

SECCION DISERTACIONES

PABLO R. BANCHIO

LA CRISIS SUB PRIME DESDE LA PERSPECTIVA DEL DERECHO BANCARIO, FINANCIERO Y DEL MERCADO DE CAPITALES

CONTENIDO

1. INTRODUCCIÓN.....	4
2. PRIMERA PARTE: El derecho bancario y financiero.....	7
3. El mercado de capitales institucionalizado.....	9
4. Mercado de capitales extrabursátil.....	11
a) Figuras jurídicas de convalidación: securitización y paquetización.....	12
b) Activos susceptibles de titulización.....	13
c) Vehículos de titulización	13
d) Formas	13
e) Tipos de paquetización	13
5. Comprensión Trialista	14
6. SEGUNDA PARTE: Etapas de una "burbuja". Crecimiento del Volumen.....	15
7. Orígenes de la crisis: EE.UU.....	16
A) Cómo se salió de la crisis mundial de 1929	16
b) La ley Glass-Steagall de 1933	16
c) Gramm-Leach-Bliley Act (1999).....	17
d) La securitización y paquetización.....	17
e) Community Reinvestment Act (1995)	18
f) Hud's Regulation of Government Sponsored Enterprises (1995-2001).....	19
8. Magnitud de la crisis.....	20
a) Economías mas afectadas.....	20
b) Situación actual.....	21
c) Circunstancias que indignan.....	21
9. La reforma al sistema capitalista.....	22
10. CONCLUSIÓN	22

1. INTRODUCCIÓN

A partir de los años sesenta del siglo pasado el protagonismo del capitalismo financiero fue reemplazando al del capitalismo industrial y comercial a punto tal que llegó a convertir al factor capital no solo en el componente básico de la actividad bancaria sino en el elemento cuyo predominio caracteriza al sistema "capitalista". El inmenso despliegue científico-técnico de la actualidad ha permitido que el capital asuma dimensiones enormes exigiendo su aprovechamiento en gran escala y, por ende, junto a él, el sistema bancario encargado de captarlo y canalizarlo. Las entidades bancarias y financieras encauzan el nuevo tipo de capitalismo más abstracto que circula en el mundo globalizado, contribuyendo a su vez a impulsar la globalización, en una muestra más de la propia dinámica capitalista¹.

En el marco comparativo, el mundo bancario actual esta signado por la influencia anglosajona y ésta por tradiciones culturales específicas entre las cuales cabe reconocer estilos filosóficos, religiosos y jurídicos distintivos que potenciaron el comercio y la actividad bancaria a pesar de los orígenes italianos de esta última².

En la *perspectiva filosófica* el mundo anglosajón fuertemente influido por la tradición abierta de OCCAM quien en el siglo XIV hizo camino al empirismo y al pragmatismo, ese sentido de la vida es particularmente favorable a la actividad bancaria. En cambio la tradición "continental" hay influencias menos vinculadas a la dinámica bancaria como lo indica la vocación de mayor racionalidad de SANTO TOMAS, DESCARTES, LEIBNIZ y HEGEL.

Desde el *punto de vista religioso*, como dice Max WEBER, el espíritu bancario y capitalista tiene particular afinidad con el calvinismo en tanto el catolicismo tradicional resulta menos

¹ CIURO CALDANI, Miguel Ángel; "Problemática jusfilosófica de la empresa en el fin del milenio", *Revista de Derecho Privado y Comunitario* n° 21, Rubinzal Culzoni, Buenos Aires, 1989, p. 95.

² BANCHIO, Pablo; *La formación del derecho mercantil*, Perspectivas Jurídicas, Buenos Aires, 2005, ps. 19 y 79.

favorable a ambos sin olvidar las fuertes restricciones de la Iglesia a los intereses, la usura y a la utilización del dinero en general³.

De cierto modo puede afirmarse que el sentido jurídico "no estatal" que predomina en el *common law* es más afín a la dinámica de la vida bancaria que el gubernamentalismo del sistema romano germánico⁴ y se refleja, entre otras cosas, en la agilidad de la contratación bancaria (fuente formal más elástica) generadora de nuevos institutos "innominados" que las leyes (fuente formal más rígida) a veces ni siquiera necesitan receptar (ej. *underwriting, factoring, project finance*) o bien cuando lo hacen resultan inadecuadas ya que no alcanzan a captar fielmente la esencia del negocio (ej. en Argentina, *leasing, factura de crédito o fideicomisos financieros*).

Es cierto que, en general el Derecho Comercial ("de los comerciantes") siempre estuvo más referido a la práctica que a la teoría y con ello más afín a los usos de los mercaderes y a instrumentos propios creados por ellos (v.g. pagare, títulos de crédito)⁵, pero el enorme avance de las posibilidades técnicas y de las comunicaciones relacionadas con el comercio y la economía de las últimas décadas provocó que en relación con la ductilidad del orden de repartos de la actividad bancaria (banca trasnacional por internet, *home banking*, transferencias internacionales, incluso crédito documentario y cajeros automáticos) se produjeran carencias (por novedad científico técnica) generadoras de lagunas, a menudo descriptas y llenadas con aportes contractuales provenientes del derecho anglosajón (no legislado), que tiende a resolver muchos conflictos prescindiendo del aparato estatal de las leyes, los tratados internacionales, las sentencias judiciales, etc. mediante ordenamientos normativos flexibles como la *lex mercatoria*, incoterms, arbitraje.

Pero este formidable desarrollo de la tecnología y comunicaciones junto al predominio desbordante de la utilidad propio del capitalismo financiero ha producido, además, una carencia por desviación valorativa generadora de una laguna axiológica surgida por la apropiación de la utilidad del espacio de otros valores del complejo, que en el Derecho incluye primordialmente a la justicia y culmina en el valor humanidad (el deber ser cabal de nuestro ser).

En la posmodernidad esta absorción del resto del complejo valorativo a nuestro alcance se produce por la falsificación del valor utilidad (v.g. paraísos bancarios, lavado de dinero en el sistema bancario proveniente del tráfico (drogas, influencias –coimas- o personas –blancas o migrantes-), a veces también de la eficacia que genera una abstracción de las

³ WEBER, Max; *La ética protestante y el espíritu del capitalismo*, trad. Luis LEGAZ Y LACAMBRA, Península, Barcelona, 1973, *apud*, Idem, p. 103.

