Securitización[1]

Héctor Alegria

Sumario: *Capítulo I: Presentación. Capítulo II: Securitización. Conceptos generales.* 1. *Esquema básico.* 2. *Definiciones.* 3. *Cuestiones terminológicas. Capítulo III: Algunos temas actuales.* 1. *Nuevas clases de securitización y de activos securitizados.* 2. *Aspectos de la cesión de cartera.* 2.1. *La cartera, el acto único y la cesión global.* 2.2. *Notificación al deudor cedido.* 2.3. *Las excepciones y defensas oponibles al cesionario.* 2.4. *La cesión de créditos futuros.* 3. *La "vigilancia prudencial". Reglas de Basilea.* 4. *La "separación de cartera" frente al concurso. Capítulo IV: Valoración crítica y futuro.* 1. *Valoración crítica.* 2. *El futuro de la securitización.*

Capítulo I – Presentación

Cuando en los primeros meses de 1993 elaboramos un trabajo sobre *Securitización*, presentando este instituto y acompañándolo con un proyecto de reformas a la legislación[2], la figura era relativamente nueva en

[1] Como ocurriera en una anterior oportunidad (ver *Revista de Derecho Privado y Comunitario*, Nº 2002-3, p. 145) mientras concluíamos un trabajo sobre securitización, llegó a nuestras manos el excelente artículo de Villegas, Marcelo y Kenny, Mario, *El fideicomiso financiero y los bancos*, que se publica en este mismo número y que, con el reconocido prestigio de sus autores, abarca muchos aspectos cuya reiteración resultaría superflua, por lo que en esta colaboración nos centraremos en algunos puntos especiales.

[2] Ver: estudio del Dr. Alegria, Héctor, *Securitización. Documentos de trabajo y bases para una reforma legislativa*, Buenos Aires, 1993. Este trabajo fue elaborado por el autor y la Dra. María Teresa Pintos, con análisis de los antecedentes y principales problemas, y contenía proyectos sobre modificaciones al Código Civil (especialmente en lo relativo a la cesión global de créditos y su notificación; al fideicomiso financiero y a la subordinación); modificaciones a la Ley de Prenda con Registro sobre cesión global de créditos

Revista Latinoamericana de Derecho

Año III, núm. 6, julio-diciembre de 2006, pp. 13-51

ciertos países[3], muy reciente y en plenos albores en algunos[4] y, finalmente,

prendarios; modificaciones a la Ley de Concursos, excluyendo de la acción revocatoria concursal a los portadores de certificados de participación en préstamos o cuotapartes de fondos comunes de créditos, sin perjuicio de las responsabilidades del cedente y/o la sociedad gerente de fondos comunes de crédito; modificaciones al Código Penal previendo sanciones cuando el cedente hubiera ocultado causales de invalidez, pagos u otras defensas relativas al crédito cedido, o aceptare pagos con posterioridad a la cesión y también respecto del fiduciario cuando, en contra de los fines de la fiducia, dispusiere, gravare o perjudicare los bienes que le fueron transmitidos. También se acompañaba en Anexo II un "Proyecto de ley de fondos comunes de créditos" en 27 artículos y en Anexo III el "Proyecto de circulares del Banco Central de la República Argentina", referidos a la emisión de certificados de participación en préstamos, a su colocación y a la aplicación de los fondos recibidos. En Anexo IV se mencionaban algunos antecedentes legales y de securitizaciones concretas en el mundo y, finalmente, una *addenda* bibliográfica. Véanse comentarios sobre esa presentación en Lisoprawski, Silvio V. y Kiper, Claudio M., *Fideicomiso. Dominio fiduciario. Securitización*, Depalma, Buenos Aires, 1995, p. 11, nota 9; p. 25, nota 1 y p. 59, nota 5, y también cita en nuestra conferencia *Encuadre legal y regulatorio para implementar la securitización en Argentina*, en el seminario sobre *Securitización de activos* organizado por el Institute for International Research los días 23 y 24 de noviembre de 1993, en Highton, Elena; Mosset Iturraspe, Jorge; Paolantonio, Martín y Rivera, Julio César, *Reformas al Derecho Privado. Ley 24.441*, Rubinzal-Culzoni, Santa Fe, 1995, p. 420, nota 1 y p. 60, nota 4. Muchas de esas iniciativas, con las lógicas variaciones de los contextos y de las épocas, se trasvasaron después a proyectos de ley y a leyes y reglamentaciones concretas.

[3] Si bien hay acuerdo en sus comienzos en Estados Unidos, se puntualiza que tal como ahora se la conoce, la securitización se habría desarrollado a partir de los años setenta del siglo anterior (cfr. Frankel, *Securitization. Structured Financing, Financial Assets Pools, and Asset-Backed Securities*, Little, Brown & Co., Boston, Toronto, Londres, 1991, ps. 29 y ss.), indicándose incluso una operación en particular (en 1970, operación de títulos garantizados por GNMA –*Government National Mortgage Association*–); otros destacan "antecedentes" más remotos, pero con sentido de "precursores". También en Inglaterra existen antecedentes que quizá puedan situarse en la década de 1980, al igual que en Francia, siempre dentro de las actuales características. Cox, Kenneth, *Introduction and overview*, en Bonsai, David C., *Securitisation*, Butterworths, Londres, 1990, ps. 7 y ss., afirma que la "primera emisión pública de *mortgage-backed securities* en Inglaterra, fue lanzada en enero de 1985 por una sociedad vehículo llamada *Mortgage Intermediary Note Issuer (Nº 1)-Amsterdam BV ('MINI')*". En ese mismo volumen se lee el artículo de Quéré, Michel, *Securitisation in France: Tritisation*, ps. 264/81, en el que el autor afirma que si bien hasta fines de 1989 no existían operaciones que pusieran en juego las normas de la ley del 23 de diciembre de 1989 (Nº 89-1201, llamada *Loi Dailly*), en esa época y al momento de redacción del trabajo se había anunciado la creación del primer Fondo Común de Créditos, denominado "CAC-*Tritisations*", y se esperaba para 1990 el lanzamiento de otros. Ferran, Eilis, *Mortgage securitisations. Legal aspects*, Butterworths, Londres, 1992, analiza la evolución inglesa y la compara con la de EE. UU. (Capítulo I).

[4] Véase la identificación de "fases" de su evolución en Almoguera Gómez, Ángel,

no se había introducido y desarrollado en otros, como en Argentina[5]. A más de veintidós años el panorama mundial ha cambiado drásticamente, en el sentido de la legislación y de la práctica de la securitización (que han progresado y crecido). Al propio tiempo la bibliografía jurídica, al par que la financiera, contable e impositiva sobre este fenómeno, ha aumentado casi exponencialmente, al punto que sería difícil mencionarla en un elenco exhaustivo y completo.

El abordaje del instituto es necesariamente interdisciplinar[6] y aun lo es dentro del Derecho mismo, en el que se conjugan campos de distintas áreas jurídicas[7]. La fragua de los preceptos necesarios para contener y consolidar el sistema nos lleva a recordar la frase de Fernando Sánchez Calero, en el Prólogo de un libro sobre la materia[8], quien resaltaba la necesidad del trabajo científico para preceder al legislativo y la imperiosa relación entre la importancia cuantitativa de estos institutos y el examen cualitativo de los mismos desde el punto de vista jurídico[9].

La titulización crediticia (un estudio interdisciplinar), Bolsa de Madrid, Civitas, Madrid, 1995, ps. 61 y ss., quien decía que en España la "materia [era] casi desconocida hace tres años en España" (p. 19, el libro apareció en 1995). Para un panorama de la evolución de la securitización en Europa, en tiempos cercanos a la gestación de nuestras normas, véase Stone, Charles; Zisso, Anne y Lederman, Jess, *Asset Securitisation: theory and practice in Europe*, Euromoney Books, Londres, 1991.

[5] Véase el trabajo indicado en nota 2 y las opiniones de nuestra doctrina (Lisoprawski, Silvio, *La securitización. Necesidad de una legislación del fideicomiso financiero*, en L. L. 1994-B-1174). Con anterioridad, en Argentina fue importante el mercado de "cédulas hipotecarias", si bien su estructura no responde totalmente a los caracteres actuales de la securitización.

[6] Nieto de Alba, en el Prólogo a Almoguera Gómez, ob. cit., p. 13.

[7] Castilla, Manuel, *Titulización de créditos*, Civitas, Madrid, 2002, ps. 22/3, quien dice: "Considérese que sólo la construcción de un modelo sobre los efectos patrimoniales de la utilización permite una apreciación unitaria de los diferentes preceptos relevantes para ella, que exceden, con mucho, el contenido de las dos disposiciones generales –la Ley 19/1992 y el citado RD 926/1998– aprobadas al efecto. En el entramado normativo de la operación intervienen instituciones jurídicas procedentes de varios sectores del derecho mercantil privado –como el derecho de contratos, el concursal o el societario– y público –principalmente, la normativa del mercado de valores, pero también la regulación prudencial bancaria–, la tarea que nos proponemos en este trabajo es establecer el sentido concreto que la aplicación de cada una de estas normas juega en la trama general de la titulización, determinando los límites con que cada una de las figuras ha de utilizarse para optimizar el bienestar colectivo".

[8] Sánchez Calero, Fernando, en el Prólogo a Tapia Hermida, Alberto Javier, *Sociedades y fondos de inversión y fondos de titulización*, Dykinson, Madrid, 1998.

[9] Sánchez Calero, ob. cit., p. 8, quien dice: "Cuando comencé a estudiar esa expe-

Capítulo II – *Securitización. Conceptos generales*

1. Esquema básico

Puede decirse, a modo de explicación, que la *securitización* es un proceso financiero que consiste –básicamente– en transferir una cartera razonablemente homogénea de créditos o ciertos activos para que quien los recibe emita títulos susceptibles de ser colocados y negociados en un mercado. De esta forma se habla (a nuestro juicio impropiamente[10] en términos jurídicos) de *transformación* de los créditos o activos en valores negociables.

El esquema básico podría diagramarse como lo haremos enseguida, teniendo en cuenta que aquel que cede los créditos o activos al comienzo de la cadena es el acreedor o titular (originario) y por tanto se le llama *originante*. Los créditos o bienes se transmiten a lo que se ha dado en llamar *vehículo,* precisamente para trasuntar la neutralidad respecto de qué persona o instrumento se utiliza concretamente en cada caso, de manera de permitir recurrir a distintas instrumentaciones según las legislaciones y según la conveniencia de cada negocio particular. A este vehículo se le suele llamar *vehículo con finalidad especial ("special purpose vehicle" – SPV)* y puede acudirse, a tales fines, a un fideicomiso[11], a un

riencia, me di cuenta de la dificultad de encontrar en el Derecho continental de tradición romanista un régimen adecuado para estas instituciones. Aun cuando aquellas notas y el material recogido no se plasmaron en una publicación, quedé convencido de la necesidad de ese estudio para reparar el camino de la regulación legislativa de las figuras americanas que habrían de transplantarse al Derecho continental europeo, estando convencido del acierto de la idea del maestro Ascarelli que afirmaba que el trabajo científico debe preceder al legislativo [...] La importancia cuantitativa de estos fondos de inversión no se ha visto acompañada, en la medida necesaria, por un examen cualitativo de los mismos desde el punto de vista jurídico. En el régimen de estas Instituciones hay zonas sombrías –como, por ejemplo, la de los parámetros de diligencia exigibles a sus sociedades gestoras– que precisan de un examen detenido por parte de los juristas".

[10] Vid. infra, nota 18.

[11] Rodríguez Azuero, Sergio, *Negocios fiduciarios. Su significación en América Latina*, Legis, Bogotá, 2005, p. 507, dice que el fideicomiso es la figura "que mejor se acomoda a las finalidades del proceso". Mantilla, Fernando R., *El fideicomiso financiero*, en L. L. 1995-D-1103, dice que: "El fideicomiso financiero es un instrumento hecho a medida para securitizaciones".

fondo común (de créditos o de inversión directa) o a una sociedad con objeto específico[12]. Los inversores que adquieren los títulos (que algunos llaman *valores de securitización o titulización*) son generalmente llamados *beneficiarios*. A estas *partes* las hemos llamado, junto con el *tomador/colocador* de la emisión, partes *necesarias*, mientras que identificamos, en su momento, como partes *contingentes* a personas que puedan actuar o no según el caso concreto: el *administrador de cartera* (en algunos casos es el propio originante y en otros el mismo vehículo, pero puede ser un tercero –*servicer*–), el *depositario de los instrumentos o créditos*, la *sociedad calificadora de riesgo*, el *garante* y el *proveedor de fondos*[13]. Pueden actuar, también, un agente de pago, agentes especiales de custodia, de registro, etcétera.

Reproduciendo un material que utilizábamos en las primeras exposiciones sobre el tema tendríamos el gráfico que se expone en la página siguiente.

