financiero del deber de informar en forma permanente y ocasional, bajo el régimen de “transparencia en la información” en materia de oferta pública de valores negociables, incluyendo la presentación de estados contables correspondientes a cada fideicomiso (al cierre de cada ejercicio anual y trimestral, respectivamente); y, (v) la sujeción a los requisitos de información y de naturaleza patrimonial que debe cumplir cada fiduciario financiero en forma permanente a los fines de poder actuar como tal.

Entendemos que todas aquellas empresas originadoras de activos⁹, en la medida que estos últimos posean una aptitud de generación de *cash flow* en forma autónoma, podrían considerar la instrumentación de un fideicomiso financiero como una fuente alternativa de financiamiento, toda vez que la utilización de este vehículo por parte de empresas que necesariamente requieren de fondos frescos para sostener la expansión de sus actividades, posee –entre otras- las siguientes ventajas:

- (i) Menores requisitos de información y documentación a ser provistos por las empresas que opten por este vehículo legal –actuando como Fiduciantes-, si se los compara con el cumplimiento de los requisitos exigidos por la normativa de la CNV para lanzar una oferta pública inicial de acciones y/o de obligaciones negociables, según el caso;
- (ii) Como principio general, se limita patrimonialmente la responsabilidad del fiduciante, toda vez que se responderá exclusivamente con los bienes fideicomitados por las obligaciones generadas con motivo de la ejecución del fideicomiso¹⁰, a menos que

8. Conforme lo prescripto por la Comunicación “A” 3145 (y modificatorias), dictadas por el Banco Central de la República Argentina.

9. Ciertamente que la diversificación en el rubro principal de todas aquellas empresas que actúan como fiduciantes ha sido cada vez mayor en la realidad de nuestro mercado. Al respecto, lo que originalmente fue un segmento exclusivo para entidades financieras originadoras de créditos hipotecarios se ha extendido en la actualidad a empresas pertenecientes a otros sectores de nuestra economía.

10. Conforme al principio reconocido expresamente por la primer parte del Artículo 16 de la ley 24441.

se establezca en forma expresa en el fideicomiso a constituir un mecanismo de mejora de la garantía o “*credit enhancement*”¹¹, como garantía adicional de repago para beneficio de los inversores tenedores de dichos valores negociables fiduciarios;

- (iii) El fiduciante, si bien transfiere la propiedad fiduciaria del activo fideicomitado, podría conservar la función de “administrador” o “*servicer*”, manteniendo –de esa forma- una relación directa con el *pool* de “créditos cedidos”, siendo responsable en tal carácter por la cobranza del activo fideicomitado y de su transferencia al fideicomiso, percibiendo un honorario por dicha gestión y actuando en tal carácter por cuenta y orden del fiduciario financiero;
- (iv) Otorga una amplia flexibilidad en la determinación de los términos y condiciones de los valores negociables a ser emitidos bajo un fideicomiso financiero;
- (v) Otro principio rector en la estructura legal de un fideicomiso financiero es el que consagra al activo fideicomitado como un “activo separado” respecto al del fiduciante y del fiduciario¹²; y,
- (vi) Los valores negociables a ser emitidos bajo un fideicomiso financiero que cuenten con la debida autorización de oferta pública, y en los que se instrumente un procedimiento real de colocación primaria entre inversores, poseen atractivos beneficios impositivos generando una ventaja adicional para el uso de este tipo de productos financieros¹³.

IV. Algunos nuevos usos del fideicomiso generados por la práctica del mercado

Como señaláramos en la introducción de este trabajo, el análisis de la realidad en la generación de negocios en nuestro mercado, nos ha mostrado nuevas posibilidades en el uso del fideicomiso.

En este sentido, entendemos que los siguientes modelos de negocios podrían instrumentarse a través de una estructura legal fiduciaria “macro”:

11. A título meramente ejemplificativo, la “mejora de la garantía” podría implementarse a través del otorgamiento de una fianza por el fiduciante, o bien, por la constitución de un fideicomiso de garantía, en este último caso ante el acaecimiento de un “supuesto de incumplimiento” tipificado como tal bajo el contrato de fideicomiso financiero, el activo fideicomitado en garantía pasará a integrar el activo fideicomitado en un pie de igualdad. En la práctica legal, la existencia de un mecanismo de “mejora de la garantía” de una emisión de valores negociables bajo un fideicomiso financiero, constituirá parte de sus términos y condiciones.