⁴ Idem, ps. 102-103.

⁵ CIURO CALDANI; "La Teoría General del Derecho como sistema jurídico, urgente necesidad de la ciencia jurídica occidental", *Boletín...*, n° 23, p. 36. *Vide* BANCHIO, Pablo; *La noción trialista del derecho*, Perspectivas Jurídicas, Buenos Aires, 2007, p. 79.

operaciones o, en la realidad social, mediante la imposición de cargas adicionales (impotencias) tanto a personas (físicas individuales o jurídicas Pymes) como a países de economías emergentes que generan situaciones de sobreendeudamiento pasivo por efecto del ejercicio de la posición contractual dominante, con el consiguiente agravamiento de la situación de la parte más vulnerable⁶.

En el Derecho Bancario, financiero y del mercado de capitales argentino, como en todo el complejo jurídico nacional, se observa una "poli-recepción" que se ha producido respecto de modelos provenientes de otros países (v.g. leasing, fideicomiso "latinoamericano", OPAs, nuevos instrumentos financieros), con los consiguientes problemas de desajuste, y las consecuencias de mayor o menor asimilación (fideicomiso inmobiliario, *factoring*, *outsourcing*) o rechazo (*fideicomiso financiero*, *leasing*, *transparency policies*, factura de crédito, debentures, *warrants*)⁷.

La creciente tendencia del Estado en atribuirle al sistema bancario la fiscalización de operaciones comerciales, impone la necesidad de revisar algunos aspectos de su funcionamiento, aquellos mismos que han llevado a Niklas LUHMAN a considerar al sistema bancario inmune al sistema jurídico ya se acepta por parte de los ordenamientos nacionales que se autoregulen sus mercados y apliquen tasas de interés que el mismo mercado bancario fija⁸.

Si bien el despliegue del Derecho Bancario y financiero capitalista acrecienta las posibilidades de protección contra el régimen (impulsando políticas de transparencia, información fidedigna, leyes de oferta pública, sanas prácticas bancarias, comités de auditoría para entidades cotizantes, defensa del consumidor bancario por organizaciones representativas, acciones de clase, etc.), esta línea de amparo no es la única que hay que tener para que se realice la justicia⁹.

Hay que desarrollar el Derecho Bancario y financiero evitando la excesiva comercialización de todo el derecho. Pese a sus limitaciones, en las actuales circunstancias históricas (donde incluso parece no haber alternativa) resulta justo y humanizante el sistema bancario capitalista, pero no hay que olvidar que el capitalismo es solo una forma de vida, pero no la vida misma. Debajo de la segmentación frecuente en la posmodernidad se desenvuelve una fuerte tendencia a la bancarización y comercialización de toda la existencia y urge neutralizar sus excesos. Uno de los caminos que propone el trialismo es el reconocimiento

⁶ NOVOSAD, Isabel; "Desplazamiento de la propiedad en el sistema bancario", Centro Argentino de Estudios Internacionales, paper n° 17, mayo 2005, <http://www.caei.com.ar> (18/10/2007).

⁷ Idem, ps. 68-69.

⁸ ABITABILE, Luisa; "La Funzione del Mercato nel Diritto", *Economia e Giustizia in N. Luhmann*, Università degli Studi di Roma "La Sapienza", Giappichelli Editore, Torino, 1999, ps. 89/98, *apud* NOVOSAD; "Acerca del concepto de usura", *La Ley, Doctrina Judicial*, 2004, Tomo III, p. 88.

⁹ CIURO CALDANI; "Notas para la comprensión capitalista del Derecho Comercial", *Boletín...*, n° 18, p. 32.

de las ramas jurídicas hoy absorbidas en demasía por el derecho comercial como v.g. el Derecho del consumidor y del usuario, de modo que el espíritu bancario resulte equilibrado (no ignorado) por estos otros enfoques¹⁰.

2. PRIMERA PARTE: EL DERECHO BANCARIO Y FINANCIERO

El Derecho posee siempre una construcción tridimensional formada por una dimensión sociológica, otra normológica y una tercera dikelógica. Dentro de esta concepción tridimensional, la teoría trialista del mundo jurídico reconoce en él un conjunto de repartos captados por normas y valorados, los repartos y las normas, por la justicia.

8. Una rama del mundo jurídico es un área del derecho con casos que poseen características y soluciones especiales y si bien la diferenciación filosófica de las ramas reconoce que éstas se distinguen por rasgos específicos en sus tres dimensiones, su autonomía es determinada en última instancia por esa exigencia de justicia que en el Derecho Comercial es amparar a los partícipes activos o pasivos de la actividad económica en gran escala¹¹.

En este sentido, el Derecho Bancario y financiero y del mercado de capitales es una subrama del Derecho Comercial, ya que engloba un conjunto de actividades comerciales (oferta de dinero en sentido amplio: bancario, no bancario, instrumentos financieros y servicios accesorios) desarrolladas por los intermediarios financieros, en sentido amplio captadas las actividades y las soluciones a los casos derivados de ellas por normas basadas en métodos propios e inspiradas, las soluciones y las normas, en la especial exigencia de justicia que informa al Derecho Comercial¹².

Con acierto se ha dicho que la denominación derecho bancario no es técnicamente apropiada, pues se sustenta en la calidad que reviste uno solo de los sujetos repartidores (ámbito personal) sin abordarse ni el contenido intrínseco del negocio mismo ni la complejidad propia de sus repartos. Los autores que se inclinan por denominarlo derecho financiero lo hacen al considerar a esa expresión conceptual comprensiva de todos aquellos repartos por medio de los cuales se presta un servicio financiero a cambio de un precio determinado (representado por la tasa de interés fijada, comisión o retribución pactada) y que se devenga en función del transcurso del tiempo para el cumplimiento del negocio crediticio pactado y, de la familia de normas que captan esos repartos (alcance material)¹³.

¹⁰ Ibidem.

