

Buenos Aires, agosto 21 de 2026

**Ref.: EX-2026-75285353- -APN-GFF#CNV –
Proyecto de Resolución General s/ PIC FAL**

**COMENTARIOS DE ESTUDIO PETITTO, ABOGADOS AL PROYECTO DE
RESOLUCIÓN GENERAL CNV N° 1161/2026 SOBRE PRODUCTOS DE
INVERSIÓN COLECTIVA – FONDOS DE ASISTENCIA LABORAL**

Estudio Petitto, Abogados SRL formula los siguientes comentarios respecto del Proyecto de Resolución General sobre Productos de Inversión Colectiva destinados a la instrumentación de los Fondos de Asistencia Laboral (“PIC FAL”), en el entendimiento de que la reglamentación definitiva constituye una oportunidad relevante para desarrollar un sistema competitivo, eficiente y seguro, que permita compatibilizar adecuadamente la finalidad laboral de los fondos con el desarrollo del mercado de capitales argentino.

La naturaleza obligatoria de las contribuciones que integrarán los FAL, el volumen potencial de recursos que serán administrados y su permanencia en el sistema justifican un régimen especialmente prudencial. Sin embargo, esa prudencia debería instrumentarse prioritariamente mediante requisitos objetivos de solvencia, organización, capacidad operativa, trazabilidad, gestión de riesgos y supervisión, evitando restricciones que produzcan innecesariamente concentración de mercado o ventajas regulatorias entre sujetos que se encuentran autorizados para desarrollar actividades funcionalmente equivalentes.

Nos referiremos en esta presentación, solamente a aquellos puntos de la norma que merezcan una opinión de nuestra parte.

1. Entidades Habilitadas. Eliminación de requisitos de escala y tratamiento regulatorio equivalente

El artículo 51 del Proyecto establece requisitos diferenciados para que los sujetos registrados ante CNV puedan actuar como Entidades Habilitadas para la administración de Productos de Inversión Colectiva destinados a Fondos de Asistencia Laboral (“PIC FAL”).

En particular, para los Fiduciarios Financieros inscriptos ante CNV exige contar con, al menos, diez fideicomisos financieros vigentes con oferta pública y un volumen mínimo de valores fiduciarios en circulación equivalente a UVA 50.000.000.

Para las Sociedades Gerentes de Fondos Comunes de Inversión exige, igualmente, la administración de al menos diez fondos y un patrimonio neto agregado mínimo equivalente a UVA 50.000.000.

Sin embargo, dichos requisitos no resultan exigibles cuando el fiduciario reviste carácter de Entidad Financiera.

Consideramos conveniente revisar integralmente este esquema. En este sentido, entendemos que la condición de Fiduciario Financiero o Sociedad Gerente de Fondos Comunes de Inversión debidamente registrada y autorizada por CNV debería constituir requisito suficiente para acceder al régimen y actuar como Entidad Habilitada, sin exigencias adicionales vinculadas con la cantidad histórica de vehículos administrados o con el volumen de activos bajo administración. Los sujetos registrados ante CNV ya se encuentran sometidos a requisitos patrimoniales, organizativos, de idoneidad, información y supervisión específicamente vinculados con las actividades que desarrollan. En consecuencia, no parece necesario establecer una categoría adicional de fiduciarios financieros o sociedades gerentes habilitados para administrar FAL basada exclusivamente en su escala previa, como no la contempla la norma para otro tipo de actividad fiduciaria.

Tampoco advertimos que los parámetros de diez vehículos o UVA 50.000.000 constituyan indicadores necesariamente adecuados de capacidad para administrar un PIC FAL. Tales requisitos miden fundamentalmente escala histórica en otros productos, pero no necesariamente capacidad específica para gestionar adecuadamente este nuevo régimen, es decir jamás el volumen acreditó idoneidad.

Esta circunstancia adquiere mayor relevancia frente al tratamiento previsto para las Entidades Financieras. La autorización para operar bajo la Ley de Entidades Financieras no acredita, por sí misma, una mayor experiencia específica en administración fiduciaria, gestión de fondos comunes de inversión, administración de patrimonios separados, registración individualizada de participaciones, conciliación de aportes o trazabilidad de fondos. Por ello, no advertimos una razón suficiente para presumir capacidad para administrar PIC FAL por la sola condición de Entidad Financiera y, simultáneamente, exigir a Fiduciarios Financieros y Sociedades Gerentes -cuya actividad específica se encuentra directamente relacionada con la administración de los vehículos previstos para instrumentar los FAL- requisitos adicionales de trayectoria y escala. De hecho, la especialización de manejo de carteras de inversión está más asociada a los operadores del mercado de capitales y fiduciarios especializados que a los bancos en sí mismos.