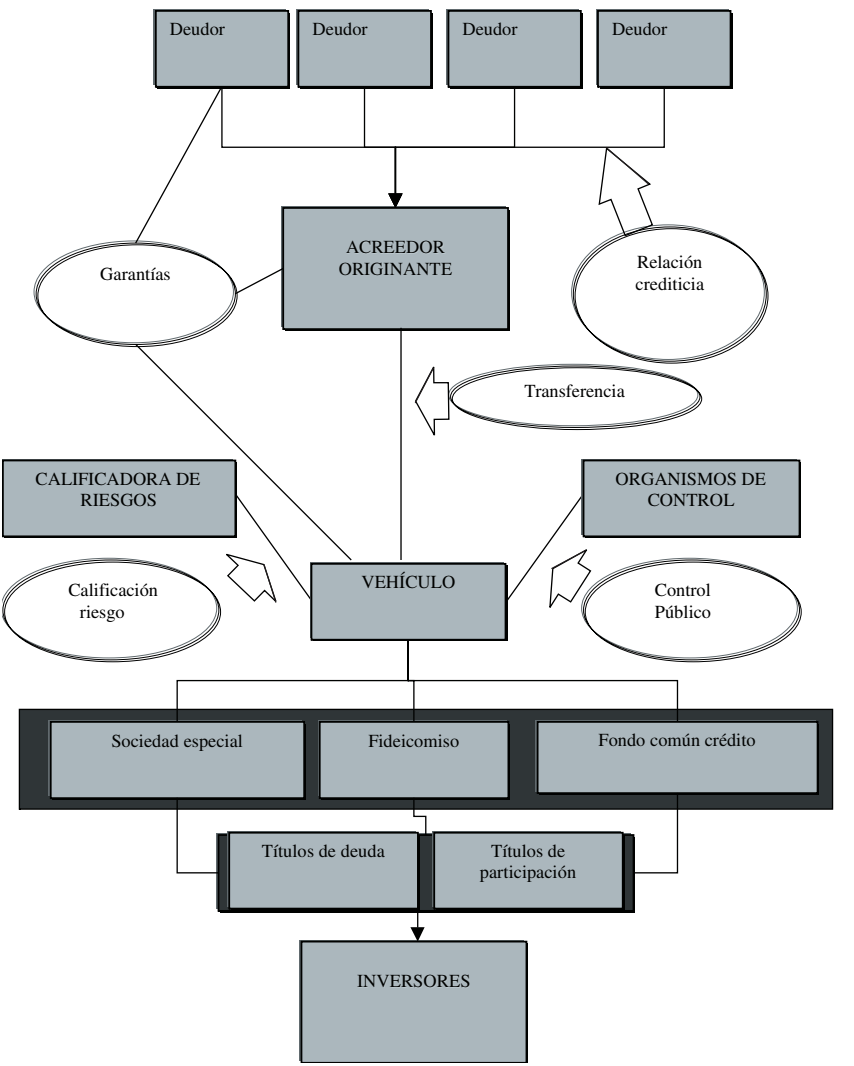
2. Definiciones

Conscientes que *definir* es, en cualquier ciencia, arte o campo del conocimiento, una materia compleja, asumimos que la misma tarea relativa a una institución jurídica tiene particularidades que requieren especial cuidado. Es bastante frecuente que con la intención de definir el perfil jurídico de una institución sólo se incorpore una descripción de su realidad o regularidad económica, moral, política, etcétera[14].

[12] Aun cuando desde el punto de vista teórico podría ser una sociedad sin objeto específico para estos negocios, esa situación debilitaría la solidez de la figura, sobre todo frente al concurso del originante o del vehículo.

[13] Ver trabajo mencionado en nota 2, Cap. V.

[14] Como ocurría cuando en el dec. 4777/63 se identificaba al cheque como "una orden de pago pura y simple librada contra un banco en el cual el librador tiene fondos depositados a su orden en cuenta corriente bancaria o autorización para girar en descubierto". Juzgando esta definición con la estructura y los efectos que debía tener como tal, podía llegarse a la conclusión de que cuando el librador no tenía cuenta corriente o teniéndola, no tenía fondos suficientes o autorización para girar en descubierto, el instrumento librado no era cheque. Por eso algunos autores cuando tratan de conceptuar la securitización señalan que se trata de una remisión a las funciones financieras y no propiamente de una *definición jurídica* (ver Lisoprawski, en Lisoprawski y Kiper, ob. cit., p. 11).


Deudor
Deudor
Deudor
Deudor
ACREEDOR ORIGINANTE
Garantías
Relación crediticia
Transferencia
CALIFICADORA DE RIESGOS
ORGANISMOS DE CONTROL
Calificación riesgo
VEHÍCULO
Control Público
Sociedad especial
Fideicomiso
Fondo común crédito
Títulos de deuda
Títulos de participación
INVERSORES

La doctrina ha ensayado distintas "definiciones". Así, por ejemplo, Almoguera Gómez, después de criticar una serie de ellas[15], termina ensayando la suya diciendo: "es el proceso mediante el cual los flujos financieros originados por una agrupación predeterminada de operaciones crediticias, que son cedidas básicamente por entidades financieras, se destinan, una vez transformados, a la emisión de valores negociables atendidos con dichos flujos". Sin extendernos demasiado sobre esta interesante posición, podríamos señalar que esta definición contiene algunos elementos que no la hacen adecuada para el concepto actual de la figura. Así, por ejemplo, la necesidad de que los activos subyacentes sean "operaciones crediticias" (por cuanto pueden ser también otros activos fijos[16] o bienes), que sean cedidas "básicamente por entidades financieras"[17] y que haya una transformación de los activos[18].

También en el Derecho español, más cercanamente, Payá Pujadó dice: "Podemos ahora definir la titulización en los siguientes términos: es el proceso financiero en virtud del cual el titular de una cartera de derechos de crédito y beneficiario de la financiación, la entidad originadora, acude a los mercados de capitales mediante la interposición de una entidad instrumental que emite valores negociables cuyas obligaciones de pago están únicamente respaldadas por la cartera de derechos de crédito que la entidad originadora cede a la entidad instrumental, y por los mecanismos de mejora crediticia que la entidad instrumental establezca al efecto"[19].

Entre nosotros y más cercanamente se ha expresado: "Podemos definir a la securitización como una operación financiera por medio de la

[15] Almoguera Gómez, ob. cit., ps. 27 a 30, donde cita ciertas "aproximaciones" de distintos autores (Salem, Sánchez-Asiaín, Cummings, Henderson y Scott, Morrisyn, Rosenthal y Ocampo), y otras que estima más precisas como las de Freixas y Valero, Hull y Shaw, entre otros (que reproduce en la nota 19). Remitimos allí para la consulta de las definiciones, para abreviar este trabajo.

[16] Como ocurre en la Argentina con los fondos de inversión directa.

[17] Desde que el *originante* puede ser –en principio– cualquier persona.

[18] El propio Almoguera Gómez había criticado el concepto de *transformación* en la p. 29, punto 1. En realidad esto muestra una vez más la descripción económica frente a la tipificación jurídica. Es cierto que hay una cierta transformación económico-financiera, pero jurídicamente los créditos originales y los valores emitidos como consecuencia de la securitización mantienen, unos y otros, su propia identidad. Es decir, no se transforman.

[19] Payá Pujadó, Alejandro, *Régimen legal de la titulización*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2002, ps. 58/9.

cual se obtiene un activo líquido, tal como títulos valores con oferta pública, a partir de activos ilíquidos (tales como derechos creditorios o derechos de cobro, entre otros) que son aislados en una sociedad o patrimonio de afectación ad hoc"[20].

Kiper y Lisoprawski reiteran, en su última publicación, una definición ensayada anteriormente y dicen: "Reelaborando una definición de Steven L. Schwarcz, decimos que la securitización es una forma de acelerar el ciclo del flujo de distintos negocios, utilizando como base diversos activos agrupados y creando con ellos estructuras convenientemente aisladas para que aseguren un grado suficiente de garantías a las fuentes de financiamiento, que se alcanzarán mediante la colocación de títulos-valores o participaciones en el flujo de fondos producidos por esos activos subyacentes"[21].

Paolantonio, después de analizar muchas definiciones cuya transcripción estima útil sólo "desde una perspectiva descriptiva", concluye que "básicamente la securitización o titulización consiste en el proceso de convertir los flujos de fondos originados por activos ilíquidos en títulos valores –denominados por ello *asset-backed securities*–, los que se colocan entre los inversores"[22].

Paradójicamente vemos cierto peligro en ensayar una definición pues, como se ve a través de la lectura de las aproximaciones ensayadas por la doctrina, muchas de esas pretendidas "definiciones" han sido superadas con una práctica muy dinámica y, otras veces, limitadas por una legislación concreta.

Al día de hoy podríamos brindar otro ensayo (por tanto provisorio), maleable de acuerdo a las circunstancias antedichas, diciendo que se trata de un *proceso de carácter financiero mediante el cual el titular de bienes (llamado a este efecto originante) los transmite a un vehículo con el fin de*

[20] Malumián, Nicolás; Diplotti, Adrián G. y Gutiérrez, Pablo, *Fideicomiso y securitización. Análisis legal, fiscal y contable*, 2ª ed., La Ley, Buenos Aires, 2006, p. 174.

[21] Kiper, Claudio M. y Lisoprawski, Silvio V., *Tratado de fideicomiso*, Depalma, Buenos Aires, 2003, p. 567. Los autores reelaboran la definición de Schwarcz, tomada del trabajo citado en nota 2. Este autor decía: la securitización es "una forma de acelerar el ciclo del flujo de distintos negocios, utilizando distintos activos como base para la aceleración y creando estructuras que le darán el grado suficiente de garantía a las fuentes de financiamiento, de forma de obtener recursos líquidos".

[22] Paolantonio, Martín Esteban, *Operaciones financieras internacionales*, Rubinzal-Culzoni, Santa Fe, 1997, ps. 318/9.

que éste emita sobre la base de ellos valores negociables[23] *susceptibles de ser colocados y/o negociados mediante oferta pública.*

Decimos así que:

a) Es un *proceso*, en tanto se requiere de una serie sucesiva de actos concatenados y vinculados funcionalmente entre sí, en el que se apela a institutos que individualmente pueden tener también otros fines (por ej., la cesión de derechos, la creación de un fideicomiso, la sociedad, la emisión de títulos valores);

b) que el originante transmite *bienes*, en el sentido del artículo 2312 del Código Civil, comprendiendo cosas y "objetos inmateriales", comprendiendo entre éstos, también, a los derechos, incluso sobre objetos inmateriales[24];

c) que los *transmite* o *transfiere*, por cuanto esa transferencia puede ser realizada por distintos modos y títulos, según la naturaleza de los bienes transmitidos[25] y la extensión de los derechos conferidos al adquirente[26];

d) los transmite a un *vehículo,* que, tal como hemos dicho anteriormente, puede tener distinta tipificación jurídica, pues puede tener personalidad o no tenerla[27];

[23] La definición de valores negociables está contenida, ahora, en nuestra legislación en el dec. 677/01, al que remitimos. Un comentario sobre la interpretación precisa de este término y sus alcances requiere todavía un largo camino en la Argentina, que ha sido emprendido, entre otros, por Paolantonio, Martín E., *Obligaciones negociables*, Rubinzal-Culzoni, Santa Fe, 2004, ps. 36/38, y por Ponce Navelino, María I., *Valores negociables e instrumentos financieros según el derecho de mercado de capitales argentino*, en L. L. 2003-F-1110. Véase también Sánchez Calero, Fernando, *Artículo 2: Valores negociables*, en el volumen *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta de valores (OPVs): Comentario sistemático del RD 291/1992*, dirigido por el mismo autor, Madrid, 1995.

[24] Pues en las llamadas securitizaciones sintéticas cabe admitir la securitización de "derivados y hasta de los productos emergentes de otras securitizaciones". Ver el volumen dirigido por De Vries Robbé, Jan Jobb y Ali, Paul U., *Securitisation of Derivatives and Alternative Asset Classes. Yearbook 2005*, Kluwer Law International, La Haya, 1995. Ver desarrollo del tema infra, Capítulo III, 2.

[25] Si bien lo ordinario es la cesión de derechos, que estudiaremos más abajo, también esa transmisión puede ser por otras vías requeridas por el bien transmitido, como escritura pública, endoso, entrega del bien, etc.

[26] Por cuanto puede no transmitirse el dominio o la titularidad plena sobre el bien sino ciertos derechos sobre el mismo (o constituirse ciertos derechos, como por hipótesis podría ser un usufructo o la transmisión parcial con derecho total o parcial al remanente).

[27] En este caso la transferencia del derecho se hará a quien tenga la capacidad legal

e) que son *susceptibles* de ser *colocados o negociados* mediante *oferta pública*. En primer lugar, porque no necesariamente la colocación o negociación por oferta pública es una característica esencial de la securitización; en efecto, existen operaciones en las que se recurre a la colocación privada o que distintas normas califican como colocación privada[28].

En segundo lugar, la recurrencia al *mercado de valores* puede ser para la oferta *primaria* y *secundaria* o solamente para alguna de ellas; y en tercer lugar la colocación por oferta pública puede ser en *cualquiera de los mercados* autorizados para negociación según el tipo de valores emitidos (previa autorización de la bolsa o mercado respectivo, lo que en las Bolsas de Comercio se denomina *cotización*).

3. Cuestiones terminológicas

El proceso financiero que hemos llamado hasta aquí securitización ha tenido distintas denominaciones en otros idiomas. Así, por ejemplo, reconociendo su origen en Estados Unidos en la década de 1970, se le llamó *securitization* y es el término ordinariamente utilizado en ese ámbito[29]. Curiosamente, en el Derecho inglés se le llama *securitisation*[30], lo que es frecuentemente reiterado por leyes y doctrina de países de raíz

para actuar por la figura jurídica o patrimonio de afectación (fondo común de inversión o de créditos, fondo de inversión directa o fideicomiso), a quien quedará imputada la titularidad de los derechos transmitidos.

[28] La "colocación privada" no ha sido concretamente definida en nuestro plexo normativo, aun cuando existen algunas referencias ("Normas" de la Comisión Nacional de Valores, t. o. 2001, a enero de 2006, Cap. XVIII, punto 2, *Remate de valores negociables*). En concreto, existen colocaciones que han utilizado esta alternativa. Véase PETKOVIC, Denis, *New Structures: "Whole Business" Securitisations of Project Cash Flows*, en *Journal of International Banking Law*, 2000, p. 189, quien dice: "Si los valores a emitir serán ofrecidos públicamente, entonces los términos y convenciones comúnmente usados en el Mercado deben ser aplicados, incluyendo la necesidad de ser calificados (*rateds*). Las ofertas privadas pueden contener cláusulas hechas a medida del inversor o inusuales. Cuando los títulos van a ser cotizados es poco probable que coticen más alto que la cotización de los papeles del vendedor si no hay una sustancial eliminación del riesgo del crédito".