¹¹ CIURO CALDANI; *Derecho y Política*, Depalma, Buenos Aires, 1976, p. 132 y BANCHIO; *La noción...* p. 92.

¹² CIURO CALDANI; *Estudios de Filosofía ...*, T II, p. 186.

¹³ BARREIRA DELFINO; Eduardo, "Teoría general de la contratación bancaria", en ALEGRIA, Héctor (dir); *Contratos bancarios*, Rubinzal Culzoni, Buenos Aires, 2005, p. 33.

Pese a que la multivocidad doble del término financiero ha hecho que se utilice también para designar al área jurídica cuyo contenido abarca las finanzas públicas, esta denominación destaca la esencia misma del tipo de repartos captados, cuya fuente real es el negocio mismo, es decir la financiación, con independencia del sujeto repartidor que la presta ya que la calidad de negocio financiero no está dada por las personas que intervienen sino por la naturaleza de la prestación que se contrata.

El proveedor del crédito puede ser, según los recursos que afecte para realizar estas operaciones: a) un simple particular, una sociedad industrial, comercial, de servicios, una sociedad financiera o una asociación no comprendida en el marco de la ley de entidades financieras (afectan recursos propios), b) una entidad financiera -bancaria o no- regulada por la ley de entidades financieras (intermedia entre la oferta y demanda pública de recursos financieros; captando dinero de terceros para su colocación ulterior en el mercado institucionalizado), c) un organismo de derecho público provincial, nacional o paraestatal (afecta recursos públicos generales o particulares sin intermediar en su demanda)¹⁴.

Indudablemente el nombre de derecho bancario recoge una antigua tradición en la designación del conjunto del orden de repartos de que tratamos y las normas que lo captan. A su larga tradición se une el hecho de que las llamadas operaciones bancarias son los más relevantes y si bien para algunos son tales sólo si la realizan bancos, para otros, muchas actividades idénticas pueden válidamente efectuarse por particulares en tanto se intercambien dinero, divisas, crédito o capitales.

A su vez las entidades financieras no bancarias pueden realizar cierto tipo de operaciones denominadas "bancarias" y en sentido contrario, los bancos tuvieron prohibido durante mucho tiempo, por ejemplo, las operaciones cambiarias. Lo que acontece es que, en la práctica, sólo son efectuadas por entidades financieras, entre las cuales los bancos constituyen las más relevantes, aunque no todas sean financieras (ej. neutras o a veces inmobiliarias o venta de productos como crecientemente ofrecen algunas entidades v.g. Citibank).

Además, los repartidores del orden bancario son financieras en su mayoría y también participan del mercado de capitales donde también se pueden realizar tales operaciones, incluso por los mismos bancos, que frecuentemente participan del capital de aquéllas o integran en el caso argentino el MAE.

¹⁴ Idem.

También procede la denominación de derecho financiero porque abarca a todas las operaciones que incluyen tasa de interés y no intervienen bancos (tarjetas de crédito, de compra, sociedades que ofrecen leasing etc.) el estado, *project finance*, etc.

Y finalmente mercado de capitales para todas las operaciones de intermediarios financieros y no financieros donde no interviene el interés, pero si otro tipo de retribución (comisión, ganancias, diferencias de rentabilidad, v.g. en la Bolsa de Comercio, Rofex y MAE)

Todas estas calificaciones aciertan individualmente en lo que definen, pero yerran en lo que excluyen y una denominación más amplia, incluyente de los elementos comunes y a su vez abarcativos de toda la actividad está más acorde con la complejidad pura del saber jurídico de la actualidad, complejidad asumida como desafío por las teorías jurídicas entre ellas el trialismo.

Así como Derecho de las Personas Jurídicas es mas comprensivo que Derecho Societario, consideramos que Derecho Bancario, Financiero y del Mercado de Capitales es más adecuada que las tradicionales en tanto no sea una simple acumulación de nombres, sino que sea una definición comprensiva de sus elementos comunes y abarcativos, no como mera yuxtaposición de funciones superpuestas sino para permitir integrar esos elementos.

El trialismo entiende haber logrado una complejidad pura, que diferencia los tres despliegues del Derecho, pero los integra formulando una teoría del derecho y no tres distintas ya que no presenta una mera yuxtaposición de dimensiones desarticuladas, sino que en cada una de ellas se integran las demás por cuanto considera que ninguna es autosuficiente para excluir a las otras y arrogarse por si el objeto jurídico¹⁵.

3. EL MERCADO DE CAPITALES INSTITUCIONALIZADO

Este mercado, también conocido como mercado de inversión o de valores o bursátil, es el que posibilita la movilidad de recursos financieros con destino al financiamiento de los proyectos de inversión de capitalización de las empresas. Incluso posibilita el diseño de estrategias y productos financieros de carácter transnacional¹⁶.

Tiene como función principal canalizar el ahorro en inversión, la oferta de capital de unidades superavitarias hacia la demanda de capital para las distintas alternativas de

¹⁵ CIURO CALDANI; "El trialismo, filosofía jurídica de la complejidad pura", *ED*, 126-884 y GOLDSCHMIDT; "Lugar del trialismo en la historia del pensamiento jusfilosófico y su operatividad en la práctica", *ED*, 49-899.

¹⁶ BARREIRA DELFINO, *op. cit.* p. 49

financiamiento empresarial que implican la ampliación de su pasivo, la ampliación del patrimonio neto que significa la apertura del capital social al público inversor

Generalmente se trata de instrumentos que proveen liquidez a los activos -financieros o no- que son negociados y al capital invertido. Los plazos de financiamiento tienden al mediano y largo plazo. La movilización de los recursos financieros se materializa a través de las bolsas y mercado de valores, agentes y sociedades de bolsa y de los fondos comunes de inversión debidamente autorizados para desarrollar la actividad, por la autoridad de aplicación del régimen legal al cual están sometidos.

a) Funciones del mercado de capitales en la economía

- Canalización del ahorro a la inversión productiva
- Financiamiento para empresas
- Disponibilidad en crisis estructurales
- Flexibilidad para la generación de instrumentos de financiación
- Multiplicador del ahorro
- Eficiencia en operatoria de fondos institucionales
- Termómetro de la economía

b) Oportunidades del mercado de capitales

- Acceso a financiamiento permanente a menor costo
- Estructuración según las necesidades de la empresa
- Acceso a inversores de distinto perfil
- Liquidez
- Incorporación de nuevos participantes a la Estructura
- Valoración objetiva de las empresas
- Prestigio y consolidación de la imagen empresarial

Los principales mercados que intervienen en este segmento de los mercados institucionales en Argentina son:

- a) Bolsas de Comercio (principalmente Buenos Aires y Rosario),
- b) Mercados de Valores (MerVal, MerVaRos),
- c) Mercado abierto electrónico (MAE), y
- d) Caja de Valores.