12. De conformidad a lo prescripto expresamente por el Artículo 14 (primer parte) de la ley 24441.

13. Debe tenerse en consideración la Resolución conjunta Nro. 470 de la CNV y 1738 de la AFIP, dictada en el año 2004, que estableció el procedimiento de colocación primaria a seguir respecto a la emisión de obligaciones negociables y/o de valores negociables emitidos bajo fideicomisos financieros, a los fines de obtener el correspondiente beneficio tributario. Esta normativa puso fin a la problemática que en la mayoría de los casos debía enfrentar un emisor ante la autoridad tributaria, a los fines de poder acreditar que en la práctica había ejecutado una serie de actos en conjunción con sus “mejores esfuerzos”, tendientes a probar a través de distintos medios que procedió a realizar una real “oferta pública” –en los términos del Artículo 16 de la ley 17811- entre inversores.

- a) vehículo para el financiamiento de proyectos (“fideicomisos de infraestructura”);
- b) desarrollo de proyectos de *venture capital*;
- c) diseño de planes de retiro corporativos;
- d) organización de una “asociación público-privada”, y,
- e) estructuración de proyectos inmobiliarios.

En primer lugar, las características del fideicomiso posibilitan su utilización como un novedoso vehículo para el “financiamiento de proyectos”, entendido este último término como una forma de *cash flow lending*, bajo la cual se analiza la capacidad económico-financiera que el propio proyecto posee en sí mismo, como fuente principal para el repago del endeudamiento a ser contraído.

Corresponde señalar que un exitoso testeo respecto a la efectiva implementación del fideicomiso como un vehículo para el financiamiento de proyectos se ha reflejado en el financiamiento de proyectos de la “economía real”, con particular énfasis en el régimen legal aplicable a los “fideicomisos de gas”¹⁴.

En este sentido, destacamos los principales aspectos aplicables a la estructuración de este tipo de fideicomisos: (i) se constituyó -dentro del propio ámbito del Ministerio de Planificación Federal- un programa marco de creación de fideicomisos financieros individuales a través de la emisión de valores representativos de deuda y/o certificados de participación por hasta un monto máximo durante la vigencia del programa de 3000 millones de Pesos; (ii) reconoce la aplicación de la ley 24441 como también la de las normas de la CNV en lo que respecta al régimen de oferta pública correspondiente a la emisión de valores negociables bajo fideicomisos financieros; (iii) posibilita determinar en forma flexible el objeto de la estructura legal fiduciaria que actuará como vehículo del financiamiento para la realización de dichos proyectos; y, (iv) si bien prescribe que en ningún caso la creación de un fideicomiso con tales características podrá recibir fondos y/o bienes por parte del Estado, la instrumentación del financiamiento de proyectos de inversión por parte del sector privado de la industria del gas –al amparo de este marco normativo–, se encuentra sujeta a la aprobación y supervisión por parte de las entidades reguladoras del sector público competentes respecto a dicha industria.

En el marco del citado Programa marco de creación de fideicomisos financieros de gas, se asumen las siguientes posiciones jurídicas:

(i) Fiduciante: (a) serán las licenciatarias del servicio público de transporte y distribución de gas; y, (b) las cooperativas y los restantes sujetos activos de la industria del gas;

(ii) Fiduciario: serán las entidades financieras autorizadas a actuar como tales por el Banco Central, que detentarán la propiedad fiduciaria de los activos fideicomitados durante la vida del fideicomiso, y en su caso, emitirán los correspondientes títulos representativos de deuda y/o certificados de participación;

14. El régimen legal aplicable a los “fideicomisos de gas” se integra con el Decreto 180/04 dictado por el Poder Ejecutivo Nacional y la Resolución 185/04 del Ministerio de Planificación Federal.

(iii) Beneficiarios: (a) serán quienes suscriban los referidos valores negociables a ser emitidos bajo cada fideicomiso financiero; y, (b) en el caso que el fideicomiso también reúna las características de un fideicomiso de administración, serán beneficiarios: (1) los contratistas y/o proveedores y/o prestadores de servicios requeridos para la realización del proyecto, y la propia licenciataria, en este último caso en su carácter de responsable de la operación y mantenimiento del mismo; (2) las entidades financieras locales y/o del exterior que financien el desarrollo de la obra a través de programas especiales de crédito; y, (3) quienes realicen aportes de capital específicos para el desarrollo de la obra; y,

(iv) Fideicomisario: será el propio fiduciante, como destinatario final de la obra, una vez que se cancele el financiamiento obtenido, adquiriendo en consecuencia la titularidad plena de la misma, como resultado de la extinción del fideicomiso.