[29] Frankel, ob. cit., t. I, ps. 3 y ss.

[30] Por ej., Wood, Philip R., *Title finance, Derivatives, Securitisation, sett-off and Netting*, Sweet & Maxwell, Londres, 1995.

inglesa[31]. En el Derecho francés se le denomina *titrisation*[32], mientras que en el italiano se le llama *cartolarizzazione*[33].

Es clásico decir que en esta materia y en varias de sus figuras o instrumentos se utilizan diversas denominaciones y acrónimos[34].

En la lengua española ocurre una situación particular. Muchos autores, aun considerando un neologismo o anglicismo, utilizan el término *securitización*[35]; otros, reconociendo la misma tacha (neologismo o anglicismo), prefieren optar por una traducción a un vocablo español que abrace el sentido del término inglés y eligen utilizar *titulización*[36]. Sin embargo no concluyen allí las opciones. En algunos ámbitos se le denomina *titularización*[37] y en otros *bursatilización*[38]. Paradójicamente, la búsqueda del tér-

[31] Ver De Vries Robbé y Ali, ob. cit., p. 24.

[32] Granier, Thierry y Jaffeux, Corynne, *La titrisation*, 2ª ed., Económica, París, 2004. Igual denominación se utiliza en el Derecho luxemburgués y en el belga, además de países francófonos de África: Deckon, François Kuassi (Togo), *La notification de la cession de créances professionelles*, en *Revue Trimestrielle de Droit Commerciale*, Nº 4, oct.-dic. de 2005, ps. 649 y ss.

[33] Ver Ferro-Luzzi, Paolo, *La cartolarizzazione. Commento alla legge n. 130/99*, editores Paolo Ferro-Luzzi y Carlo Pisanti, Giuffrè, Milán, 2005; Galletti, Danilo y Guerrieri, Gianluca, *La cartolarizzazione dei crediti*, Il Mulino, Bolonia, 2002 y ley del 30-4-99, Nº 130, denominada *Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti.*

[34] Siglas como ABS: *Asset Backed Securities*; CMOs: *Collateralized Mortgage Obligations*; FTA: *Fondo de Titulización de Activos*; FTH: *Fondo de Titulización de Hipotecas*; FTPYME: *Fondo de Titulización de la Pequeña y Mediana Empresa*; IOs: *Interest-only securities*; MBS: *Mortgage-backed securities*; CDO: *Collateralized debit obligation* y SPE (SPV): *Special purpose entity (vehicle)*. Véase entre otros *Glossary* provisto por Nomura en *Asset Securitisation Report* en www.asreport.com/glossary.cfm.

[35] Lisoprawski, en Lisoprawski y Kiper, ob. cit., p. 11; Leyva Saavedra, José, *Contratos de financiamiento*, Unilaw, Lima, 2004, ps. 245 y ss., con interesantes ejemplos de cada denominación en castellano, donde dice: "El término securitización tampoco ha escapado de la vieja costumbre de la rebautización".

[36] Kenny, Mario Oscar, *Titulización y fideicomiso financiero*, 2ª ed., Errepar, Buenos Aires, 2005, p. 1, y algunos de los autores españoles citados, por ej., Almoguera Gómez, ob. cit., ps. 26 y ss., y Payá Pujadó, ob. cit., ps. 67 y ss., y sus remisiones.

[37] Rodríguez Azuero, ob. cit., ps. 507 y ss.

[38] Así se la denomina en México. Un autor español, con razón, expresa que debió decirse "valorización", porque referirse a título parece tener relación con el documento en su faz material, mientras que la legislación y la doctrina actual concordante hablan de "valores negociables". Vid. Madrid Parra, Agustín, *La movilización de títulos hipotecarios mediante la emisión de valores (Securitización)*, en *Derecho de los negocios* (revista), Nº 5, 1991, ps. 15 y ss., y especialmente ps. 18/9, y *Marco legal de la titulización de activos financieros en España*, en *Perspectivas del sistema financiero*, Madrid, Nº 44, ps. 21 y ss.

mino más apropiado motivó algunos debates, como el referido respecto del trámite parlamentario de la ley 19/1992 de España[39], que finalmente adoptó el giro *titulización* (aun cuando por error en algunos preceptos se hablaba de *titulación*, lo que fue corregido)[40].

Actualmente debemos tener en cuenta que la falta de adopción de un vocablo que se aplique al instituto, en el Diccionario de la Real Academia Española, ha sido subsanada por la vigésima segunda edición de ese Diccionario (Madrid, 2001), en el cual *titulizar* figura con la significación de "convertir determinados activos, generalmente préstamos, en valores negociables en el mercado", y *titulización* es la "acción y efecto de titulizar"[41]. Entre nosotros, se han utilizado securitización y titulización, aun cuando en normas oficiales es generalmente empleada la segunda[42].

Para acercarnos a alguna conclusión, creemos, en primer lugar, que la afinación del concepto en su teoría irá llevando también a una razonable convergencia idiomática. Por otro lado, nos parece que estas dos últimas opciones (sin desconocer las otras usadas por autores de idioma español) parecen tener cierta mayor utilización, pudiendo reputárselas sinónimos[43].

Por nuestro lado usamos hace tiempo el giro "securitización", no por apego a pacatas o dependientes sumisiones idiomáticas[44], sino porque nuestro idioma no tenía vocablo para el fenómeno y la "castellanización simple" del inglés, como en otros casos, identifica con cierta uniformidad la materia, generando un término técnico (como ocurre, por ejemplo, en el

[39] Almoguera Gómez, ob. cit., p. 26, nota 6, quien reproduce un texto del Diario de Sesiones del Congreso de los Diputados, donde consta que el entonces diputado Rodrigo Rato dijo con relación al vocablo titulización: "los propios servicios del Senado advierten a los Grupos Parlamentarios que no aparece en los diccionarios de la Real Academia Española de la Lengua, en el María Moliner, en el Julio Casares ni tampoco en los diccionarios jurídicos básicos de la edición Neo-Ediciones ni en el diccionario jurídico Espasa".

[40] Payá Pujadó, ob. cit., ps. 68/69.

[41] T. II, p. 2184.

[42] Ver nota 58; por ej., ley 25.080, infra nota 56 y disposiciones del Banco Central de la República Argentina, infra nota 125.

[43] Payá Pujadó, ob. cit., ps. 70/1, llega a similar conclusión, si bien después advierte un peligro diverso, consistente en utilizar un mismo vocablo con dos sentidos técnicos no iguales (lo que entiende ocurre en la titulación o securitización, como lo afirmó en las ps. 47 y ss., al analizar la "titulización" en sentido amplio sobre la base de la posición de Frankel).

[44] Ver nota 45.

caso del leasing y del factoring)[45]. La "traducción" no literal (titulización) es una novedad o innovación por la que transita el Diccionario mayor de nuestra lengua, después de que autores hispanoparlantes y algunas normas legales la usaron quizá por influencia de ese uso[46].

Capítulo III – *Algunos temas actuales*

1. Nuevas clases de securitización y de activos securitizados

Era clásico señalar que la securitización podía diferenciarse en tres clases razonablemente estándares. Las tradicionales fueron originadas en el Dere-

[45] Ver el Diccionario antes citado, t. II, p. 1357, que incorpora la palabra *leasing* como "voz inglesa" pero reconocida dentro de las del idioma. Con relación al *factoring* puede verse la reflexión de García de Enterría, Javier, *Contrato de factoring y cesión de créditos*, con Prólogo de Aurelio Menéndez, Civitas, Madrid, 1995, p. 33: "En nuestro Derecho, creemos que el debate sobre la posible conveniencia de sustituir el término inglés *factoring* por otras denominaciones castellanas equivalentes (como 'factorización', 'factoraje' o 'facturación', entre las que han sido propuestas) debe darse definitivamente por zanjado, considerando que aquél se encuentra plenamente consolidado en el tráfico mercantil", y, después de citar doctrina española sobre el punto, dice: "Por lo demás, y a propósito del Derecho francés, en el que ha venido a sustituirse la denominación de *factoring* por el vocablo vernáculo de *affacturage*, no ha dejado de destacarse la confusión e incertidumbre que puede suponer esta 'nacionalización terminológica' en una operación que presenta un gran relieve y homogeneidad en el plano internacional: así lo destaca Cassandro, *Dal factoring all'affacturage: la Cour de Cassation contribuisce alla pureza della lingua francese*, Giur comm., 1978, I, p. 848"; Lorenzetti, Ricardo Luis, *Tratado de los contratos*, Rubinzal-Culzoni, Santa Fe, 2000, t. II, p. 118, dice: "Las discusiones comenzaron por el nombre, y el tema de la traducción, lo que ha terminado actualmente por la incorporación del término *factoring* en los usos"; Etcheverry, Raúl Aníbal, *Derecho Comercial y Económico. Contratos. Parte especial*, Astrea, Buenos Aires, 1991, t. 1, p. 178: "La terminología anglosajona se ha impuesto en este caso, como ha ocurrido con las expresiones inglesas que se identifican con la realidad económico-jurídica de algunos institutos, como el leasing, franchising, catering, entre otros. La traducción de estas voces ha sido propuesta por algunos autores. Así denominan al factoring 'contrato de descuento de ventas', 'adquisición de carteras de crédito' o 'contrato de factoraje', como se lo conoce en México, expresión adoptada también por algunos autores nacionales. Por nuestra parte preferimos respetar el nombre original y no forzar una traducción que pueda desvirtuar el verdadero alcance técnico del instituto, que por otra parte se ha incorporado al lenguaje jurídico universal".

[46] Ubaldo Nieto de Alba, en el Prólogo citado en la nota 6, expresó curiosamente que "...titulización, no aparece en el Diccionario de la Real Academia, pues se trata, una vez más, de un término importado".

cho americano, las que en su momento identificamos como *pass-through*, *pay-through* y *asset-backed securitisation*[47]. En el primer supuesto (*pass-through*), como su nombre lo indica, los pagos de amortización de capital e intereses de los títulos emergentes de la securitización guardan directa relación con los pagos por iguales conceptos que se reciben por las operaciones securitizadas, por lo cual hay meramente un traspaso de esos montos, previa deducción de comisiones y otros costos involucrados[48]. Sin perjuicio de ello, las primeras securitizaciones de este tipo fueron "mejoradas" con garantías prestadas generalmente por agencias estaduales como las FNMA, GNMA y FHLMC[49]. En el segundo (*pay-through*) se utiliza mayor sofisticación desde que no existe una sincronía total entre los pagos recibidos por el vehículo y los pagos prometidos a través de los pagos de los títulos emitidos por éste; en tal sentido, el vehículo realiza una cierta actividad de administración financiera, de manera que los valores emitidos puedan satisfacer mejor a los inversores, corriendo por cuenta del vehículo realizar las operaciones necesarias para ese arbitraje[50]. Finalmente, la *asset-backed securitisation*, en una de sus acepciones, se refiere a la securitización que cuenta con respaldo en activos financieros que la garantizan.

[47] Las tres posibilidades se daban dentro del tipo que uno de los autores clásicos en materia de securitización (FRANKEL, ob. cit., ps. 29 y ss.; de la obra existen suplementos de actualización) llamó securitización en *sentido estricto* o mediante agrupación. La misma Frankel mencionaba otras posibles acepciones –desechadas a los fines del estudio que estamos exponiendo– comprendidas dentro de la securitización "en sentido amplio". Así, en la titulización por sustitución (*securitisation by sustitution*) en la que las entidades requirentes de crédito concurren directamente a los mercados de capitales, a través de la emisión de títulos de deuda o títulos de capital, de manera que se produce aquí también un fenómeno de "desintermediación" del sistema bancario, y la securitización mediante participaciones en préstamos (*securitisation by loan participations*) en la que el emisor crea títulos respaldados con determinados activos, que actúan como colaterales (como por ej. los llamados *prets participatifs* del Derecho francés, ley 78-741 del 13-7-78, Título IV, arts. 24 y ss., entre otros). Véase el trabajo identificado en nota 2.

[48] Frankel, ob. cit., p. 47.

[49] FNMA: *Federal National Mortgage Association* ("*Fannie Mae*"); GNMA: *Government National Mortgage Association* ("*Ginnie Mae*") y FHLMC: *Federal Home Loan Mortgage Corporation* ("*Freddie Mae*").

[50] A tal fin, el vehículo realiza operaciones de protección y de aumento de los valores que le son confiados, mediante inversiones y, en gran medida, instrumentos derivados. En estos casos resulta muy utilizada la modalidad de apelar a títulos *principales* y títulos *subordinados*, o bien títulos representativos de capital y títulos representativos de intereses (*principal-only securities* e *interest-only securities*).

Si bien no se trata de nuevas "clases" de securitización, gradualmente han ido apareciendo otras alternativas. Así se habla de securitización *sintética*, que alude, en algunos casos, a la securitización mediante la apelación a derivados financieros[51], mientras que en otros casos, sobre todo a las llamadas *synthetic square*, donde se trata de la "resecuritización", o sea la securitización de tramos de otras securitizaciones[52].

En la actualidad se mencionan hipótesis de securitización que forman parte de un *project finance*[53], y la difícilmente aplicable en nuestros países *whole business securitization* (securitización del negocio en su conjunto), utilizada en naciones cuyas leyes generales lo facilitan, se ha presentado

[51] Debemos diferenciar el supuesto de la utilización de derivados a los fines de permitir la cobertura del vehículo (Payá Pujadó, ob. cit., p. 53) y una moderna utilización de este vocablo en los casos en que la securitización se hace directamente sobre activos resultantes de derivados. Ver De Vries Robbé y Ali, ob. cit., p. 89, artículo de Logie, Michael y Castagnino, John-Peter, *Equity Default Swaps and the Securitisation of Risk*. El mismo Payá Pujadó, en la nota 24, en la p. 60, habla de la existencia de "híbridos" como las securitizaciones que se realizan sobre warrants, obligaciones convertibles, etc. Ver este concepto en las Reglas de Basilea, infra, punto 3.