También aquí es factible observar un doble ámbito de bifurcación para algunos instrumentos financieros entre mercado primario o de colocación o emisión, donde se negocian las nuevas emisiones y secundarios o de negociación o marginal donde se negocian canalizan los activos ya colocados.

Al igual que ocurre con el mercado de dinero, tampoco puede hablarse propiamente de

un mercado de capitales. Se trata también de múltiples mercados que ofrecen variadas alternativas de financiación. Incluso hay autores que equiparan los términos mercado monetario y de capitales, agrupando bajo este concepto al mercado de acciones (*stock market*), al de obligaciones (*bond market*) y al de títulos de inversión cuasi monetarios (*quasi-monetary market*)¹⁷.

En definitiva, importa destacar que el mercado de capitales es una noción que sirve para englobar un conjunto de mercados cuya característica común radica en que se refieren a activos financieros de mediano y largo plazo de negociación, puesto que es habitual considerar por separado a los activos resultantes de operaciones bancarias cuando no aparecen en una forma que facilite su negociación para incluirlas dentro del mercado de dinero.

Son instrumentos de los mercados institucionales, *ex multis* acciones, títulos públicos, obligaciones negociables, CEDEAR, fideicomisos financieros, cheques de pago diferido, fondos comunes de inversión, futuros, opciones y cauciones entre los más característicos.

4. MERCADO DE CAPITALS EXTRABURSÁTIL

Un mercado extrabursátil mercado *over the counter* (OTC), mercado paralelo no organizado o mercado de contratos a medida es uno donde se negocian instrumentos financieros, materias primas, swaps o derivados de crédito directamente entre dos partes. Este tipo de negociación se realiza fuera del ámbito de los mercados institucionales vistos *supra*.

Un contrato OTC es un contrato bilateral en el cual las dos partes se ponen de acuerdo sobre las modalidades de liquidación del instrumento. Los instrumentos de los mercados OTC, son *ex multis*, forwards, opciones, opciones exóticas, swaps, divisas, ETF, productos no estandarizados, warrants y *commodities*.

Entre los distintos contratos de futuros, opciones y derivados se encuentran aceite de soja, arroz, panceta de cerdo, algodón, azúcar, jugo de naranja, ganado en pie, café, oro, cobre, plata, palatino, petróleo, gas natural, electricidad, bonos del tesoro/bot, euro, euro/dólar, yen, e índices como S&P 500, rinde agrícola, clima, catástrofe, metales, energía y financieros en general.

El Volumen operado en derivados es elevado como ilustra el gráfico que sigue:

¹⁷ BARREIRA DELFINO, op. cit.

Top 40 Futures Exchanges					
<i>(Volume figures do not include options on futures)</i>					
2004 Rank	2003 Rank	Exchange	2004 Volume	2003 Volume	% Change
1	1	Eurex	684,630,502	668,650,028	2.4%
2	2	Chicago Mercantile Exhchange	664,884,607	530,989,007	25.2%
3	3	Chicago Board of Trade	489,230,144	373,669,290	30.9%
4	4	Euronext.liffe	310,673,375	267,822,143	16.0%
5	5	Mexican Derivatives Exchange	210,355,031	173,820,944	21.0%
6	6	Bolsa de Mercadorias & Futuros	173,533,508	113,895,061	52.4%
7	7	New York Mercantile Exchange	133,284,248	111,789,658	19.2%
8	10	Dalian Commodity Exchange	88,034,153	74,973,493	17.4%
9	8	The Tokyo Commodity Exchange	74,447,426	87,252,219	-14.7%
10	15	National Stock Exchange of India	67,406,562	36,141,561	86.5%
11	11	London Metal Exchange	67,171,973	68,570,154	-2.0%
12	9	Korea Futures Exchange	65,261,326	75,159,690	-13.2%
13	13	Sydney Futures Exchange	50,968,901	41,831,862	21.8%
14	12	Zhengzhou Commodity Exchange	48,474,548	49,817,798	-2.7%
15	14	Shanghai Futures Exchange	40,577,373	40,079,750	1.2%
16	17	International Petroleum Exchange	35,466,941	33,258,385	6.6%
17	16	Singapore Exchanges	28,169,379	35,356,776	-20.3%
18	18	OMX Exchanges	27,264,123	24,315,286	12.1%
19	19	Tokyo Grain Exchange	25,705,687	21,084,727	21.9%
20	20	New York Board of Trade	23,955,212	18,822,048	27.3%
21	23	JSE Securities Exchange South Africa	19,811,664	14,947,523	32.5%
22	22	Tokyo Stock Exchange	18,331,928	15,965,175	14.8%
23	21	MEFF	17,592,259	17,110,745	2.8%
24	26	Taiwan Futures Exchange	14,911,839	9,953,118	49.8%
25	24	Osaka Securities Exchange	14,583,283	13,231,287	10.2%
26	25	Bourse de Montreal	12,900,821	10,676,279	20.8%
27	27	Hong Kong Exchanges & Clearing	11,884,152	8,174,652	45.4%
28	34	Mercado a Termino de Rosario	7,735,890	2,708,313	185.6%
29	31	Tokyo International Financial Futures Exchange	7,655,510	4,771,917	60.4%
30	28	Italian Derivatives Market	6,551,211	7,302,565	-10.3%
31	41	Eurex US	6,186,008		N/A
32	30	Budapest Stock Exchange	4,252,595	4,939,893	-13.9%
33	29	Osaka Mercantile Exchange	3,842,553	6,162,589	-37.6%
34	33	Fukuoka Futures Exchange	3,036,733	2,739,383	10.9%
35	35	Kansas City Board of Trade	2,834,799	2,634,424	7.6%
36	32	Kansai Commodities Exchange	2,803,812	3,441,365	-18.5%
37	36	Malaysia Derivatives Exchange Berhad	2,632,543	2,009,460	31.0%
38	37	Winnipeg Commodity Exchange	2,030,455	1,811,616	12.1%
39	38	OneChicago	1,922,726	1,619,194	18.7%
40	39	Oslo Stock Exchange	1,748,742	1,201,319	45.6%

A) FIGURAS JURÍDICAS DE CONVALIDACIÓN: SECURITIZACIÓN Y PAQUETIZACIÓN

La "securitización", o titulización, es una transformación de activos ilíquidos en títulos valores negociables (activos más líquidos).