Entendemos importante distinguir, a estos efectos, entre condiciones de acceso al régimen y obligaciones operativas derivadas de la administración de un PIC FAL.

La inexistencia de barreras adicionales de acceso no supone disminuir los estándares de funcionamiento. Todos los sujetos que administren PIC FAL deberán cumplir, en condiciones equivalentes, los requerimientos específicos que correspondan en materia de sistemas tecnológicos, trazabilidad de aportes y movimientos, segregación patrimonial conciliación, controles internos, seguridad informática, continuidad operativa, información a empleadores, interacción con ARCA y demás obligaciones propias del régimen y esto es un unificador para el sistema.

Estas exigencias deberían configurarse como obligaciones funcionales uniformes aplicables a todas las Entidades Habilitadas, y no como requisitos de acceso basados en la dimensión histórica del administrador. Que la automotriz FIAT venda más automóviles que la automotriz FERRARI, no implica que la primera produzca mejores vehículos que la segunda.

En consecuencia, proponemos como criterio principal eliminar los requisitos cuantitativos previstos de cantidad de vehículos y volumen administrado previstos en el artículo 51, permitiendo actuar como Entidad Habilitada a todo Fiduciario Financiero y Sociedad

Gerente debidamente registrados ante CNV que cumplan las obligaciones operativas correspondientes al PIC FAL.

Subsidiariamente, para el supuesto de considerarse indispensable mantener requisitos adicionales de acceso, entendemos que éstos deberían:

- encontrarse directamente vinculados con la función a desarrollar;
- responder a parámetros objetivos y verificables de capacidad operativa;
- resultar proporcionales al riesgo efectivamente asumido;
- aplicarse bajo condiciones equivalentes a todos los sujetos habilitados, incluidas las Entidades Financieras; y
- no establecer diferencias derivadas exclusivamente de la naturaleza jurídica o de la escala histórica del administrador.

Adicionalmente, sugerimos contemplar la opción adicional de que cualquiera de los presentantes sin discriminar su actividad ni condición regulatoria, cuente con al menos, tres años ininterrumpidos con operaciones realizadas en base a su objeto social y actividad de registro.

Esta solución favorecería una mayor participación de operadores especializados, evitaría barreras de entrada que podrían producir una concentración innecesaria del mercado y resultaría consistente con el propósito expresado en el propio Proyecto de procurar que los FCIA FAL y los FF FAL constituyan vehículos funcionalmente equivalentes.

En un régimen caracterizado por contribuciones obligatorias, políticas de inversión reguladas y costos máximos predeterminados, consideramos particularmente importante preservar la competencia entre administradores como mecanismo para promover eficiencia operativa, costos adecuados, calidad de servicio, innovación tecnológica y mejores resultados para los empleadores participantes.

2. Preservación de la competencia entre administradores

En línea con lo que hemos expresado anteriormente, la futura regulación debería procurar expresamente que el régimen FAL se desarrolle bajo condiciones de amplia competencia.

Se trata de un sistema que combina:

- contribuciones obligatorias;
- límites regulatorios a las inversiones;
- un límite máximo global de honorarios, comisiones y gastos; y
- un conjunto relativamente homogéneo de activos elegibles.

En ese contexto, la calidad del servicio, la eficiencia operativa, la capacidad tecnológica, la política concreta de inversión dentro de los márgenes permitidos y la rentabilidad neta obtenida adquieren una relevancia sustancial como elementos diferenciadores entre administradores.

Limitar artificialmente el número de Entidades Habilitadas podría disminuir esos incentivos competitivos y producir una concentración que no parece necesaria para alcanzar los objetivos prudenciales del régimen.

La regulación debería promover, por el contrario, el ingreso de todos aquellos administradores que acrediten idoneidad y capacidad operativa suficiente, en donde será posteriormente el mercado quien distinga a los más aptos para el mantenimiento de sus actividades.