[52] Ver en el libro cit. en nota anterior: De Vries Robbé, Jan Job, *Synthetics Squares, or the Securitisation of Russian Dolls*, p. 1, y Gilkes, Kay, *Modelling Credit Risk in Synthetic CDO Squared Transactions*, p. 23. Stern, Bruce E., *Symposium: International Securitization and Structured Finance Articles and Comments*, en *Duke Journal of Comparative and International Law*, Spring 2002, p. 567, quien comenta el trabajo de Bell, Ian y Dowson, Petrina, *Synthetic Securitization: Use of Derivative Technology for Credit Transfer*, en la misma revista, 2002, ps. 541 y ss.; CASTILLA, ob. cit., ps. 85 y ss.; Uwaifo, Elizabeth, *Key issues in structuring a synthetic securitisation transaction. A European perspective*, en *Journal of International Banking Law*, 2001, p. 98.

[53] Croke, James, Jr., *Project finance and securitization: a natural hybrid*, en *Transnational Lawyer*, 2004, ps. 159 y ss., especialmente, p. 162, quien concluye diciendo: "el panorama del *project finance* está preparado para el crecimiento de los mecanismos de securitización como medios para colectar fondos. CDOs, ABCP, vehículos de inversión estructurados y securitizaciones sintéticas ofrecen una multitud de beneficios para los patrocinadores del proyecto y para los inversores. A pesar del escrutinio de las agencias de calificación y las consideraciones de las leyes sobre valores, la securitización continuará sirviendo como una valiosa alternativa frente al crédito bancario en el futuro. La tremenda necesidad de financiamiento adicional de los proyectos en el mundo globalizado dará ánimos a los gobiernos, reguladores y otros factores de diseños de políticas públicas para coordinar sus esfuerzos de manera de facilitar la posibilidad de que los participantes del mercado puedan securitizar la deuda emergente de los proyectos"; y Wallenstein, Stephen, *Situating project finance and securitization in context*, en *Duke Journal of Comparative and International Law*, Spring 2002, p. 449. En Argentina, véase Malumián, Diplotti y Gutiérrez, ob. cit., Cap. XV, *Los fondos de inversión directa y el financiamiento de proyectos*, ps. 259 y ss.

como una alternativa que minimiza los costos de quiebra o concurso y en ella un grupo de acreedores provee a la firma fondeo para toda su deuda y toma seguridades (garantías o privilegios) para el caso de insolvencia. Se ha dicho que esta alternativa sólo puede prosperar en países en los que se respeta absolutamente el derecho de los acreedores garantizados[54].

Aun cuando asumimos la neta diferencia entre *clases* o *estructuras* de securitización y los *activos securitizados,* no puede negarse que la relación entre unas y otros tiende a ser significativa, sobre todo en las nuevas modalidades que utiliza un mercado dinámico. Así, por ejemplo, la estructura de los *fondos de inversión directa*, que en nuestro país tienen importante desarrollo, en muchos casos recurre a activos fijos o bien a una serie estructurada y programada de contratos sobre los que se apoya la securitización[55]. Además, la ley 25.080 que regula la actividad forestal

[54] Hill, Claire A., *Whole Business Securitization in Emerging Markets*, en *Duke Journal of Comparative and International Law*, Spring 2002, p. 521, quien menciona el primer caso de las clínicas en el Reino Unido hacia la mitad de la década de los '90, siguiéndose casos en Australia, Nueva Zelanda y Malasia: Cap. III, ps. 524 y ss. También señala que la "securitización del negocio en su conjunto ofrece una combinación de economías: economía de escala y de finalidad y ahorros de costos de transacción de variados tipos [...] en los países con sistemas de Derecho inglés, que no están contenidos en el sistema legal de Estados Unidos" (p. 523). Asimismo afirma la autora que actualmente la estructura de la securitización del negocio en su conjunto es nominalmente una securitización y constituye un híbrido entre la verdadera securitización y el crédito de empresa (p. 525). Véase: Petkovic, ob. cit., p. 187. En Japón se informa de la posibilidad de tales operaciones y alguna efectivamente concretada (en el caso *Accordia Trust One 2003 – 1* referido a 28 campos de golf en el que intervino Goldman Sachs), ver: Kilner, Peter; Avanzato, Paul; Oddy, Lucy y Hartnett, Gina, *Securitization in Japan*, en De Vries Robbé y Ali, *Securitisation of Derivatives and Alternative Asset Classes. Yearbook 2005* cit., p. 133.

[55] Gómez de la Lastra, Manuel C., *La inversión fiduciaria de los fondos de pensión*, Ad-Hoc, Buenos Aires, 1994; Goldenberg, Alicia E. y Gómez de la Lastra, Manuel C., *Fondos de inversión directa y fideicomiso*, La Ley, Buenos Aires, 2003 y la bibliografía citada en estos trabajos; Malumián, Diplotti y Gutiérrez, ob. cit., Cap. XV, ps. 257 y ss.; Kenny, ob. cit., ps. 31/2 y ss., donde se menciona su referencia en el art. 74 de la ley 24.241 (de Fondo de Jubilaciones y Pensiones) y su inclusión en las regulaciones de la Superintendencia respectiva. Finalmente debe ponderarse la importante actuación de la CAFIDAP (anteriormente Cámara de Fondos de Inversión Directa en Actividades Productivas, actualmente denominada *Cámara de Fideicomisos y de Fondos de Inversión Directa en Actividades Productivas*). En el informe sobre la evolución anual correspondiente al año 2005, la institución dijo: "En 2005 la Bolsa de Comercio de Buenos Aires autorizó la cotización de 135 fideicomisos, 119 de los cuales fueron denominados en pesos alcanzando $ 4.491,4 millones ($ 2.885 millones en títulos representativos de deuda y

comprende también la posibilidad de fideicomisos –y eventual securitización– sobre los bosques a implantar[56].

Se suele hablar también de securitizaciones *públicas*[57]. Ellas pueden comprender la posibilidad de que el Estado securitice créditos que tiene a su favor[58] y también la intervención del Estado como fiduciario de fondos públicos con fines determinados, que pueden a su vez recibir fondos a través de su securitización[59], sin perjuicio de la posible intervención

$ 1.606 millones en certificados de participación) y 16 fideicomisos denominados en dólares alcanzando a US$ 205,8 millones.

"Estas cifras reflejan un crecimiento de 168% del monto autorizado de fideicomisos denominados en pesos mientras que los instrumentos en dólares prácticamente se cuadruplicaron en relación con el monto autorizado en el mismo período del año pasado".

[56] Arts. 14 y 21 y decreto del PEN 133/99, reglamentario, del 1-3-99, arts. 2.c y 21, que dice: "Se considera fondo de inversión forestal, de carácter fiduciario o similar, a la universalidad jurídico-patrimonial, organizada con el objeto de llevar a cabo un emprendimiento económico productivo de inversión directa al sector, con base en un fideicomiso, celebrado de conformidad con lo dispuesto por el Título I de la Ley Nº 24.441 o al constituido como un fondo común cerrado de inversión con arreglo a la Ley Nº 24.083. Ambos tipos de fondos no constituyen sociedades, carecen de personería jurídica y se ajustarán a las características específicas que se contemplen en el acto constitutivo de cada fondo en particular. El objeto de los mismos es el desarrollo de las actividades comprendidas en la Ley Nº 25.080, en beneficio de sus Inversores, contando para ello con un patrimonio separado del de éstos y de los demás participantes. Este patrimonio separado estará conformado, según sea el tipo de fondo, con causa en un contrato de fideicomiso o en el contrato reglamento de gestión, previstos respectivamente en la Ley Nº 24.441 y en la Ley Nº 24.083 y estará integrado con los aportes, dinerarios o en especie, realizados por sus inversores al suscribir las correspondientes cuotapartes, certificados de participación y/o títulos de deuda, emitidos de acuerdo con la legislación vigente; como así también por los demás activos y pasivos que se incorporen con motivo de las actividades objeto del fondo, incluidos los derechos derivados de la Ley Nº 25.080. Los aportes materializados en especie se valuarán como los que se efectúan en las sociedades anónimas".

[57] Casiano Santos, Pedro; Gomes Freire, Paula y Figueiredo, André, *Public Sector Securitisation in Europe*, en De Vries Robbé y Ali, ob. cit., p. 317.

[58] Como ocurre en nuestra ley 11.683, de Procedimientos Fiscales (t. o. por dec. 821/98), art. 32, 2º párr., que dice: "Cuando la deuda se encontrare suficientemente garantizada a satisfacción de la Administración Federal de Ingresos Públicos, se aplicará un interés que no podrá exceder el previsto por el artículo 37 y que resultará del cuadro de tasas que establecerá la Administración Federal en atención a la antigüedad de la deuda. Podrá también la Administración Federal, en tales casos, titulizar los créditos mediante la constitución de fideicomisos financieros, canalizándose el producido de la negociación de los títulos hacia las cuentas recaudadoras".

[59] Como ocurre con diversos fondos de infraestructura que se han ido creando en la Argentina y que por el momento no se han securitizado: ley 24.855, de fecha 2-7-97, art. 3º,

estadual con fines de promoción a través de la garantía de las emisiones de valores securitizados o de los activos a securitizar[60].

Finalmente, si bien la elencación de los *activos securitizables* excede de este trabajo[61], después de afirmarse que no solamente pueden securitizarse créditos bancarios o financieros[62], la pregunta inmediata fue si cualquier crédito podría securitizarse[63], respondiendo gradualmente la doctrina –apoyada en una importante práctica– con la elaboración de los llamados "criterios de selección"[64]. Finalmente, la misma práctica y la

Fondo Fiduciario Federal de Infraestructura Regional, reglamentada por dec. 924/97, de fecha 11-9-97; ley 25.565, de fecha 6-3-2002, que aprueba el Presupuesto General de la Administración Nacional para el ejercicio 2002 y crea, conforme al art. 75, el *Fondo Fiduciario para Subsidios de Consumo Residenciales de Gas*, y el dec. 786/02 de fecha 8-5-2002 que complementa esta ley en lo que al Fondo Fiduciario se refiere; dec. 180/2004, de fecha 13-2-2004, cuyo art. 1º crea el *Fondo Fiduciario para atender Inversiones en Transporte y Distribución de Gas*; resolución 950/04 SE de fecha 17-9-2004, que en el art. 1º crea el *Fondo Fiduciario para atender a la Contratación de Transporte y Adquisición de Gas Natural destinados a la generación de Energía Eléctrica*; dec. 342/00, de fecha 18-4-2000, que en el art. 1º declara constituido con efectos desde el 26-2-2000 el *Fondo Fiduciario para la Reconstrucción de Empresas*, y la ley 25.300, de fecha 16-8-2000, que en el art. 2º crea el *Fondo Nacional de Desarrollo para la Micro, Pequeña y Mediana Empresa* ("Fonapyme"), y en su art. 3º prevé que el mismo se instrumentará a través de un fideicomiso financiero en los términos de la ley 24.441.

[60] Ver: supra, Cap. III.1 y nota 48.

[61] Véase: Villegas y Kenny, trabajo incorporado a esta Revista, punto 3; Kenny, ob. cit., p. 76, con relación al fideicomiso financiero.

[62] Almoguera Gómez, ob. cit., ps. 50/52 y su relato de los orígenes de la securitización a partir de la p. 53. Véase: Payá Pujadó, ob. cit., p. 58.

[63] Frankel, ob. cit., t. I, ps. 56 y ss., quien dice que para ser securitizables determinados activos (en realidad habla de *créditos*) dependerá de un número de factores. El primero es el factor de información que debe ser suficiente y a bajo costo (donde cita un dicho de Wall Street: "*if it is gradable, it's tradable*", es decir: "si es calificable, es transable"). El segundo factor se refiere a los costos de la securitización, lo que tiene relación directa con el grado de riesgo y las garantías del crédito.

[64] Almoguera Gómez, ob. cit., ps. 105 y ss., de los que menciona: "la agrupación de un volumen relevante de cuantía total y un número de operaciones que permitan el análisis estadístico-actuarial del riesgo crediticio; conseguir una homogenización de las operaciones que facilite el proceso; diversificación geográfica de las operaciones para disminuir el riesgo; criterio de selección contrastado y suficientemente valuable tanto su calificación como la adopción de mecanismos de cobertura; los activos deben ser capaces de generar cajas de flujo periódicos y predecibles". Más adelante enumera las pautas o elementos a considerar para evaluar la cartera (ps. 138/40), donde ejemplifica: "Indicador de referencia y su responsabilidad respecto a los tipos de interés del mercado; Tipo de interés inicial o constante y su comparación con los vigentes (por si es un interés 'blando'); Margen o diferencial pactado; Límites mínimos y máximos periódicos y permanentes (*floors* y *caps*); Límites a los términos amortizativos; Períodos y fechas de revisión de los tipos;

posterior elaboración académica incorporaron los activos reales, los contratos de duración como los de suministro[65], los créditos futuros[66], opciones no contractuales[67] y operaciones *revolving*, y aun otras que pueden aparecer novedosas, además de las ya antes analizadas, como las vinculadas al clima[68], a la propiedad intelectual[69], a la preventa de inmuebles residenciales[70], etcétera. En nuestro Derecho se han regulado los *fideicomisos de dinero*[71] y se estima que ha de pensarse en otras utilizaciones, como las referidas a la financiación de las Pymes[72], UTES[73], Clubes de Campo y edificios en construcción[74], entre otros.