Consiste en reunir y agrupar ("paquetizar") un conjunto de activos crediticios (hipotecas, pagares, cheques, cupones de tarjetas de crédito), para que sirvan de respaldo a la emisión de títulos valores o certificados de participación (negociables en un mercado secundario). Básicamente es afectar un crédito a un título, sustituyendo activos. Permite a los emisores de títulos obtener financiamiento de los mercados de capitales.

En estos mercados (tanto bursátil como extrabursátil), los bancos median, pero no asumen el riesgo crediticio ya que la contingencia queda en cabeza del tenedor final del título (inversor).

B) ACTIVOS SUSCEPTIBLES DE TITULIZACIÓN

El conjunto debe ser homogéneo, debe reunir características análogas en materia de plazos, sistemas de amortización, tasas de interés, etc. que aseguren un flujo de fondos predecible, de modo que se puedan distinguir, sin dificultad, los riesgos inherentes a cada paquete de activos a securitizar, para que pueda ser clara la elección de la relación rentabilidad-riesgo por la que opte cada inversor

Tipos de activos

- Préstamos (hipotecarios, prendarios, personales, etc.)
- Facturas y Cheques de Pago Diferido.
- Cupones de tarjetas de crédito
- Leasing
- Pagares

C) VEHÍCULOS DE TITULIZACIÓN

En Argentina los vehículos que permiten la titulización son:

- Fideicomiso Financiero
- Fondos Comunes de inversión cerrados (de crédito).
- Obligaciones Negociables Garantizadas
- Letras Hipotecarias

Los vehículos más utilizados son el fideicomiso financiero y los fondos comunes de inversión porque separan el activo securitizado de la empresa originante.

D) FORMAS

En el ámbito internacional se conocen tres formas de securitización:

- Pura o con exposición fuera del balance (*off balance sheet*)
- Con exposición dentro del balance (*in balance sheet*)
- Mixta

E) TIPOS DE PAQUETIZACIÓN

-Con exposición fuera del balance:

Los créditos son transmitidos, en fideicomiso, del originante, al emisor (fiduciario) mediante venta, cesión o endoso. El emisor emite certificados de participación para colocarlos en el mercado de capitales. El originante, se desprende de sus créditos y, por lo tanto, desaparecen de su activo, en tanto que en su patrimonio no inciden como pasivo los títulos de deuda. Los pagos de los deudores de los créditos cedidos se depositan en una cuenta del fideicomiso, destinándose esos fondos a pagar según las condiciones de

emisión, generalmente, los gastos administrativos y fees, luego los servicios de intereses y la amortización de los certificados de participación.

-Con exposición dentro del balance:

Es una emisión de títulos garantizados, donde la cartera securitizada "no sale" del activo del originante, en tanto los títulos garantizados integran su pasivo. El flujo de fondos que los títulos generan no garantiza el pago de capital e interés. En una estructura de este tipo la mayor o menor solvencia del originante influye en la decisión de los inversores, por lo que el emisor, se ve obligado a ofrecer garantías adicionales además de la calificación.

-Mixto:

Es una combinación de atributos de las dos variantes anteriores debido a que, si bien, los activos a securitizar siguen formando parte del patrimonio del originador, los ingresos obtenidos por el flujo de fondos de los activos securitizados garantizan, exclusivamente, el pago de capital e intereses que generan los títulos emitidos.

5. COMPRENSIÓN TRIALISTA

El factor riesgo que a nuestro parecer caracteriza a la verdadera actividad bancaria se ha desplazado en cierto grado y tal vez ahora sea más seguro porque hay instrumentos científico-técnicos para controlar y dirigir el mercado (sanear o algo de lo que dice barrería del sistema) y crecientes despliegues monopólicos a las finanzas. La búsqueda del lucro que identifica a los bancos ha conquistado un estado de consagración y aunque haya grandes cuestionamientos respecto de la distribución de la riqueza no se plantean grandes problemas acerca del lucro de los bancos.

El régimen bancario y los institutos de crédito/derivados financieros son una acabada muestra de la capacidad capitalista de hacer que la riqueza se dinamice generando riqueza, llegando a la consagración más pura de la riqueza en abstracto en el pagaré y a la producción de un medio de pago de alguna manera análogo a la riqueza abstracta del papel moneda en el cheque y los derivados financieros-

La abstracción de los derivados/instituyas/instrumentos es una muestra del fraccionamiento del complejo real que caracteriza al capitalismo en su pretensión de que el valor se autonomice del ser. La realidad última del poder del sistema bancario (capitalista) se evidencia en que cuando tanto se discute la fuerza obligatoria de la voluntad contractual, procurando el desarrollo de comprensiones objetivistas del vínculo (y abstractas como el fideicomiso, el *Project finance*, etc.,) muy poco es lo que se cuestiona la abstracción de los títulos valores. Es posible que el sistema capitalista necesite que sea

cual fuere la justicia de la causa, el título valor sea casi incuestionable, pero entonces valdría investigar el significado de la diferencia con la solución que cada vez más se da a los contratos (mayormente con cláusulas predispuestas por los bancos).