3. Política de inversiones. Ampliación progresiva de activos elegibles e incorporación de instrumentos adecuados para la administración de liquidez.

(a) Planteamiento del tema:

Entendemos adecuada la existencia de principios prudenciales de seguridad, liquidez, diversificación y preservación del capital aplicables a las inversiones de los Fondos de Asistencia Laboral.

Sin embargo, consideramos que el universo de inversiones actualmente establecido por la Resolución MECON N° 1276/2026 resulta excesivamente limitado para vehículos que, por su naturaleza, permanencia y volumen potencial, pueden constituirse en importantes inversores institucionales del mercado de capitales argentino.

La normativa actualmente concentra las posibilidades de inversión en un número reducido de categorías, deuda del Estado Nacional, deuda provincial y de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, depósitos en entidades financieras y obligaciones negociables, estas últimas sujetas además a requisitos particularmente restrictivos de elegibilidad.

Entendemos que la seguridad patrimonial de los FAL no debería procurarse exclusivamente mediante la reducción del universo de activos elegibles. Por el contrario, una adecuada administración prudencial puede alcanzarse de manera más eficiente combinando un universo suficientemente amplio de instrumentos con límites objetivos de concentración, calidad crediticia, liquidez, plazo, diversificación y exposición por emisor.

Una excesiva restricción de las categorías de inversión puede producir el efecto contrario al perseguido, concentrando las carteras de los distintos FAL en los mismos activos y emisores y reduciendo, en consecuencia, las posibilidades reales de diversificación del riesgo y de diferenciación entre PIC FAL.

Por ello, consideramos conveniente evaluar progresivamente la incorporación, bajo parámetros prudenciales específicos, de otros instrumentos regulados, transparentes y vinculados con el mercado de capitales local, entre ellos:

- valores fiduciarios representativos de deuda de fideicomisos financieros con oferta pública;
- instrumentos de financiamiento PyME negociados en mercados autorizados y respaldados por mecanismos adecuados de garantía;
- pagarés bursátiles y cheques de pago diferido con garantías compatibles con el perfil prudencial del régimen;
- valores representativos de deuda de corto plazo;
- cuotapartes de fondos comunes de inversión cuyas características de liquidez, composición y riesgo resulten compatibles con los objetivos del FAL;
- cauciones bursátiles colocadoras concertadas en mercados autorizados por CNV; y
- otros valores negociables e instrumentos destinados al financiamiento productivo, infraestructura y economía real que satisfagan parámetros predeterminados de calidad crediticia, liquidez y diversificación.

Sobre las cauciones bursátiles y administración de liquidez, consideramos particularmente conveniente evaluar la incorporación de las cauciones bursátiles colocadoras entre las inversiones admitidas.

Por sus características de corto plazo, su concertación dentro de la infraestructura regulada del mercado de capitales y los mecanismos de garantía aplicables, constituyen instrumentos especialmente aptos para la administración transitoria de liquidez de los PIC FAL.

Esta característica adquiere especial relevancia considerando que los administradores deberán compatibilizar permanentemente dos objetivos, obtener una rentabilidad adecuada sobre los recursos administrados y conservar disponibilidad suficiente para atender las obligaciones derivadas de las desvinculaciones laborales.

La caución bursátil puede contribuir precisamente a gestionar esa necesidad, permitiendo colocar disponibilidades por períodos breves dentro de la infraestructura del mercado regulado.

En este sentido, resulta atendible que el régimen admita expresamente depósitos en entidades financieras y no contemple las cauciones bursátiles colocadoras. Sin pretender equiparar instrumentos jurídicamente diferentes, no advertimos razones prudenciales evidentes que justifiquen la exclusión absoluta de una operación de mercado garantizada y de corto plazo que puede contribuir simultáneamente a la liquidez, rentabilidad y diversificación de las disponibilidades del FAL, acompañando el movimiento de las tasas de referencia del mercado, evitando descalces o desacoples con colocaciones a más largo plazo.

Su incorporación resultaría, además, consistente con el objetivo general de canalizar los recursos del sistema hacia instrumentos del mercado financiero y de capitales argentino.

Respecto de la ampliación progresiva y distribución de competencias regulatorias, reconocemos que el Decreto N° 408/2026 atribuye al Ministerio de Economía la determinación de los límites aplicables a las inversiones y que la Resolución MECON N° 1276/2026 es la norma que actualmente delimita las categorías de activos elegibles.