La estructura legal “macro” creada bajo este modelo en análisis, se sustenta en dos pilares básicos reconocidos por la propia ley 24441: (a) el patrimonio fideicomitado es un activo separado del patrimonio del fiduciante y del fiduciario; y, (b) ni los bienes del fiduciante ni los del fiduciario responderán por el cumplimiento de las obligaciones resultantes de la ejecución del fideicomiso, las que deberán ser honradas exclusivamente con los bienes fideicomitados.

Es así como en atención a la flexibilidad en el uso del fideicomiso como “vehículo” para el financiamiento de la expansión y/o ampliación de las obras del sector del transporte y distribución del gas, las transportadoras y/o distribuidoras de gas, actuando como fiduciantes del fideicomiso a constituirse, podrían transferir al fideicomiso en una primer etapa, la propiedad fiduciaria de los siguientes activos: (i) cargos tarifarios adicionales a ser cobrados a todos o parte de los destinatarios de la obra; (ii) créditos específicos recibidos de entidades financieras locales y/o internacionales; (iii) aportes de capital recibidos de inversores y/o de los propios accionistas controlantes, y, (iv) el producido de la colocación entre el público inversor de los valores negociables a ser emitidos bajo un fideicomiso financiero.

En lo que se refiere a la ejecución efectiva de este negocio fiduciario, corresponde señalar que a fines del año 2006, se han concluido los primeros dos proyectos de infraestructura instrumentados dentro del programa de fideicomisos financieros de gas, por el cual se ha financiado la primer etapa de la ampliación de la red de transporte de gas correspondiente a los gasoductos Norte y Sur, respectivamente, controlados por compañías privatizadas concesionarias del servicio público del transporte del gas –a nivel nacional-, siendo dicho proyecto el primer fideicomiso financiero de gas lanzado en el mercado de capitales Argentino, y cuya colocación en el mercado secundario ha sido implementada exitosamente. El monto de emisión de dichos valores negociables fiduciarios ascendió a la suma de seiscientos millones de Pesos.

En segundo lugar, el uso del fideicomiso también sería factible para instrumentar en forma eficiente negocios de *venture capital*. Podríamos definir genéricamente el término *venture capital* como aquella inversión con un alto grado de riesgo orientada a financiar la expansión de un proyecto productivo que exhibe un gran potencial de crecimiento,

posibilitando a los inversores salir del negocio logrando una atractiva tasa de retorno dentro de un período promedio de 5/7 años ¹⁵.

Si bien el posicionamiento de la industria de *venture capital* es todavía incipiente en Argentina, no podría dejar de considerarse la utilización del vehículo fiduciario como un nexo entre la oferta de financiamiento, brindada por diferentes actores (por ejemplo: inversores individuales e institucionales, bancos de inversión), por una parte, y la demanda de fondos por parte de emprendedores que requieren de aquellos para el cumplimiento de un plan de negocios, por la otra.

Otro posible nuevo uso del fideicomiso se encuentra plasmado en la estructuración privada de un plan de retiro diseñado “a medida” para el personal de una compañía, que podría servir como complemento al régimen obligatorio del sistema de jubilaciones.

Bajo este escenario actuarían como fiduciante -en forma concurrente- tanto la empleadora como aquellos empleados elegibles para acceder a este beneficio, quienes transferirán al fideicomiso la propiedad fiduciaria de los fondos en las proporciones que se fijen a tales fines, detentando el fiduciario la titularidad fiduciaria sobre los mismos durante la vida del fideicomiso, siendo beneficiarios del mismo los propios empleados incluidos bajo este esquema, los cuales al cumplimiento de las condiciones que específicamente se estipulen bajo el contrato de fideicomiso, podrán acceder a la titularidad plena de los aportes realizados.

Otra moderna utilización de la estructura fiduciaria ha sido reconocida en forma expresa como una de las formas jurídicas válidas para instrumentar una asociación entre el sector público y privado, incorporada en el ámbito del “Régimen nacional de asociación público-privada” ¹⁶, siendo en consecuencia este régimen claramente superador a los tradicionales sistemas de obra pública o concesión, según sea el caso, para el desarrollo de nuevos proyectos de infraestructura.