El capitalismo se desenvuelve en la marcha desde la institucionalidad a la negocialidad y esto es lo que sucede en la evolución del crédito desde la institucionalidad de la garantía hipotecaria al triunfo del negocio, al nivel de constituirse por sí abstractamente, como sucede con especial intensidad en los títulos valores. La mayor institucionalidad se manifiesta v.g. en la exigencia de la constitución de la hipoteca (como la anticresis) por instrumento público.

El capitalismo radicaliza el crédito que debe valer por sí mismo, tiene que autoabastecerse (la titulización) de modo que sus manifestaciones más puras están sobre todo en estos instrumentos del mercado de capitales.

La actividad bancaria fue requiriendo cauces institucionales que sobre todo tuvieron formas societarias que dejaron al individual de los orígenes (hay algunos casos de individuos en Alemania e Italia, por ejemplo) a punto tal que en nuestra legislación bancaria pone en crisis los tipos cooperativos no solo mediante procesos de fusión y compra.

6. SEGUNDA PARTE: ETAPAS DE UNA "BURBUJA". CRECIMIENTO DEL VOLUMEN

Main Stages in a Bubble



7. ORÍGENES DE LA CRISIS: EE.UU.

A) CÓMO SE SALIÓ DE LA CRISIS MUNDIAL DE 1929

La crisis financiera mundial de 1929, se inició con el crack de la bolsa en Wall Street un jueves negro del 24 octubre. Produjo sus efectos durante diez años y se extendió por todo el mundo generando las causas de la devastadora Segunda Guerra Mundial¹⁸.

Desde 1929 hasta fines de 1933 fueron infructuosas todas las medidas de salvataje dispuestas por el presidente Herbert Hoover y la Reserva Federal de EE.UU.

Pero en junio de ese último año se adoptó una decisión que fue la piedra fundamental para salir de la crisis. La Glass-Steagall Act una ley que permitió a Franklin D. Roosevelt poner orden en las finanzas y desarrollar un ambicioso programa de obras públicas.

B) LA LEY GLASS-STEGALL DE 1933

Esta ley fue redactada por Carter Glass, ex secretario del Tesoro y fundador del Sistema de la Reserva Federal y por el senador Henry Bascom Steagall, estableciendo una clara diferenciación entre bancos comerciales:

- Bancos de ciudad, como el City Bank of New York o el Bank of Boston
- Bancos estatales, como el Wells Fargo Bank
- Bancos nacionales, como el Bank of America y el Chase National Bank.

Para que ningún banco grande pudiera dominar a los pequeños, se les aplicó la ley Sherman Act de antimonopolio, prohibiendo terminantemente las fusiones o adquisiciones de bancos.

Además, los bancos comerciales tuvieron que someterse a rígidos criterios éticos, prohibiéndoles realizar las siguientes operaciones:

- a) Asociarse con compañías financieras propias o ajenas,
- b) Integrar directorios de sociedades comerciales,
- c) Administrar fondos de pensiones o inversiones,
- d) Tener ingresos de operaciones bursátiles superiores al 18 %,
- e) Participar en negocios de seguros y tarjetas de crédito.

Esta ley, que tuvo una vigencia de casi 70 años, permitiendo que el sistema bancario americano fuese uno de los más sólidos y solventes del mundo.

¹⁸ MARGARITI, Antonio; "Crisis financiera mundial", *La Capital*, Rosario, 13 de noviembre 2008.

C) GRAMM-LEACH-BLILEY ACT (1999)

Como consecuencia de la política progresista, de Bill Clinton que prometía la distribución igualitaria de la riqueza, el parlamento americano sancionó la ley Gramm-Leach-Bliley en noviembre de 1999, que derogó la severa norma anterior.

Esta nueva ley autorizó a los bancos comerciales a convertirse en "industria financiera" para ofrecer diversos "productos financieros". Permitió a las Sociedades de Bolsa y a las firmas de corredores de Wall Street transformarse en Banca de inversión. De este modo, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Salomon brothers, Smith-Barney, Lehman Brothers y Morgan Stanley, se convirtieron en gestores responsables de incubar la crisis financiera.

Al disolverse la disciplina bancaria, los bancos comerciales comenzaron a participar en negocios de seguros, organizaron fondos de pensiones, desde sus salones vendían automóviles y artículos del hogar, crearon sus propias tarjetas de crédito y actuaron en inversiones especulativas, solos o asociados con la Banca de inversión. Los casos paradigmáticos fueron el Citigroup y el Wachovia Bank.

Simultáneamente se permitió una oleada de fusiones y adquisiciones, y se dio piedra libre para que la banca de inversión ofreciera derivados financieros, apalancados en astronómicos múltiplos de su propio capital. Cuantas más emisiones de bonos, mayores utilidades y mayores fortunas ingresaban en el bolsillo de los banqueros.

El negocio de los bancos dejó de ser la solidez y la solvencia, para pasar a ser la expansión, la multiplicación de negocios y las oportunidades lucrativas.

D) LA SECURITIZACIÓN Y PAQUETIZACIÓN

Este cambio regulatorio de amplia permisividad, fue alimentado por la expansión monetaria que Alan Greenspan provocó con sus constantes bajas de tasas de interés. La Reserva Federal se enroló en una política destinada a promover nichos especulativos que sirvieran como *warehouses* -depósitos contenedores- del exceso de fondos creados por ella misma.

La creación de dinero destinado a financiar el déficit del gobierno y las aventuras bélicas como la Guerra de Irak, provocaran inflación en los artículos de consumo diario, los bienes intermedios y la producción industrial. La nueva y abundante masa de dinero se canalizaba hacia mercados especulativos -como las hipotecas *subprime*- permitiendo detener el flujo hacia aquellos mercados que constituían el corazón de la canasta del consumidor final.

Pero, finalmente se produjo un ingreso arrollador en los mercados OTC de *commodities* y los precios se dispararon, beneficiando al petróleo, la soja, el cobre y todos los granos.

Surgieron así distintas burbujas financieras, convalidadas por figuras jurídicas, que crearon el ropaje para convertir los activos fijos en activos transmisibles.

Esta "securitización" dio lugar a la multiplicación de papeles negociables y la atomización de garantías por todos los mercados institucionales y OTC del mundo generando la aparición de los famosos activos tóxicos, creándose títulos de propiedad súper abstractos.