En consecuencia, la presente observación no pretende atribuir a CNV competencias que corresponden al Ministerio de Economía.

Sin embargo, teniendo en consideración la especialización técnica de CNV, su conocimiento de los instrumentos disponibles en el mercado y su función institucional vinculada con el desarrollo del mercado de capitales, consideramos conveniente que CNV preserve en su reglamentación la mayor flexibilidad posible dentro del marco establecido por el Ministerio de Economía y evalúe propiciar ante dicho Ministerio una ampliación progresiva del universo de activos elegibles.

Podría contemplarse, por ejemplo, una combinación entre:

- a) categorías de activos expresamente autorizadas por el Ministerio de Economía; y
- b) otros instrumentos o valores negociables emitidos y negociados localmente que, encontrándose sujetos a regulación y supervisión, cumplan parámetros objetivos de seguridad, liquidez, calidad crediticia, diversificación y garantía que determine la reglamentación aplicable.

Este esquema permitiría adaptar progresivamente la política de inversiones a la evolución del mercado y a la experiencia efectiva que vaya obteniéndose durante el funcionamiento del sistema, sin disminuir los estándares prudenciales.

Asimismo, podría contemplarse una revisión periódica del universo de activos elegibles de sus límites de inversión, especialmente una vez transcurrida la primera etapa de funcionamiento del régimen, utilizando información empírica sobre aportes, rescates, necesidades de liquidez, rendimientos y comportamiento de las carteras. Esto permitiría un proceso inverso de aprendizaje, en donde las exclusiones estén fundadas en la experiencia de una incorrecta aplicación anterior y no al revés.

La ampliación propuesta permitiría:

- mejorar la diversificación efectiva del riesgo;
- reducir la concentración de las carteras en un número limitado de activos y emisoras;
- generar distintas estrategias de administración entre Entidades Habilitadas;
- mejorar la administración de liquidez;
- favorecer la competencia entre administradores;
- canalizar recursos hacia el financiamiento del sector privado y de la economía real; y
- contribuir a la profundización del mercado de capitales argentino.

Entendemos que una regulación de estas características permitiría compatibilizar adecuadamente la finalidad protectora de los recursos del FAL con el propósito, también presente en el régimen, de promover la inversión productiva local y el desarrollo del mercado de capitales.

(b) Antecedentes nacionales. Diversificación de activos y protección del patrimonio administrado. Sustento adicional a esta postura regulatoria:

Entendemos que la amplitud del universo de inversiones propuesta no resulta incompatible con la finalidad prudencial que debe caracterizar la administración de los Fondos de Asistencia Laboral.

En este sentido, resulta ilustrativo considerar antecedentes regulatorios nacionales correspondientes a otros patrimonios administrados sujetos a una finalidad social especialmente protegida.

El Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS) administrado por ANSeS constituye un primer antecedente relevante. Si bien su naturaleza, finalidad y régimen jurídico difieren sustancialmente de los correspondientes a los FAL, su normativa admite un universo de inversiones considerablemente más amplio, que comprende, entre otros activos, obligaciones negociables y otros títulos privados, depósitos, acciones, fondos comunes de inversión, instrumentos hipotecarios, fideicomisos financieros y valores destinados al financiamiento de proyectos productivos, inmobiliarios y de infraestructura.

La cartera efectiva del FGS presenta actualmente una elevada concentración en deuda pública nacional, en donde al 31 de diciembre de 2025, los Títulos Públicos Nacionales representaban aproximadamente el 75,6% de una cartera total de \$106,1 billones. No hemos detectado información confiable más actualizada.

Esta circunstancia permite distinguir dos cuestiones conceptualmente diferentes, la amplitud regulatoria del universo de inversiones y la política efectiva de asignación de activos.

Entendemos que dicha distinción resulta especialmente relevante para el diseño de los FAL, en donde la regulación puede admitir un universo suficientemente amplio de activos y, simultáneamente, establecer límites prudenciales que permitan a cada administrador

construir su cartera atendiendo a criterios de seguridad, liquidez, rentabilidad y diversificación. La protección patrimonial no requiere necesariamente restringir ex ante las alternativas de inversión a un número reducido de categorías.