Este panorama mundial no necesariamente indica que pueden transplantarse las modalidades expuestas a nuestro Derecho de una manera automática. Obviamente dependerá de nuestro entramado legal e institucional y, sobre todo, del trasfondo político, económico y financiero, previa comprensión e inteligencia de los valores en juego y del interés social de cada figura[75]. No será extraño al logro de objetivos razonables

Volatilidad esperada de los tipos de interés; Hipótesis respecto al prepago parcial o total; Estimación del riesgo crediticio o de insolvencia y morosidad; Tasa de actualización para obtener el valor financiero estimado". Véase: Escrivá Bertó, Miguel; Gil Cívico, Rafael; Jiménez Zuriaga, Isabel; Pampliega García, Margarita; Sáez Villar, Mireya y Vargas Escudero, Leonor, *Los fondos de titulización como instrumento alternativo para la financiación de Pymes*, Fundación de Estudios Bursátiles Financieros, Civitas, Madrid, 2003, p. 33, donde establecen el criterio de que los activos titulizados deben ser "predecibles y valorables".

[65] Castilla, ob. cit., p. 152.

[66] Castilla, ob. cit., p. 150.

[67] Payá Pujadó, ob. cit., p. 208. Ver: nota 56.

[68] Ali, Paul, *Securitising the Weather: Temperature Swaps and Windstorms Bonds*, en De Vries Robbé y Ali, ob. cit., p. 73.

[69] Kilner, Avanzato, Oddy y Hartnett, *Securitization in Japan* cit., en De Vries Robbé y Ali, ob. cit., p. 132.

[70] Mahaffy, Larry, *Residential Pre-sales Securitisation: A New Meted of Project Finance*, en De Vries Robbé y Ali, ob. cit., p. 207.

[71] Ver Kenny, ob. cit., p. 77.

[72] Ver el libro de Escrivá Bertó y otros mencionado en la nota 64.

[73] Villegas, Carlos Gilberto y Villegas, Carlos Marcelo, *Aspectos legales de las finanzas corporativas*, Dykinson, Madrid, 2001, p. 590.

[74] Lorenzetti, *Tratado...* cit., t. III, p. 344, refiriéndose al fideicomiso.

[75] Leyva Saavedra, ob. cit., ps. 231 y ss.; Norton, Joseph, *Securitización de activos: la experiencia estadounidense*, en el volumen dirigido por Gerscovich, Carlos Gustavo, *Derecho bancario y financiero moderno*, Ad-Hoc, Buenos Aires, 1999, p. 505, dice: "El éxito de la securitización en los EE. UU. hasta la fecha es el resultado en gran medida de un favorable entorno jurídico y económico. Ese mismo éxito no sería fácil de reproducir en Europa continental". Véase: infra, Cap. IV.

la percepción y apertura mental de los hacedores de políticas públicas respecto de las ventajas y eventuales resguardos en la adopción de nuevas figuras de cada una de estas modernas alternativas.

2. Aspectos de la cesión de cartera

Uno de los problemas que, en las legislaciones de origen latino continental, ha causado mayor traba para la securitización es el referido a la transmisión de los activos. En su momento señalamos que las cuestiones relevantes consistían en las *formas* de la cesión (la posibilidad de un *acto único global* y la *notificación* al deudor cedido), *la oponibilidad del acto* al propio deudor y a terceros, *las excepciones oponibles* al cesionario y la posibilidad de *impugnación* de los actos de transferencia *en caso de insolvencia* del originante[76].

La sanción de la ley 24.441 ha traído, en sus artículos 70 a 72[77], una innovación que ha sido calificada como "revolucionaria"[78].

[76] Ver trabajo indicado en la nota 2, Cap. VII, punto b, *Problemas que hacen a la transmisión de activos*. En los "anexos" se proyectaban reformas al Código Civil sobre el tema de la cesión, especialmente en tres artículos, que han pasado primero a un Proyecto de Unificación de la Legislación Civil y Comercial, elaborado por la Comisión Federal en 1992, que fue sancionado en la Cámara de Diputados el 3-11-93 (arts. 1454, 1455 y 1456 del Proyecto), *Diario de Sesiones* Nº 152, año IX, y posteriormente en la ley 24.441, arts. 70 a 72, que reproduce las normas incluidas en el referido Proyecto.

[77] Art. 70: "Se aplicarán las normas de este artículo y las de los artículos 71 y 72, cuando se cedan derechos como componentes de una cartera de créditos, para: a) Garantizar la emisión de títulos valores mediante oferta pública; b) Constituir el activo de una sociedad, con el objeto de que ésta emita títulos valores ofertables públicamente y cuyos servicios de amortización e intereses estén garantizados con dicho activo; c) Constituir el patrimonio de un fondo común de créditos". Art. 71: "La cesión prevista en el artículo anterior podrá efectuarse por un único acto, individualizándose cada crédito con expresión de su monto, plazos, intereses y garantías. En su caso, se inscribirá en los registros pertinentes. Los documentos probatorios del derecho cedido se entregarán al cesionario o fiduciario o, en su caso, a un depositario o al depositario del fondo común de créditos". Art. 72: "En los casos previstos por el artículo 70: a) No es necesaria la notificación al deudor cedido siempre que exista previsión contractual en el sentido. La cesión será válida desde su fecha; b) Sólo subsistirán contra el cesionario la excepción fundada en la invalidez de la relación crediticia o el pago documentado anterior a la fecha de cesión; c) Cuando se trate de una entidad financiera que emita títulos garantizados por una cartera de valores mobiliarios que permanezcan depositados en ella, la entidad será el propietario fiduciario de los activos. Sin embargo, los créditos en ningún caso integrarán su patrimonio".

[78] Lisoprawski, en Lisoprawski y Kiper, ob. cit., p. 344.

Antecedentes extranjeros de esta norma se encontraron, en su momento, en la llamada *Loi Dailly*, en Francia, del 2 de enero del año 1981[79]. Si bien se debate su aplicación a la securitización de activos, reglas para la cesión de cartera fueron posteriormente adoptadas en España[80] e Italia[81], donde se dictaron diversas normas vinculadas a la securitización de créditos[82]. La evolución del problema en distintos países ha sido motivo de particular estudio[83].

2.1. *La cartera, el acto único y la cesión global*

Analizamos en los párrafos siguientes la aplicación de los artículos 70 a 72 de la ley 24.441. Como hemos visto, la ley se refiere a la cesión "de derechos como componentes de una cartera de créditos". Aceptado que la securitización no puede consistir en la transferencia de un solo activo crediticio, es necesario efectuar algunas puntualizaciones para colocar en su marco los preceptos que estamos aquí estudiando:

a) No necesariamente los activos transferidos para securitizar son

[79] Ley 81/1, que actualmente ha sido ubicada en el *Code Monetaire et Financier – Partie Annexe a l'ordonnance*, 2000-1223, en la Sección I, *Procédures de mobilisation des créances professionnelles*, Sub-sección I, *Cession et nantissement des créances professionnelles*, arts. L. 313-23 a L. 313-49. Gavaldá, Christian, *Les fonds communs de créances bancaires. Un example du pjénoméne de Titrisation Financiére (arts. 34 a 42 de la loi 88-1201)*, en *Revue des Sociétés*, 1989-2, ps. 187 y ss. La ley *Dailly* fue recientemente modificada por la ley 2003-1255 del 1-8-2000, *Loi de sécurité financiere*, que modificó el referido Código, con posterior decreto de implementación del 24-11-2004 (dec. 2004-1255): Pontier, Jean-Norbert, *The most recent french securitisation reform*, en *Journal of International Banking Law and Regulation*, Londres, 2005, p. 97, donde el autor describe las interesantes innovaciones de esas normas.

[80] Ley 1/1999, disposición adicional 3ª, ratificada en su vigencia por la ley 25/2005 del 24-11-2005 (B. O. E. Nº 282), "disposición derogatoria".

[81] Ley 52 del 21-2-91.

[82] Para España, véase Payá Pujadó, ob. cit., ps. 371 y ss., y sus remisiones a la doctrina y legislación española, y Castilla, ob. cit., ps. 125 y ss.; y en Italia la ley 130/99, véase Ferro-Luzzi, ob. cit., y el análisis de la ley a partir de la p. 137.

[83] Reenviamos al lector, para América Latina, a la obra de Malumián, Diplotti y Gutiérrez, ob. cit., 4ª parte, *Fideicomiso y securitización en América*, ps. 55 y ss., y Rodríguez Azuero, ob. cit., ps. 507 y ss., y CD-ROM Anexo con legislación fundamental. Para Europa, ver el site del *European Securitisation Forum*, www.europansecuritisation.com y, entre otros: *Asset Securitization Report*, www.asreport.com, www.securitisation.com y www.eurotitrisation.com.

créditos, pues pueden consistir en otra clase de derechos o bienes. Por tanto, cuando los activos de la titulización consistan en derechos o bienes cuya transmisión se rige por distintas pautas, se aplicarán éstas.

b) Aun cuando pueda parecer absurdo, podría darse el caso de que los créditos de alguna cartera no se transmitan –para securitizar– por un acto global, lo cual no impide caracterizar a la transferencia dentro de los artículos 70 a 72, ley 24.441, puesto que la globalidad o el único acto es meramente facultativa[84].

c) Una cesión global de bienes (incluso derechos) por un único acto podría efectuarse con aplicación de las normas del Código Civil sobre cesión de derechos[85] (y no a través del mecanismo de la ley 24.441), aun cuando obviamente quedaría sometida en sus efectos y demás formalidades a lo previsto por los artículos 1434 y siguientes del referido Código.

d) Una aplicación estricta del artículo 70, ley 24.441 lleva a decir que las normas de los preceptos que estamos comentando requieren que la transferencia sea a un vehículo de securitización estructurado sobre la base de una *cartera.* Si bien la ley no trae una definición legal aplicable a este vocablo, el Diccionario de la Real Academia[86], en su 8ª acepción, dice: "Valores o efectos comerciales de curso legal, que forman parte del activo de un comerciante, banco o sociedad y, por ext., de un particular". La primera reflexión es que, interpretando la ley en su finalidad, ésta no ha querido incluir *necesariamente todo el conjunto de créditos de un comerciante o particular*, sino *una determinada cartera*[87]. En segundo lugar, y esto es valioso, ni la ley ni la definición del lenguaje limitan el concepto de cartera a aquella que pertenece a determinados *sujetos* (por tanto, pueden corresponder a personas civiles o comerciales, públicas o privadas). La misma interpretación integradora nos permite concluir que no necesariamente la *cartera* tiene que estar constituida exclusiva o parcialmente por *créditos comerciales*[88],

[84] Desde que el art. 71 dice que la cesión "...*podrá* efectuarse por un único acto".
[85] Highton, Mosset Iturraspe, Paolantonio y Rivera, ob. cit., p. 423, nota 11.
[86] Diccionario cit., t. I, p. 467.
[87] La ley francesa habla de "cesión de créditos profesionales".
[88] Desde que la actividad civil puede generar una cartera de créditos, como se interpreta

ya que los artículos 70 a 72, ley 24.441 integran el Código Civil, que no efectúa distinciones.

2.2. *Notificación al deudor cedido*

Como es sabido, nuestro Código Civil requiere la notificación de la cesión al deudor cedido para hacerla oponible a éste y a terceros[89]. La necesidad de tal notificación ha sido uno de los principales problemas para la utilización más fluida de la securitización, al punto que se ha propiciado su abolición en los países que todavía la mantengan[90].

El artículo 72, inciso a, ley 24.441 prescinde de tal notificación "siempre que exista previsión contractual en el sentido. La cesión será válida desde su fecha". Sobre este tema también podemos hacer algunas reflexiones:

a) La previsión contractual no requerirá, obviamente, estar contenida en el mismo instrumento del contrato, sino que bastará que lo sea de manera cierta y susceptible de prueba de su autenticidad. Un documento separado bajo firma privada (salvo que la cesión hubiese sido hecha por escritura pública) será suficiente a tal fin.
b) La "inscripción en los registros pertinentes" se refiere a aquellos créditos componentes de la cartera que, por su naturaleza, requieran de tal inscripción, por ejemplo, los créditos instrumentados en prenda con registro[91], los emergentes de certificados de depósito[92] o los que surgen de créditos con garantía hipotecaria[93].
c) En las condiciones previstas, el crédito se transmite, no sólo entre

a partir de los arts. 7º, 8º y 452 del Cód. de Com., teniendo en cuenta que también podrían securitizarse créditos de administraciones fiscales u otros organismos públicos.

[89] Arts. 1459 y ss. del Cód. Civ.

[90] Castilla, ob. cit., p. 152, con cita de Wood, Philip. R., *Global Marketability of Receivables: What needs to be done*, en *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, 1997, ps. 51 y ss., afirmando que la regla de la notificación es obsoleta y debería ser abolida, en las 100 jurisdicciones del mundo en las que está vigente (de un total de 300, que el autor estima que existían en ese momento). Tapia Hermida, ob. cit., p. 280, decía: "...en ciertos Estados miembros del Área Económica Europea, es necesaria la notificación individual a los deudores de la transferencia del crédito de un originador a un SPV, lo cual hace impracticables las operaciones de titulización".

[91] Dec. 15.348/46, ley 12.962, t. o. por dec. 897/95, art. 24.

[92] Ley 9643, art. 8º.

[93] Arts. 1184, incs. 1º y 10, 3128, 3134 y 3137 del Cód. Civ.

cedente y cesionario, sino también frente al deudor cedido y frente a todo tercero, desde la fecha del documento. Sin embargo, cuando la anotación registral sea requerida por la ley, respecto del deudor cedido y de terceros, sólo tendrá efectos desde la inscripción (o, según los casos, desde la presentación válida rogando la inscripción).

d) Tampoco será requerida la notificación –ni al deudor ni a los garantes– de la transmisión de las garantías, como surge de la regla del artículo 71 de la ley 24.441 y su coordinación con los artículos 72 de la misma y 1458 del Código Civil[94].