Se emitía un documento legal sobre un activo fijo, al que se agrega otro instrumento titulado que cargaba a su vez con el valor de otro activo. Ambos papeles se "paquetizaban" y se añadían a otros documentos securitizados. Se mezclaban, dividían, subdividían y repartían en infinitos paquetes de innumerables *hedge funds*. Dentro de un mismo paquete -que solía recibir la calificación de notas doble A o triple A- se formaban los famosos "derivados financieros" o "bonos estructurados".

Hoy nadie sabe dónde están estos papeles, cuáles son, qué garantías tienen, cuánto valen, ni quién los posee. Sólo los nombres rimbombantes de ciertos Fondos para despertar el interés de inversores.

Con este proceso de "securitización", la Banca de inversión consiguió apalancar infinitas veces su propio capital. De ese modo crecían exponencialmente los negocios sobre los cuales sus directivos cobraban fabulosos "bonus anuales" y recibían "opciones de compra de acciones" para casos de retiro (*golden parachutes*).

Idénticos procedimientos se aplicaron imprudentemente sobre un elevado número de hipotecas de pésima calidad, que fueron extendiéndose como mancha de aceite por todo el mundo

E) COMMUNITY REINVESTMENT ACT (1995)

Un eslabón fatal del intervencionismo estatal en el gobierno de Bill Clinton fue la CRA (*Community Reinvestment Act*) destinada a facilitar el otorgamiento de créditos a la población de origen afroamericano, hispanos, residentes indocumentados y desocupados.

Dicha ley federal obligó a los bancos y sociedades mutuales de ahorro a conceder un cupo de créditos a grupo sociales marginales, aún cuando no ofrecieran garantías de repago.

Comenzaron a lanzarse planes de hipotecas de 2º y 3º grado sobre una misma propiedad a medida que el precio de mercado aumentaba el valor de la misma. Las hipotecas *sub-prime* permitían cumplir con las obligaciones legales de cupos para esas minorías marginadas.

Los casos de insolvencias se cubrían mediante la "paquetización" de los "derivados financieros" porque permitía envolverlos con productos de mayor calidad.

Esa y no otra fue la razón de la enorme popularidad de Bill Clinton entre los electores de sectores marginados. Casi el 80 % de la población americana pudo tener una vivienda propia, hipotecada a largo plazo, por encima de sus posibilidades de amortización.

F) HUD'S REGULATION OF GOVERNMENT SPONSORED ENTERPRISES (1995-2001)

El último eslabón en esta cadena de intervenciones fueron las GSEs (*Regulation of Government Sponsored Enterprises*) establecida también por el gobierno de Bill Clinton entre 1995 y 2001.

Los bancos y las entidades financieras al darse cuenta del riesgo que corrían por aplicación de la anterior norma legal reclamaron garantías e impunidad penal frente a reclamos de potenciales inversores.

Entonces, el gobierno demócrata decidió ofrecer garantía estatal a todas las hipotecas *sub-prime* de empresas constructoras dedicadas a emprendimientos inmobiliarios de magnitud. El patrocinio estatal se hizo mediante las GSEs que garantizaban los activos tóxicos a través de dos gigantescas empresas privadas amparadas por el Estado:

Fannie-Mae (que al momento de su quiebra presentaba activos de hipotecas *sub-prime* por u\$s 882,5 mil millones).

Freddie-Mac (quien tenía hipotecas similares por u\$s 794,3 mil millones). En total 1,7 trillones de dólares (u\$s 1.700.000.000.000).

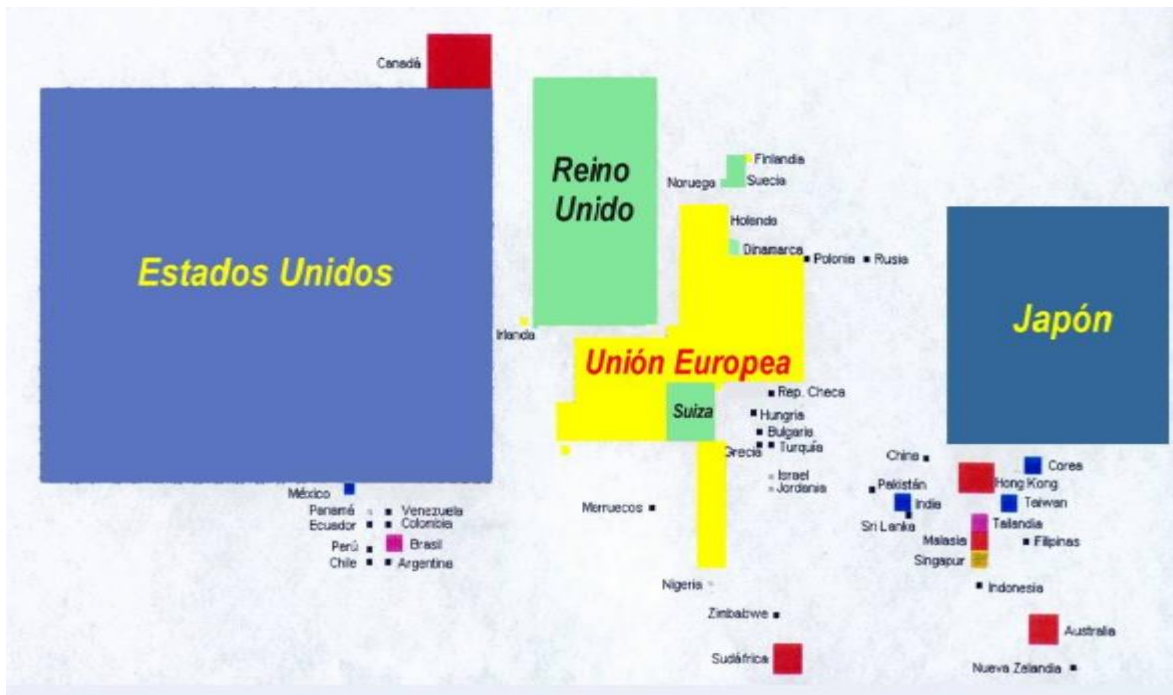
La magnitud de tales activos es equivalente a 2,5 veces el monto del salvataje que el Congreso otorgó a George W. Bush.