Un segundo antecedente de particular interés es el régimen de inversiones aplicable a los fondos administrados por las antiguas Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP).

Sin efectuar una asimilación entre sistemas que respondían a finalidades, dimensiones y estructuras diferentes, resulta relevante señalar que aquellos fondos —destinados a administrar ahorro previsional individual y, por ello, sujetos a una finalidad social especialmente sensible como esta— disponían de un universo de inversiones significativamente más amplio.

La regulación admitía, bajo límites específicos, títulos públicos nacionales y provinciales, obligaciones negociables, depósitos, acciones, fondos comunes de inversión, instrumentos hipotecarios, fideicomisos financieros, instrumentos vinculados con inversiones productivas y determinadas operaciones de cobertura, entre otras categorías.

La protección del patrimonio administrado se estructuraba entonces mediante la combinación de límites por clase de activo, límites por emisor, requisitos de calidad crediticia, reglas de diversificación y supervisión regulatoria, y no exclusivamente mediante la reducción del universo de instrumentos elegibles.

La experiencia efectiva resulta también ilustrativa. Con datos históricos que hemos podido recabar, durante 2007, las AFJP administraban aproximadamente \$94.000 millones y el financiamiento al sector privado representaba alrededor del 15% de sus carteras. Sus inversiones comprendían, entre otros instrumentos, aproximadamente \$9.000 millones en fondos comunes de inversión y \$3.500 millones en fideicomisos financieros estructurados.

Asimismo, al momento de la transferencia de las carteras al sistema público en diciembre de 2008 coexistían títulos públicos con depósitos, acciones, fondos comunes de inversión, obligaciones negociables, fideicomisos financieros, activos vinculados con proyectos productivos y otros instrumentos.

Estos antecedentes no se invocan con el objeto de trasladar mecánicamente al FAL modelos regulatorios correspondientes a sistemas diferentes. Por el contrario, permiten extraer un principio prudencial más general, en donde podemos comprobar que, en la práctica, la seguridad del patrimonio administrado no depende necesariamente de restringir las inversiones a un número reducido de activos, sino de establecer una adecuada combinación entre calidad crediticia, liquidez, diversificación, límites de concentración y supervisión.

Incluso los antecedentes nacionales correspondientes a patrimonios destinados a finalidades previsionales —cuya sensibilidad social y horizonte de administración justificaban estándares particularmente elevados de protección— contemplaron universos de inversión sustancialmente más amplios que el actualmente previsto para los FAL, lo que adicionalmente colabora con la expansión y solidificación de un mercado de capitales flaco en incentivos de inversión.

En este contexto, la concentración de las alternativas de inversión de los FAL fundamentalmente en deuda pública, depósitos bancarios y un universo particularmente

restringido de obligaciones negociables puede generar un resultado contrario al principio prudencial perseguido, reducir la diversificación y concentrar una proporción significativa de los recursos administrados en un número limitado de clases de activos y emisores.

Consideramos, por ello, que la regulación debería privilegiar un modelo basado en la diversificación prudencial, antes que en la restricción taxativa de activos.

La ampliación progresiva del universo elegible —incorporando instrumentos regulados y supervisados por CNV y estableciendo para cada categoría límites adecuados de exposición, liquidez, concentración y calidad crediticia— permitiría preservar la seguridad de los recursos y, simultáneamente, favorecer la diversificación de riesgos, la competencia entre estrategias de administración y la canalización de ahorro institucional hacia el financiamiento productivo y el mercado de capitales argentino.

Entendemos que este enfoque resulta más consistente con la naturaleza y finalidad de los FAL y con el objetivo general de promover la inversión productiva local, sin disminuir los estándares de protección que deben regir la administración de estos recursos.

Desde el análisis realizado, podemos establecer que el propio FGS contradice, desde el punto de vista normativo, la idea de que un patrimonio de finalidad social deba protegerse mediante un menú extremadamente corto de inversiones. Su art. 74 admite entre otros supuestos, FF hasta 30%, ON/deuda privada hasta 40%, acciones hasta 50%, FCI hasta 20% y proyectos productivos hasta 50%, entre otros, sin poder decir que esta amplitud ha producido un deterioro en el patrimonio administrado

Esto nos permite concluir una vez más, que confiar en el criterio de inversión de los administradores profesionales de carteras de nuestro mercado local no es descabellado, dado que: **“la seguridad del FAL debe provenir de la calidad y diversificación de su cartera, de la profesionalización de sus administradores y no de la concentración regulatoria de sus alternativas de inversión”.**

4. Requisito de doble calificación “AAA”. Efectos sobre la diversificación y concentración de las inversiones

Consideramos conveniente revisar la exigencia establecida para determinadas inversiones de contar con calificación de riesgo “AAA” en escala nacional otorgada por, al menos, dos agentes de calificación de riesgo registrados ante la CNV.