2.3. *Las excepciones y defensas oponibles al cesionario*

Enmarcados dentro del supuesto previsto en los artículos 70/72 de la ley 24.441, el principio general establecido por la ley es que "sólo subsistirán contra el cesionario la excepción fundada en la invalidez de la relación crediticia o el pago documentado anterior a la fecha de la cesión". Ésta es la disposición más relevante y que, a su vez, es la que quizá haya motivado la expresión de su carácter revolucionario o trascendente por parte de la doctrina[95]. Es probable que el tratamiento requiera una extensión inusual para un trabajo de los caracteres que ahora estamos abordando. Sin perjuicio de ello, es menester efectuar algunas disquisiciones introductorias:

a) La regla de la *inoponibilidad de excepciones*, al estilo de la legislación francesa, es común incluso en nuestro Derecho con relación a los efectos de la transmisión de ciertos derechos, en especial de los instrumentados en los ahora llamados *valores negociables*[96], como,

[94] Garbini, Beatriz A., en Belluscio, Augusto (dir.) y Zanonni, Eduardo A. (coord.), *Código Civil y leyes complementarias. Anotado y concordado*, Astrea, Buenos Aires, 1998, t. VII, ps. 82 y ss.; Gregorini Clusellas, Eduardo, en Bueres, Alberto J. (dir.) y Highton, Elena E. (coord.), *Código Civil y normas complementarias. Análisis doctrinal y jurisprudencial*, Hammurabi, Buenos Aires, 2001, t. 6A, ps. 110 y ss. La transmisión de los accesorios, garantías y privilegios debe entenderse que ocurre *de pleno derecho* con la eficacia de la cesión. En el Derecho francés, ante reglas similares (Ley *Dailly*), se afirma que la notificación es *facultativa* (Deckon, ob. cit. en nota 32, ps. 845 y ss.).

[95] Véase: Lisoprawski, loc. cit. en nota 78 y Highton, Mosset Iturraspe, Paolantonio y Rivera, ob. cit., p. 419.

[96] Art. 2º, dec. 677/01, véase nota 23.

por ejemplo, letras de cambio[97], pagarés[98], cheques[99], certificado de prenda con registro[100], *warrants*[101] y otros.

b) Por lo tanto, si la cartera transmitida lo ha sido de créditos instrumentados en títulos de los mencionados en el apartado a) precedente y se han cumplido las reglas propias de transmisión, el portador de buena fe tendrá los derechos *autónomos* que consagran las reglas que hemos indicado.

c) Volviendo a nuestra norma, se ha cuestionado la no precisa extensión aplicable al giro *invalidez* de la relación crediticia en autores que dicen: "La primera clase de excepciones adolece de una cierta imprecisión terminológica, en tanto en el Derecho Privado vigente no existe una tipificación de las circunstancias invalidantes del negocio jurídico, ni un concepto de Derecho positivo sobre invalidez"[102]. Se ha sostenido por los mismos autores que debe interpretarse que es una remisión a los artículos 1037 y siguientes del Código Civil, en general, y 1157 y siguientes en materia de contratos[103]. El Diccionario de la Real Academia Española, en su acepción 4ª, dice que *inválido* es "nulo y de ningún valor por no tener las condiciones que exigen las leyes". Por tanto, podemos concluir que efectivamente, si el crédito fuere inválido, en el sentido indicado, y esta invalidez fuera anterior al acto de cesión o causada posteriormente por el cesionario o con su intervención o

[97] Decreto-ley 5965/63, arts. 17 y 18.
[98] Decreto-ley 5965/63, art. 103.
[99] Ley 24.452, arts. 17 y 19.
[100] Dec. 15.348/46, art. 30.
[101] Ley 9643, arts. 9º, 11 y 16.
[102] Highton, Mosset Iturraspe, Paolantonio y Rivera, ob. cit., p. 425.
[103] Los debates en torno a las nociones de nulidad, anulabilidad, ineficacia e inoponibilidad, e incluso de la validez o invalidez (de un acto jurídico), han motivado una interesante producción bibliográfica en nuestro país: Cifuentes, Santos, *Negocio jurídico*, 2ª ed., Astrea, Buenos Aires, 2004, p. 704; Nieto Blanc, Ernesto E., *Consideraciones sobre el concepto de invalidez (nulidad) de los actos jurídicos*, en L. L. 104-1014; *Ineficacia y nulidad*, en L. L. 116-725; Alterini, Jorge H.; Corna, Pablo M.; Angelani, Elsa B. y Vázquez, Gabriela A., *Teoría general de las ineficacias*, La Ley, Buenos Aires, 2002; Zannoni, Eduardo A., *Ineficacia y nulidad de los actos jurídicos*, Astrea, Buenos Aires, 1996; Lloveras de Resk, María Emilia, en Bueres y Highton, ob. cit., 1999, t. 2C, ps. 206 y ss., entre otros. Es interesante leer la amplia exposición de este tema en Ferri, Giovanni B., *Il negozio giuridico*, 2ª ed., Cedam, Padua, 2004, ps. 269 y ss.

consentimiento, esas circunstancias pueden oponerse al vehículo (cesionario). Esto será claro si se trata de una nulidad absoluta y también si lo es de una nulidad relativa por vicio genético que no haya sido subsanado.

d) Un problema particular lo constituye la compensación. El tema fue arduamente debatido en otros Derechos[104], pero en nuestro país, en el que, según el texto del Código Civil la compensación extingue *de pleno derecho*[105] los créditos y deudas desde el momento en que comenzaron a coexistir[106], si la compensación se hubiera producido antes de la cesión, será oponible al cesionario, aun cuando no tuviere conocimiento de esa circunstancia y sin perjuicio de la responsabilidad del cedente[107].

e) También se ha dicho que no resulta clara la validez de "cláusulas como las apuntadas" (debemos entender que se alude al precepto legal del art. 72, inc. b, de la ley 24.441), con relación a la aplicabilidad de la ley 24.240[108]. Marcelo Villegas y Mario Kenny, en el trabajo mencionado en la nota 1, que gentilmente nos han hecho conocer y que aparece en este volumen, en el punto 6[109],

[104] García de Enterría, ob. cit., ps. 198 a 209, con amplio tratamiento con relación al factoring, con razonamientos y conclusiones aplicables a la securitización, y CASTILLA, ob. cit., ps. 165/8 y sus citas.

[105] Bueres, Alberto y Compagnucci de Caso, Rubén, en Bueres y Highton, ob. cit., 1998, t. 2B, ps. 239 y ss.

[106] Arts. 818 y ss. del Cód. Civ., con los requisitos previstos en los arts. 819 a 822 y las excepciones de los arts. 823 en adelante.

[107] Salvo el caso en que el deudor cedido hubiera conocido y aceptado la cesión o cuando con su conducta indujere al cesionario a creer que tal compensación no existía. Véase la doctrina emergente del art. 1474, última parte, del Cód. Civ.: Garbini, en Belluscio y Zannoni, ob. cit., ps. 131/2.

[108] Highton, Mosset Iturraspe, Paolantonio y Rivera, ob. cit., p. 424, que en nota 17 dicen: "Conforme el art. 17 de la ley 24.240, 'se tendrán por no convenidas', entre otras, las cláusulas que importen renuncia o restricción de los derechos del consumidor o amplíen los derechos de la otra parte. Aun cuando podría alegarse que la derogación genérica que manda el art. 97, ley 24.441, importaría la abrogación parcial del art. 37 de la ley 24.240, la cuestión dista de ser clara, atento al carácter de orden público de la Ley de Defensa del Consumidor, la protección constitucional del consumidor, y el decidido disfavor con el cual se juzga a disposiciones genéricas como la señalada. Sobre el tema, con un juicio crítico respecto de la llamada 'derogación genérica', resultan muy interesantes las reflexiones de DÍEZ-PICAZO, Luis M., *La derogación de las leyes*, Civitas, Madrid, 1990, ps. 151 y ss." Véase García de Enterría, loc. cit. en nota 104.

[109] Capítulo denominado *Aspectos legales*.

párrafo g, afirman la aplicación de las leyes 24.240, de Defensa del Consumidor, y 25.065, de Tarjetas de Crédito.

Diremos, en primer lugar, que la aplicación de la ley 24.240, sobre todo en cuanto a su artículo 40, *no puede importar hacer responsable directo o solidario al cesionario de buena fe de los daños causados al consumidor ni de las garantías* que mencionan los artículos 11 y siguientes y 24 de la ley, *ni de las sanciones* por violación al sistema de protección, que establecen los artículos 45 y siguientes. En ese sentido, salvo una causal de imputación particular y distinta de la derivada del carácter de cesionario de los créditos, la ley establece una cadena de responsabilidades y sanciones específicas, pero no comprende ni directa ni razonablemente a quienes adquieren una cartera de créditos ni créditos individuales por vía de sus formas de adquisición. Claro está, ello es sin perjuicio de la posición y responsabilidad del cedente y los demás integrantes de la cadena de responsabilidad en los términos de los preceptos indicados[110].

Un tema distinto es el de determinar si, con base en las normas de garantía de los objetos o servicios vendidos o prestados, caben *defensas al cobro de los créditos cedidos,* por parte de los consumidores y respecto del cesionario. La lectura lineal y una interpretación ajustada a las normas y a su vigencia en el tiempo llevarían a establecer que en caso de securitizaciones regidas por los artículos 70/72 de la ley 24.441, las defensas frente al cesionario se limitan a las expresadas explícitamente en la ley (invalidez de la relación o pago documentado). Además, sería congruente con la situación que ocurre cuando el consumidor documenta su deuda en pagarés y otros efectos similares, sin perjuicio de las responsabilidades del vendedor o prestador de servicios.

Hemos expuesto otras opiniones en sentido contrario o, por lo menos, que indican cierta duda en la solución. Como el jurista no vive fuera del ambiente en el que opina o trabaja, es en alto grado probable que los jueces se inclinen por la teoría de la defensa del consumidor frente al cesionario que adquirió el crédito con arreglo a los artículos 70/72 de

[110] Alegria, Héctor, *La responsabilidad por vicio o riesgo de los productos y servicios en el contrato de franquicia (incidencia de la ley 24.999)*, en *Revista de Derecho Privado y Comunitario*, Nº 18, *Responsabilidad contractual – II*, Rubinzal-Culzoni, Santa Fe, 1998, p. 309.

la ley 24.441. Seguramente será invocado, para tal conclusión, el artículo 42 de la Constitución Nacional[111].

Nuestro anhelo sería hallar soluciones legales que traten de contemplar con justicia todos los intereses, protegiendo al consumidor, pero sin afectar la fluidez del crédito, fundamental para el despegue económico y social del país[112].

En cualquier caso, es claro que la ley 24.240 no podrá aplicarse frente a los cesionarios del crédito por la vía creada por la ley 24.441, si no se trata de relaciones de consumo[113].

2.4. *La cesión de créditos futuros*

Nuestro Código Civil prevé que la cesión puede comprender créditos futuros[114]. En nuestro Derecho se debate sobre la interpretación de los

[111] El referido art. 42 dice: "Los consumidores y usuarios de bienes y servicios tienen derecho, en la relación de consumo, a la protección de su salud, seguridad e intereses económicos; a una información adecuada y veraz; a la libertad de elección y a condiciones de trato equitativo y digno.

"Las autoridades proveerán a la protección de esos derechos, a la educación para el consumo, a la defensa de la competencia contra toda forma de distorsión de los mercados, al control de los monopolios naturales y legales, al de la calidad y eficiencia de los servicios públicos, y a la constitución de asociaciones de consumidores y de usuarios.

"La legislación establecerá procedimientos eficaces para la prevención y solución de conflictos, y los marcos regulatorios de los servicios públicos de competencia nacional, previendo la necesaria participación de las asociaciones de consumidores y usuarios y de las provincias interesadas, en los organismos de control". Plank, Thomas E., *The Security of Securitization and the Future of Security*, en *Cardozo Law Review*, abril de 2004, ps. 166 y ss., incorpora un capítulo que denomina *Constitutional Foundations of Securitization* (Cap. IV, ps. 172 y ss.).

[112] Véase Payá Pujadó, ob. cit., p. 168, quien dice: "La función última prevista por la reciente legislación española sobre titulización es proporcionar un mecanismo que abarate el coste de la financiación, en particular para la adquisición de vivienda y la financiación de la pequeña y la mediana empresa. El abaratamiento de la financiación mediante la titulización es el objetivo último de política social previsto por el legislador".

[113] Véase Farina, Juan M., *Defensa del consumidor y del usuario*, Astrea, Buenos Aires, 1995, p. 7; Lorenzetti, *Tratado...* cit., 1999, t. I, p. 145; Stiglitz, Gabriel A. y Stiglitz, Rubén S., *Derechos y defensa de los consumidores*, La Rocca, Buenos Aires, 1994, ps. 21 y ss.

[114] Arts. 1444 y ss. del Cód. Civ., en especial los arts. 1446: "Los créditos condicionales, o eventuales, como los créditos exigibles, los aleatorios, a plazo, o litigiosos, pueden ser el objeto de una cesión"; 1447: "Los derechos sobre cosas futuras, como los frutos naturales

giros *crédito eventual, crédito futuro* o *créditos que podrían resultar de convenciones aún no concluidas*. Algunos equiparan la noción de *crédito eventual* al de *crédito futuro*[115] y otros creen que el *crédito eventual* tiene mayor grado de incertidumbre, al punto que Segovia señalaba que "el derecho eventual es un derecho futuro de existencia innecesaria"[116]. La doctrina moderna también se ha centrado, incluso en otros países del área a la que pertenece nuestro Derecho, sobre tales conceptos[117].

No nos queda duda de que los créditos futuros o eventuales, aun de contratos todavía no celebrados, ni siquiera en tratativas previas[118], pueden ser cedidos en una securitización.

Interesante es analizar si se le aplicarían, en ese caso, los artículos 70 a 72 de la ley 24.441.

En la práctica argentina así se ha realizado en distintos casos y la solución surge sin esfuerzo de la lectura de esta última ley. A nuestro juicio, la clara disposición del Código Civil se ve reforzada por el artículo 4º de la ley 24.441, cuando se refiere a los bienes que pueden ser objeto de fideicomiso, y resulta funcionalmente correcta para aplicarla a las securitizaciones vinculadas al giro de una cartera de créditos, que pueden incluir cláusulas *revolving* o créditos actuales y futuros vinculados a una determinada actividad e identificados por parámetros suficientes que per-

o civiles de un inmueble, pueden igualmente ser cedidos con anticipación", y 1448: "Pueden también cederse los créditos que podrían resultar de convenciones aún no concluidas, como también los que resultaren de convenciones ya concluidas".