Con esta garantía, los emisores de bonos especulativos pudieron ofrecer alegremente créditos a quienes quisieran comprar viviendas cualquier fuese la disparidad entre sus ingresos y el costo de los inmuebles. EE. UU. disfrutó de un verdadero festival de endeudamiento similar al de nuestro país que terminó con la confiscación de los depósitos y el corralón de Duhalde.

8. MAGNITUD DE LA CRISIS¹⁹

TITULOS MONETARIOS	U\$S SEPTIEMBRE 2008	SEPTIEMBRE 2008	MARZO 2009
<ul style="list-style-type: none"> • Derivados financieros • Hipotecas subprime • Bonos Bernard Madoff • Bonos Stanford Bank 	601,1 trillones de U\$S	716	0
<ul style="list-style-type: none"> • Certific. money-market • Bonos a corto plazo 	12,5 trillones de U\$S	15	11,2
<ul style="list-style-type: none"> • Billetes U\$S Circulantes 	837,6 mil millones de U\$S	1	1,8

A) ECONOMÍAS MAS AFECTADAS



¹⁹ Fuente: Bank for International Settlements, Basile, 2009.

B) SITUACIÓN ACTUAL

Tanto Henry Paulson, como Timothy Geithner, no encuentran la vuelta para el salvataje de grandes bancos, las contaminadas Fannie-Mae y Freddie-Mac y la aseguradora AIG. La razón es la siguiente:

Ambos bosquejaron un programa TARP (*Troubled Assets Relief Program*) destinado a comprar a los bancos los papeles tóxicos para retirarlos del mercado. Pero luego al asumir el último cambió el plan por la idea de recapitalizar 3 o 4 grandes bancos y salvar 2 o 3 grandes industrias. Eso ocurrió porque nadie sabía dónde están escondidos los activos tóxicos.

Por primera vez en la historia del capitalismo, los papeles que representan una propiedad privada no están registrados en ningún lugar, no se sabe qué representan, se ignora qué activos integran y en qué bancos o entidades financieras están contabilizados, ya que la mayoría son *off balance sheet*.

El mal sólo se puede corregir cuando estos papeles tóxicos se rescaten y destruyan. Por eso existe una poderosa corriente de opinión en EE.UU. que piensa que los grandes bancos poseedores de tales activos envenenados deben ir al *Chapter 11*. El Banco de Inglaterra estima que esta situación volátil podría durar 5 años.

C) CIRCUNSTANCIAS QUE INDIGNAN

1º Sólo salvan a grandes bancos que no fueron los de mejor desempeño, premiando a los responsables del fracaso. Por eso al proceso lo llaman "*vulture capitalism*" (capitalismo buitre)

2º No se hace pagar el pato a los imprudentes que se metieron en deudas hipotecarias que no podían pagar, con lo cual la crisis de insolvencia se ha convertido en "*meltdown*" (depresión).

3º El gobierno norteamericano ha sancionado un fenomenal déficit que supera el 12 % del PIB y llevado el gasto público al paroxismo sin saber quién va a pagar la cuenta. Europa ha pedido garantías de mantenimiento del valor en los bonos del Tesoro. Se han caído los ahorros del Estado y el gobierno ya no tiene margen adicional para financiar nada. De manera, se está incubando para los próximos años, una burbuja de bonos del Tesoro y una inflación con recesión. Entonces será la caída del dólar, pero hoy nadie está en condiciones de saber cuándo ocurrirá este nuevo colapso.

9. LA REFORMA AL SISTEMA CAPITALISTA

Con respecto a la supuesta muerte del capitalismo, ello no pasa de ser un "*wishful thinking*" (sueño) de los enemigos de la propiedad privada y la libre iniciativa. En el mundo entero, nadie sensato propone una forma de planificación central como la de la ex Unión Soviética, ni una economía dirigida como la del III Reich, ni una estatización de la actividad económica como ocurrió en Venezuela. Equivocadas o no, las medidas tienden a fortalecer el sistema capitalista, respaldando las empresas, sin sustituirlas por empresas públicas.

Lo que sí comienza a pensarse es que el capitalismo debe estar sujeto a reglas de rígido cumplimiento y que el mundo económico tiene que volver a aceptar que el sistema capitalista necesita desenvolverse dentro de un marco de justicia, porque sólo con esta base la propiedad privada y la libre iniciativa pueden adquirir un alto valor social. Sin embargo, las gigantescas organizaciones públicas o privadas, el culto de lo colosal que practican los gobiernos, los grandes conglomerados económicos y la ingeniería financiera ideada para concentrar recursos y manipularlos políticamente, constituyen todos ellos el principal enemigo de la propiedad privada.

Gilbert K. Chesterton escribió "La diferencia ideológica actual no ha sido entre capitalismo y socialismo, sino entre lo grande y lo pequeño. Grandes son los gobiernos, grandes son las empresas públicas, grandes son los bancos internacionales y grandes las corporaciones hiper-apalancadas. Pequeños son los trabajadores por cuenta propia, pequeñas son las familias, pequeñas son las explotaciones agrícolas personales y pequeñas son las empresas atendidas por sus dueños. Entonces ¿qué más me da que todas las tierras del Condado sean propiedad del Estado o sean propiedad de un monopolio dirigido por el duque de Wellington?".

10. CONCLUSIÓN

El mundo financiero ha olvidado por completo que, para que exista un mercado de competencia perfecta, quienes en él operan deben ser muchas unidades de pequeño tamaño, tanto en la oferta como la demanda. El orden social humanista no puede crecer en un mundo de organizaciones gigantescas o de instituciones enormes, que sacrifican al individuo en aras de la eficiencia. Siempre, los criterios macro terminan sofocando las aspiraciones y esperanzas micro. Para Margariti, el sistema capitalista es un sistema de propiedad privada de personas individuales, basado en reglas morales, que requiere:

- a) amplia difusión de la propiedad privada, registrada.
- b) seguridad jurídica en la posesión pacífica de los bienes.
- c) respeto irrestricto a la palabra empeñada.