Es dable puntualizar que el desarrollo de las obras de expansión de la capacidad de transporte de gas instrumentado a través del uso del vehículo fiduciario –descriptas precedentemente- constituye una prueba piloto del uso del fideicomiso como un mecanismo de asociación idóneo entre el sector público y el sector privado.

Finalmente, otro de los nuevos usos del vehículo fiduciario en la dinámica de originar nuevos negocios ha sido el desarrollo de proyectos inmobiliarios. En este sentido, estadísticas del sector privado señalan que el 85% de los proyectos de obra del sector de la construcción se han estructurado jurídicamente a través de la figura del fideicomiso.

Básicamente, los dos grandes modelos por los cuales puede instrumentarse un negocio inmobiliario a través del vehículo fiduciario, son:

- 1) un fideicomiso privado (sin contar con el status de “oferta pública”); y,
- 2) un fideicomiso financiero.

15. Para un análisis de las características esenciales del “*venture capital*”, nos remitimos a nuestro trabajo “*El necesario desarrollo de la industria de venture capital*”, publicado en “El Cronista” de fecha 24/01/06.

16. Es dable destacar al respecto que el Artículo 4 del Anexo I del Decreto 967/2005, expresamente reconoce al fideicomiso como una forma jurídica de organización de una “asociación público-privada”.

Bajo un fideicomiso de construcción privado, asumirían la posición de fiduciantes, aquellas personas que transmitan al fideicomiso la propiedad fiduciaria del terreno donde se construirá el proyecto, como asimismo los fondos necesarios para su desarrollo, respectivamente.

Por lo cual, esta estructura podría incluir dos tipos de fiduciantes, los cuales a su vez asumirían de manera simultánea la posición de beneficiarios, en este último caso recibiendo en forma plena su unidad terminada en la obra, una vez concluida la misma –en las proporciones establecidas bajo el contrato de fideicomiso-, la cual les será adjudicada directamente por el fiduciario.

Esta modalidad también recibe el nombre de “fideicomiso al costo”, en atención al beneficio económico que reciben aquellos inversores iniciales en el proyecto, toda vez que su participación en el financiamiento de la obra desde su comienzo, será sustancialmente inferior al valor que los mismos tendrían que aportar si adquirieran el mismo inmueble en el mercado una vez terminado.

Bajo esta estructura es el fiduciario quien detentará la propiedad fiduciaria del proyecto edilicio durante la etapa del desarrollo y construcción de la obra, pudiendo a tales fines celebrar los contratos de construcción y comercialización del proyecto con la empresa constructora y el desarrollador, respectivamente, en atención a que estas tareas en definitiva exceden la función primordial del fiduciario en el negocio.

Una segunda modalidad dentro de esta estructura privada residiría en que al momento de la constitución del fideicomiso no exista el terreno en el que debería desarrollarse el proyecto, en cuyo caso el único activo fideicomitado lo constituirá el dinero aportado por los fiduciantes/beneficiarios, y con el cual el fiduciario –actuando en representación del fideicomiso- debería adquirir el mismo a los fines de la construcción de la obra.

Finalmente, y en segundo lugar, corresponde referirnos a la instrumentación de un proyecto inmobiliario a través de la constitución de un fideicomiso financiero, con el alcance de la definición otorgada a este producto en el punto III de este trabajo, al cual nos remitimos.

Al respecto, al recurrir necesariamente esta estructura al mercado de capitales, serán beneficiarios del fideicomiso todos aquellos inversores (individuales e institucionales) que adquieran los valores negociables fiduciantes (deuda y/o capital) emitidos bajo dicho fideicomiso financiero, pudiendo a estos fines los beneficiarios asumir también la posición de fiduciantes, o bien en forma alternativa, esta última posición sería ejercida por aquella persona que transfiera al fideicomiso la propiedad fiduciaria del terreno en el que se desarrollará la obra, recibiendo una contraprestación como resultado de tal transferencia.

Debe asimismo tenerse en consideración que el repago de los valores negociables fiduciantes se realizará con el propio producido de la explotación de la obra una vez terminada, ya sea a través de los fondos obtenidos como consecuencia de la venta a terceros de las unidades del proyecto, o bien con los fondos generados por el alquiler y/o leasing de dichas unidades, las cuales podrían estar afectadas a distintos usos (por ejemplo: oficinas comerciales y/o a vivienda familiar).