[115] Bueres y Highton, *Código Civil...* cit., t. 4, p. 67; Llambías, Jorge Joaquín y Alterini, Atilio A., *Código Civil anotado. Doctrina. Jurisprudencia*, Abeledo-Perrot, Buenos Aires, 1985, t. III-B, p. 37; Borda, Guillermo A., *Tratado de Derecho Civil. Contratos*, 5ª ed., Abeledo-Perrot, Buenos Aires, 1983, t. I, ps. 428 y ss.; Rezzónico, Juan Carlos, *Estudio de los contratos en nuestro Derecho Civil*, 2ª ed., 1958, t. I, ps. 473 y ss.

[116] Segovia, Lisandro, *El Código Civil de la República Argentina. Con su explicación y crítica bajo la forma de notas*, Coni, Buenos Aires, 1881, t. I, p. 402.

[117] Troiano, Stéfano, *La cessione di crediti futuri*, Cedam, Padua, 1999 (Pubblicazione dell'Istituto di Diritto Privato dell'Università "La Sapienza" de Roma); en España, véase Payá Pujadó, ob. cit., p. 233, y su análisis del art. 2.1.d del Real Decreto 926 de 1998; Castilla, ob. cit., p. 29; la ley italiana 130/99 en el art. 1º dice: "1. La presente ley se aplica a las operaciones de securitización (*cartolarizzazione*) realizadas mediante cesión a título oneroso de créditos pecuniarios, sean existentes o futuros..." Una parte de la doctrina, a pesar de reconocer la claridad de la intención del legislador, le resta eficacia práctica al no existir un régimen más completo y adecuado respecto de los créditos futuros (Ferro-Luzzi, ob. cit., ps. 150 a 157).

[118] Compárese Gregorini Clusellas, en Bueres y Highton, ob. cit., p. 74.h.

mitan su determinación futura[119]. Por lo demás, los artículos 70 a 72 de la ley 24.441 se refieren a la cesión de créditos, sin hacer distinciones respecto de su carácter de créditos actuales o futuros[120].

3. La "vigilancia prudencial". Reglas de Basilea

Las reglas prudenciales para la participación de entidades financieras en la constitución (como originante) y en la participación (como inversores, fiduciarios o garantes) en securitizaciones han evolucionado con el tiempo.

Por el principio de la separación o "aislamiento" del patrimonio securitizado, la securitización resultó una solución útil para adecuar las relaciones patrimonio-crédito-deuda en las entidades financieras. En efecto, cuando nuevas regulaciones exigieron un mayor capital respecto de los créditos concedidos por una entidad, ésta procedía a securitizar parte de sus activos financieros de crédito, con lo cual le entraba a la entidad "dinero fresco" (caja) y salía de ella la cartera bajo securitización. Este efecto llamado *off balance*[121], y unido a la posibilidad de que las entidades ocuparan otros roles en la securitización (como se dijo, inversores, fiduciarios, colocadores, garantes), motivó, fundamentalmente después del llamado "Informe Cook", de 1987, que se emitieran por el *Banco de Pagos Internacionales*, por intermedio del "Comité de Supervisión Bancaria de Basilea", sucesivas regulaciones sobre los parámetros y la forma de supervisión de su cumplimiento por los bancos centrales u organismos de control

[119] Villegas y Villegas, ob. cit., p. 590 y Villegas y Kenny, ob. cit., publicada en esta Revista, punto 6.a)3.

[120] En algunos países se prevé la inscripción registral en la cesión global, como en Francia e Italia, y así resulta también del *Uniform Commercial Code* de los Estados Unidos de Norteamérica. En Argentina, algunos fideicomisos afectaron flujos futuros en garantía (como en los relativos a autopistas) y hemos propuesto la inscripción registral en el proyecto de ley de factoring que hemos elaborado junto con el Dr. Carlos Molina Sandoval que se publica en esta misma Revista. En España se ha debatido si la transmisión del derecho al vehículo (fideicomiso) puede ser plena, sin perjuicio de la función de garantía: Castilla, ob. cit., p. 131 y sus citas de las obras de García de Enterría, Navarro y García Cruces.

[121] Véase Almoguera Gómez, ob. cit., ps. 177 y ss.; Frankel, ob. cit., t. I, p. 232, 7.14.2.2; Raines, Marke, *Off-balance sheet treatment for securitisation in the United Kingdom*, en *Journal of International Banking Law*, Londres, 1992, ps. 230 y ss.

pertinentes. Tras el primero de ellos, en diciembre de 1987[122], se produjo en junio de 2004 el llamado "Acuerdo de Basilea II", cuya denominación oficial en español es *Convergencia Internacional de Medidas y Normas de Capital: Marco Revisado*, el que contiene un Capítulo III en la Sección Segunda denominado *Riesgo de crédito: el marco de titulización*[123].

El prestigioso jurista Sergio Rodríguez Azuero desarrolla una importante crítica a estas normas pues se estima que transforman a los banqueros en administradores de regulaciones[124], las que sin embargo vie-

[122] Seguido en sus lineamientos por muchos países, con adaptación a sus respectivas legislaciones: véase por ejemplo la Directiva 647/89 CEE, para la actual Unión Europea.

[123] Banco de Pagos Internacionales, Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, *Convergencia internacional de medidas y normas de capital*, *Marco revisado*, junio de 2004, ps. 106 y ss. Este documento fue precedido en cuanto a las normas sobre securitización por el *Consultative Document-Asset Securitization, supporting document to the New Basel Capital Accord (issued for comment by May 2001), January 2001*. Sobre estos documentos pueden verse, entre otros, los comentarios de Jaime Caruana, Gobernador del Banco de España y Presidente del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea en la XIII Conferencia Internacional de Supervisores Bancarios, Banco de España, Banco Internacional de Pagos (BIS), Madrid, 2004, y entre muchos los comentarios del Estudio Mayer, Brown, Rowe & Maw del *Basel Framework for Securitisations*, octubre de 2002, los que se leen en www.mayerbrownrowe.com; Castilla, ob. cit., ps. 89 a 103, y la doctrina mencionada en sus notas.

[124] Rodríguez Azuero, ob. cit., ps. 575 y ss., donde dice, entre otras cosas, en ps. 576/7: "No hay duda alguna sobre los avances que se han conseguido con la uniformidad regulatoria –aún en desarrollo– y en la reflexión colectiva sobre la necesidad de conservar y recuperar esquemas ortodoxos de manejo bancario. Sin embargo, y sin desconocerla, hay que anotar que su labor no está exenta de críticas, como las que hemos formulado en distintos foros y oportunidades. En nuestro sentir, su enfoque ha reforzado más allá de todo límite una tendencia hacia el exceso de regulación, el establecimiento de cortapisas y la imposición de cargas muy grandes de formación, con enormes costos para la operación y con un efecto perverso en virtud del cual, hemos dicho que estamos transformando banqueros empresarios en administradores de regulaciones. Pero con un agravante: pensar que se hacen sistemas más seguros con el simple expediente de recargarlos de normas. Nada más lejano de la realidad y nada más dolorosamente desvirtuado por la realidad de las crisis financieras del sudeste asiático de finales del siglo pasado", y que: "Adicionalmente, no parece adecuada la forma como se ha recomendado la ponderación de los riesgos, donde con un claro sesgo de banqueros centrales se ha privilegiado la inversión en papeles del Estado o de sus entidades, al asignárseles un riesgo cero frente a las operaciones de crédito, con lo cual se envía un mensaje inconveniente y subliminal al banquero para quien resultaría más seguro y confortable dejar de intermediar. Pero ello naturalmente iría a contravía de la función dinámica que los bancos están llamados a jugar en una economía. Otro aspecto censurable dice con la forma como se maximiza la importancia del capital, con lo cual se coloca en graves aprietos a los bancos de tamaño intermedio, que en Latinoamérica lo son, aun los más grandes de la región".

nen reflejándose, entre nosotros, en distintas resoluciones del Banco Central de la República Argentina[125].

Las Reglas de Basilea II amplían mucho el panorama de la securitización y diversifican las normas prudenciales[126]. Aun a riesgo de prolongar este trabajo, creemos de utilidad para dar un cierto concepto de la actualidad del tema en la regulación de Basilea la transcripción del apartado a) del Capítulo IV de las Reglas de Basilea II:

"Los bancos deberán aplicar el marco de titulización para determinar los requerimientos de capital regulador correspondientes a las posiciones que surgen de titulizaciones tradicionales o sintéticas o de estructuras similares con elementos comunes a ambas. Dado que las titulizaciones se pueden estructurar de diferentes maneras, la exigencia de capital para una posición de titulización debe determinarse a partir de su fundamento económico y no de su forma jurídica. Asimismo, este fundamento será examinado por los supervisores para determinar si debe estar sujeto al marco de titulización a efectos de determinar su capital regulador. Se insta a los bancos a consultar con sus supervisores nacionales cuando exista incertidumbre acerca de si una determinada operación debe ser considerada como una titulización. Por ejemplo, las operaciones que conlleven flujos de caja procedentes de inmuebles (por ejemplo, arrendamientos) pueden ser consideradas posiciones de préstamo, cuando esté justificado.

"Una titulización tradicional es una estructura en que los flujos de caja procedentes de un conjunto de posiciones subyacentes se utilizan para atender, al menos, al servicio de dos posiciones diferentes de riesgo estratificadas o ramos que reflejan distintos grados de riesgo de crédito. Los pagos efectuados a los inversionistas dependen del rendimiento de las posiciones subyacentes especificadas, y no se derivan de una obligación por parte de la entidad en las que se originan esas posiciones. Las es-

[125] Comunicación "A" 2634, de fecha 11-12-97; Comunicación "A" 2703, de fecha 13-5-98; Comunicación "A" 3145, de fecha 9-8-2000; Comunicación "A" 3337, de fecha 27-9-2001; Comunicación "B" 6330, de fecha 22-5-98; Comunicación "B" 6331, de fecha 22-5-98; Comunicación "B" 6362, de fecha 28-7-98.

[126] Hohl, Stefan, *The Asset Securitization Frameworkin Basel II*, p. 431 y Elvers, Eric, *Regulatory Capital Standards for Securitisation in Basel II*, p. 457, ambos en De Vries Robbé y Ali, ob. cit.

tructuras estratificadas o por tramos que caracterizan a las titulizaciones difieren de los instrumentos ordinarios de deuda preferente o subordinada, por tanto que los tramos de titulización subordinados pueden absorber las pérdidas sin interrumpir los pagos contractuales a los tramos de mayor preferencia, mientras que la subordinación en una estructura de deuda preferente o subordinada se refiere a la prelación del derecho a percibir un ingreso procedente de una liquidación.

"Una titulización sintética es una estructura con, al menos, dos posiciones diferentes de riesgo estratificadas o tramos que reflejan distintos grados de riesgo de crédito, en las que el riesgo de crédito de un conjunto subyacente de posiciones se transfiere, en todo o en parte, a través de la utilización de derivados de crédito, con aportación de fondos (como los pagarés con vinculación crediticia) o sin ella (como *swaps* de incumplimiento crediticio) o mediante garantías, que sirven como coberturas del riesgo de crédito de la cartera. En consecuencia, el riesgo potencial asumido por los inversionistas es una función del rendimiento del conjunto subyacente de posiciones.

"En adelante, la exposición de los bancos a una titulización se denominará 'posición de titulización', entre las que cabe incluirse entre otros: bonos de titulización de activos (ABS), bonos de titulización hipotecaria (MBS), mejoras del crédito, facilidades de liquidez, *swaps* de tipos de interés o de divisas, derivados del crédito y cobertura por tramos tal y como se definen en el párrafo 199. Las cuentas de reserva, como por ejemplo, las cuentas de colateral en efectivo, contabilizadas como un activo por el banco originador, también deberán recibir el tratamiento de posiciones de titulización.

"Los instrumentos subyacentes en el conjunto de posiciones titulizado podrán incluir, entre otros: préstamos, compromisos, bonos de titulización de activos y bonos de titulización hipotecaria, bonos de empresas, acciones cotizadas e inversiones en acciones no cotizadas. El conjunto subyacente podrá incluir una o más posiciones".

4. La "separación de cartera" frente al concurso

Se ha dicho tradicionalmente que la "separación de cartera" o el

"aislamiento del riesgo concursal" son de importancia significativa en la securitización[127]. En definitiva, consiste en aislar lo más posible, tanto el acto inicial en que se aportan los activos al vehículo, cuanto los bonos de participación o bonos de crédito[128], de manera que ambas operaciones no sean ineficaces o revocables en caso de concurso de alguna de las partes. Este tema ha sido objeto de una amplia consideración por la doctrina e incluso por regulaciones específicas[129]. En el Derecho americano se suele hablar del *true sale* (verdadera venta), cuyo sentido podemos sintetizar, siguiendo a los autores de ese origen, como los caracteres, instrumentos y contenidos de la transferencia del originante al fiduciario, que deben presentarse para que ésta sea considerada una "verdadera venta" y, por lo tanto, quede en lo posible aislada frente a la insolvencia posterior de alguna de estas partes. En el mismo ámbito jurídico se establecieron una serie de pautas para la ponderación de cuándo una transferencia es una "venta verdadera" y cuándo no lo es, todo ello no sin antes atravesar por dificultades interpretativas y ajustes en las conclusiones y principios aplicables[130]. Estas pautas tienden a diferenciar cuándo se ha producido una transmisión efectiva de la titularidad del derecho (*ownership interest*) de la mera transferencia del *security interest*, y se centran en aspectos como la garantía del transmitente, total o parcial, respecto de la cartera cedida[131] (aun cuando alguna doctrina diferencia entre la transmisión de la titularidad y del riesgo), la prestación de una garantía por el cedente que puede ser limitada, la reserva de derechos sobre el remanente, la notificación al deudor cedido, el cálculo

[127] Frankel, ob. cit., t. I, Cap. 10, ps. 403 y ss. La doctrina a este respecto es generalizada.