V. Conclusiones

Para concluir con nuestro trabajo, a continuación sintetizamos los principios desarrollados bajo el mismo:

- 1) El fideicomiso se ha posicionado –clara e indudablemente- como una estructura legal apta para el desarrollo de distintos modelos de negocios en el mercado Argentino. Su existencia se basa en la actuación de dos partes independientes, el fiduciante y el fiduciario, respectivamente;
- 2) Tal posicionamiento se destaca con particular énfasis en la constitución de fideicomisos financieros, por una parte, y a través de una “segunda generación” en el uso de este producto, por la otra, en este último caso mediante la generación de una serie de emprendimientos –con sus particularidades propias-, entre los que deben destacarse los siguientes: fideicomisos de infraestructura de la economía real, fideicomisos para el financiamiento de *venture capital/private equity*, proyectos inmobiliarios, asociación público-privada, y planes de retiro privados;
- 3) El fideicomiso financiero constituye una fuente alternativa al financiamiento tradicional, por la cual el tomador de fondos (que asume la posición de fiduciante) transfiere al fiduciario financiero la propiedad fiduciaria de determinados activos, los cuales constituirán –como principio general- la única fuente de repago de los valores negociables fiduciarios emitidos bajo dicho fideicomiso;
- 4) El fideicomiso financiero es un novedoso producto que se encuentra regulado por un plexo legal y regulatorio integrado por el régimen de oferta pública de valores negociables, las regulaciones del Banco Central de la República Argentina que le resultan de aplicación, y por las normas de la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP), en este último caso en materia tributaria, respectivamente;
- 5) El fideicomiso se crea mediante la negociación y redacción de un contrato, el cual se sustenta en el principio general de la “autonomía de la voluntad” (libertad de contenidos), siendo la aplicación de dicho principio limitada únicamente por una serie mínima de disposiciones de “orden público”; y,
- 6) En síntesis, es evidente que el fideicomiso, como vehículo legal para el desarrollo de un emprendimiento, posee una serie de ventajas que lo tipifican, entre las que merecen precisarse:
 - (i) el activo del fideicomiso constituye un “activo separado” respecto al del fiduciante y del fiduciario;
 - (ii) las obligaciones a cargo del fideicomiso serán solventadas únicamente –como principio general- por el activo fideicomitado; y,
 - (iii) la constitución del fideicomiso crea un “vehículo de naturaleza no corporativa”, por el cual el fiduciario actúa en su representación ante terceros, y no a título personal.

Referencias:

Rodolfo G. PAPA, 28/01/2005, “A diez años del uso del fideicomiso como instrumento de negocios”. Diario El Cronista;

Rodolfo G. PAPA, 2/3/2005, “Argentina: new rules create “gas trusts” as a project finance vehicle”. Latin America Energy Report;

Rodolfo G. PAPA, 17/3/2005, “El financiamiento de proyectos en la industria del gas”. Diario El Cronista;

Rodolfo G. PAPA, 11/4/2005, “The government introduces gas trusts as a new vehicle to fund pipelines expansion”. Latin America Energy Report;

Rodolfo G. PAPA, 26/5/2005, “Developing project finance options in the Argentina`s gas industry”. Latin America Energy Report;

Rodolfo G. PAPA, 25/7/2005, “Re-examining the Argentine Trust Act”. Venture Equity Latin America;

Rodolfo G. PAPA, 12/10/2005, “Los nuevos usos del fideicomiso”. Diario El Cronista;

Rodolfo G. PAPA, Junio 2005, “La utilización del fideicomiso como vehículo para el financiamiento de proyectos en la industria del gas”. Suplemento de Derecho Económico de El Dial;

Rodolfo G. PAPA, 14/11/2005, “Latest developments in the use of trusts in the Argentine Corporate Market”, Venture Equity Latin America;

Rodolfo G. PAPA, Abril 2006, “Algunas reflexiones sobre la actualidad y perspectivas del mercado legal corporativo y financiero Argentino”, Suplemento de Derecho Económico de El Dial;

Rodolfo G. PAPA, 9/04/2007, “Camino al fideicomiso financiero de gas”, Diario El Cronista.

Jorge R. HAYZUS, Año 2000, “Fideicomiso. Editorial Astrea.

“Instrumentos Innovadores para el financiamiento en el Cono Sur”, Abril 2003. Departamento de Desarrollo Sostenible. Banco Interamericano de Desarrollo (BID).