[128] Que nuestra ley 24.441 llama, para los fideicomisos financieros, "certificados de participación en el dominio fiduciario" o "títulos representativos de deuda garantizados con los bienes así transmitidos" (art. 19). Véanse normas de la Comisión Nacional de Valores XV.2.2, XV.2.3 y XV.2.4, arts. 14 a 18.

[129] Ver nota 42.

[130] Schwarcz, Steven L., *Structured Finance. A Guide to the Fundamentals of Asset Securitization*, Practising Law Institute, 1993, ps. 29 y ss.

[131] Ver: Malumián, Diplotti y Gutiérrez, ob. cit., p. 434, con relación a las normas contables, con especial referencia a la Argentina (Informe 28 de la Comisión de Estudios sobre Contabilidad, del Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Capital Federal). Cuando el cedente retiene el derecho al remanente o a una parte sustancial de éste, suele llegarse a conclusiones similares.

del precio de venta, etcétera[132]. En definitiva y entre nosotros podemos afirmar lo siguiente:

a) El carácter de la securitización ("verdadera venta" o mera garantía) puede ser de interés a fines contables, regulatorios, impositivos y concursales, pero la transmisión de valores como garantía para una posterior securitización no necesariamente importa que ésta no sea considerada tal. El mantenimiento del dominio inmanente de los valores en cabeza del originante puede causar inconvenientes pero –a nuestro juicio– no necesariamente destruye el concepto de securitización;
b) Debe valorarse la sustancia económica del negocio para afirmar si ha habido una verdadera transmisión de titularidad u otra transmisión de derechos u otra operación[133];
c) Como se ha expresado y vale la pena repetirlo con los mismos términos, "La viabilidad de una estructura de titulización no exige una configuración a prueba de cualquier tipo de quiebras, basta con que los beneficios esperados por la operación sean superiores al coste de la probabilidad de que se haga el riesgo concursal residual"[134]. Para el Derecho argentino, haremos algunas consideraciones iniciales sin perjuicio de ampliarlas, quizás, en otro trabajo particular:
   (i) Los portadores de buena fe de los títulos emergentes de la

[132] Véase Schwarcz, loc. cit. en nota 130; Frankel, ob. cit., t. I, ps. 264 y ss.; *1996 Supplement*, vol. I, p. 115; Payá Pujadó, ob. cit., ps. 365 y ss.; Castilla, ob. cit., ps. 145 y ss., y en notas 270 a 273, la interesante reflexión sobre el caso "Octagon Gas" y la posterior revisión de esa doctrina y la influencia del comentario oficial al texto de la Sección 9-102 del *Uniform Commercial Code* (véase su traducción en *Código Uniforme de Comercio de los Estados Unidos. Texto oficial. Versión en castellano por The American Law Institute*, estudio preliminar y traducción de José M. Garrido, Marcial Pons, Madrid, 2002).

[133] Frankel, ob. cit., p. 265. Véase Castilla, ob. cit., p. 147. En Estados Unidos es frecuente la utilización de un primer "vehículo" formado por la propia originante, a quien se le transmiten los créditos que, después, son vueltos a transmitir a un "segundo vehículo" independiente, que es quien emite los títulos de participaciones de deuda. La doctrina y la práctica, así como los jueces americanos, estiman que cierta forma de aislamiento es correcta y evita los efectos negativos del concurso del originante. La solución probablemente sea difícil de mantener, con esos fundamentos, en nuestro ordenamiento jurídico.

[134] Castilla, ob. cit., p. 165.

securitización (bonos de participación o bonos de deuda) en ningún caso podrán sufrir las consecuencias de la quiebra del originante o del vehículo, pues deben ser considerados a los fines concursales y de la ineficacia o revocación de sus actos como "terceros subadquirentes de buena fe"[135];

(ii) Tampoco podrán sufrir tales inconvenientes en la quiebra del deudor originario. Entiéndase que no se trata de las defensas basadas en la *invalidez* (ineficacia) del acto genético (a lo que ya nos hemos referido) y que, obviamente y de acuerdo con los términos de los contratos originarios, el portador de los títulos puede sufrir directa o indirectamente las consecuencias del impago del deudor originario[136], que es un supuesto diverso;

(iii) Si el cesionario de los créditos (adquirente o vehículo) conocía el estado de cesación de pagos del originante al tiempo de la transmisión, las consecuencias de las acciones de inoponi-

[135] Véase Heredia, Pablo D., *Tratado exegético de Derecho Concursal*, Ábaco, Buenos Aires, 2005, t. 4, ps. 161 y ss., quien expresa: "Nuestra ley concursal no se ocupa expresamente de la situación del subadquirente, pero se aplican supletoriamente las normas del Código Civil, cobrando especial relevancia, en tal sentido, lo dispuesto por el art. 970, aunque con las adecuaciones que el sistema revocatorio concursal impone". De conformidad con esta última disposición: "Si la persona a favor de la cual el deudor hubiese otorgado un acto perjudicial a sus acreedores, hubiere transmitido a otro los derechos que de él hubiese adquirido, la acción de los acreedores sólo será admisible cuando la transmisión de los derechos se haya verificado por un título gratuito. Si fuese por título oneroso, sólo en el caso que el adquirente hubiese sido cómplice en el fraude". Conil Paz, Alberto, *Revocatoria concursal y subadquirentes*, en L. L. 1994-D-975; Lorente, Javier, *Efectos de la revocatoria concursal frente al tercero adquirente y frente al ulterior adquirente de éste*, en *Anuario de Derecho Concursal*, Nº 2, 2002, p. 191. En el mismo sentido, CNCom, sala E, 17-12-93, "Ramvill SA s/Quiebra c/Fernández Lois, César s/Ordinario", J. A. 1994-III-40; CCiv. de Bariloche, 6-10-94, "Gallo, F. y Gallo, J. s/Quiebra s/Incid. repetición por R. Rodríguez"; ver también CNCom., sala E, 20-4-92, "Núñez Hnos. Soc. de hecho integrada por José C. A. Cortese y Ovidio Núñez s/Quiebra c/Cortese, Guillermo y otro s/Revocatoria concursal", E. D. 150-600, con nota de Grillo, Horacio, *Situación de los subadquirentes ante la inoponibilidad concursal*; SCJBA, 6-12-88, "Moneta, Juan C. s/Quiebra", J. A. 1993-I-122, con nota de Lettieri, Carlos, *La ineficacia concursal frente al subadquirente*.

[136] En tanto afecten el flujo de los fondos de la securitización, estas consecuencias pueden estar paliadas total o parcialmente por las previsiones de garantía interna o externa (*enhancement*).

bilidad o de revocación de tales actos serán sufridas sobre su patrimonio, pero, como hemos dicho, no se transmitirán a los portadores de buena fe de los títulos.

Capítulo IV – *Valoración crítica y futuro*

1. Valoración crítica

La securitización ha recibido ponderaciones que algunas veces pudieron aparecer muy entusiastas y otras todo lo contrario.

Así, por ejemplo, se ha afirmado que la operación es una verdadera "alquimia"[137], un "milagro"[138], o que es fruto de la lenta maduración del mercado de capitales o un eficiente mecanismo de financiación[139], o una operación socialmente valiosa[140], entre otras opiniones favorables a su adopción. Por otro lado, se ha hablado de la "odiosa" securitización[141] y de la posibilidad de que produzca la "muerte de la responsabilidad

[137] Schwarcz, Steven, *La alquimia de la securitización*, en *Revista de Derecho Bancario y de la Actividad Financiera*, Año 4, Nº 19/24, Depalma, Buenos Aires, 1994, ps. 241 y ss.

[138] Rodríguez Azuero, ob. cit., p. 516.

[139] Payá Pujadó, ob. cit., p. 32. Entre muchos otros, véase Rosenthal, James A. y Ocampo, Juan M. (McKnsey & Company, Inc.), *Securitization of credit. Inside the new technology of finance*, John Wiley & Sons, Inc., Nueva York, 1988, p. 5, quienes en 1988 se preguntaban si la securitización era un avance tecnológico (lo que respondían afirmativamente, ps. 5 y ss.), y al concluir la obra estudiaban el futuro de la securitización (Cap. 9, ps. 213 y ss.), al que veían altamente positivo desde el lado del progreso tecnológico del manejo financiero y del cambio de las estructuras de financiamiento.

[140] Castilla, ob. cit., p. 22, y su desarrollo, con la consideración de la polémica de Miller y Modigliani en las ps. 32 y ss. Ver en ese sentido Leyva Saavedra, ob. cit., ps. 233 y ss., quien dice: "Todo esto llevó a señalar que antes del final del segundo milenio por lo menos el ochenta por ciento del total de los nuevos préstamos estarán securitizados, debido a que la securitización ya no es más el último recurso de las empresas para obtener fondos, sino la primera y la mejor alternativa estructurada de financiamiento, la manera más inteligente y sofisticada de abordar las necesidades financieras de las empresas. La securitización es, pues, una alquimia que funciona, y realmente funciona porque es una 'financiación estructurada a la medida de cada empresa', que permite la optimización de una operación financiera por medio de elementos tributarios, crediticios y contables".

[141] Chandler, Anupam, *Odious Securitization*, en *Emory Law Journal*, 2004, p. 923.

social"[142] y la levedad de sus efectos sobre los acreedores desde que carece de novedad esencial y eventualmente puede perjudicarlos[143]. Por supuesto, no caeremos en la simpleza de una argumentación facilista que "la acerca más a la mercadotecnia empleada por las empresas de servicios de inversión que al análisis de las innovaciones jurídicas"[144]. Conscientes, pues, de que la ciencia jurídica es ciencia social y se debe adaptar a las circunstancias que la enmarcan como instrumento para el destino del hombre[145], nuestro balance es que el instituto brinda importantes servicios a la comunidad, que lo hacen merecedor de su mejor estudio y aun de las reglas legales y apoyo institucional que le permitan su mayor evolución[146].

2. El futuro de la securitización

Se ha dicho que el futuro de la securitización es seguro[147] y que ello

[142] Lopucki, Lynn, *The death of liability*, en *Yale Law Journal* (106), octubre de 1996, ps. 1 a 92.

[143] Castilla, ob. cit., ps. 53 y ss., y sus citas.

[144] Castilla, ob. cit., p. 40.

[145] Alegria, Héctor, *Humanismo y derecho de los negocios*, en *Anales*, año XLIX, Segunda época, Nº 42, La Ley, Academia Nacional de Derecho y Ciencias Sociales de Buenos Aires, junio de 2004; en *Centenario del Código de Comercio venezolano de 1904*, coordinado por el Dr. Alfredo Morles Hernández y la Dra. Irene de Varela, Academia de Ciencias Políticas y Sociales, Anauco Ediciones, Caracas, noviembre de 2004; en L. L. 2004-E-1206, Academia Nacional de Derecho, 2004, 14, y en *Código de Comercio y normas complementarias. Análisis doctrinal y jurisprudencial*, dir. por el Dr. Raúl A. Etcheverry y coord. por el Dr. Héctor O. Chomer, Hammurabi, Buenos Aires, 2005, t. I.

[146] Existe algún debate sobre si la normativa legal es o no un requisito, y si falta un impedimento para la securitización. En este sentido, véase Almoguera Gómez, ob. cit., p. 32, nota 21, quien no cree que la omisión legal impida el desarrollo, así como las previsiones concretas tampoco son condiciones suficientes. Por otro lado, se ha dicho que el apoyo legislativo e institucional es fundamental al punto que los mercados con carencias legislativas hacen inseguras las operaciones en ellos: Hill, Claire, *Latin American Securitization: The Case of the Dissapearing Political Risk*, en *Virginia Journal of International Law*, 38 (1998), p. 313.

[147] Planck, *The Security of Securitization and the Future of Security* cit., ps. 1655 y ss., especialmente en el Cap. V, *The future of securitization*, ps. 1730 y ss.; Schwarcz, Steven, *Securitization Post-Enron*, en *Cardozo Law Review*, 25, 2004, ps. 1539 y ss., donde señala que la securitización ha sido cuestionada después de Enron, pero sostiene que sigue siendo un buen instrumento de la "fábrica de productos financieros", afirmando su carácter genérico de eficiencia y buena fe (o corrección: *fair*); Schwarcz, Steven, *Foreward*, en De

puede afirmarse también después de los sucesos del caso Enron y similares. Es probable que los sucesos antes mencionados hayan impactado incluso en nuestros mercados, pero mirando la cuestión desde "la mitad de la botella llena" y con razonable perspectiva, podemos decir que todos los mercados pueden tomar experiencia y ganar en seguridad, perfeccionando las leyes y las instituciones al tiempo que el trasfondo económico mejora el horizonte y la visión de los críticos, incluso de los juristas, y termina siendo más positiva para la interpretación integral de los fenómenos[148].

Vries Robbé y Ali, ob. cit., p. V, y en la misma obra el *Prefacio* de los directores, p. VII: "se ha probado que las amenazas a la securitización que surgieron con posterioridad al colapso de Enron, World-Com y Parmalat fueron exageradas".

[148] Arner, Douglas, *Emerging Market Economies and Government Promotion of Securitization*, en *Duke Journal of Comparative and International Law*, Spring 2002, p. 505: "Sin embargo en el análisis final un diseño legal apropiado no es suficiente. Al tiempo que las estructuras legales e institucionales son llaves para el desarrollo financiero y la estabilidad, las leyes sólo apropiadas en los libros e instituciones no efectivas no son suficientes en sí mismas para el desarrollo. Por el contrario, leyes apropiadas e instituciones activas son necesarias para sostener la securitización en el contexto de un amplio desarrollo financiero y estabilidad".