Compartimos plenamente el objetivo prudencial de preservar la calidad crediticia de los activos que integren los FAL. Sin embargo, entendemos que el mecanismo elegido para alcanzar ese objetivo resulta excesivamente restrictivo y puede producir un efecto contrario a otros principios que inspiran el régimen, particularmente el de diversificación del riesgo crediticio.

Un relevamiento de emisiones realizadas en el mercado de capitales argentino durante los últimos dos años permite advertir que, si bien existen emisiones con dos calificaciones AAA —entre ellas emisiones de YPF, Vista Energy y Profertil—, una parte significativa de esos instrumentos fue emitida o resulta pagadera en dólares estadounidenses y, por consiguiente, queda excluida del universo de inversión de los FAL.

La combinación de los distintos requisitos regulatorios —instrumentos integrados y pagaderos en pesos, modalidades de rendimiento admitidas y dos calificaciones AAA simultáneas— reduce sustancialmente el universo de obligaciones negociables efectivamente elegibles. Es cierto que muchas veces la norma hace mercado pero, es bastante improbable que el mercado responda con este tipo de emisiones en el volumen que se espera administrar bajo los fondos FAL.

Esta circunstancia resulta particularmente evidente en las emisiones de corto plazo. Existen emisores que poseen simultáneamente las máximas calificaciones nacionales de largo plazo otorgadas por FIX y Moody's Local, pero cuyas obligaciones negociables de corto plazo reciben, precisamente por su plazo, las máximas categorías correspondientes a las escalas específicas de corto plazo —por ejemplo, A1+(arg) y ML A-1.ar— y no la denominación “AAA”.

Un ejemplo concreto es una emisión reciente de Mercado Pago Servicios de Procesamiento por \$35.000 millones, denominada en pesos, a tasa TAMAR más margen y con plazo de un año. Pese a tratarse de un emisor que posee máxima calificación nacional de largo plazo por ambas agencias, la emisión recibió las máximas categorías aplicables al corto plazo —A1+(arg) y ML A-1.ar—, circunstancia que podría excluirla literalmente del régimen por no contar con dos calificaciones denominadas “AAA”.

Asimismo, la exigencia de contar con dos calificaciones no constituye exclusivamente una medida de calidad crediticia. Una emisión puede contar con máxima calificación otorgada por un agente de calificación registrado ante CNV y no disponer de una segunda calificación simplemente porque el emisor no la contrató en base a que la norma lo permite y el mercado no lo exige como requisito de adquisición. La regla introduce así una condición adicional que puede favorecer a emisores de mayor escala y frecuencia en el mercado sin que ello represente necesariamente una diferencia equivalente en el riesgo del instrumento.

El resultado agregado puede ser contrario al perseguido con un número reducido de emisiones elegibles y la consecuente concentración de las inversiones de los distintos FAL en los mismos emisores e instrumentos.

Entendemos que este efecto no resulta consistente con la lógica general del régimen ni con los principios de seguridad y diversificación que justificaron su creación. La diversificación constituye en sí misma una herramienta fundamental de administración prudencial del riesgo y, por ello, una regla destinada a incrementar la seguridad de las inversiones no debería terminar restringiendo de tal manera el universo elegible que provoque una concentración artificial de las carteras.

Por ello, proponemos revisar el requisito de doble calificación AAA y sustituirlo por un criterio que preserve la elevada calidad crediticia sin afectar innecesariamente la diversificación. En particular, sugerimos considerar:

- la suficiencia de una calificación otorgada por un agente de calificación registrado ante CNV;
- el reconocimiento de las máximas categorías equivalentes de las escalas de corto plazo, cuando corresponda por las características del instrumento; y
- eventualmente, la admisión de otras categorías de elevada calidad crediticia mediante límites de exposición diferenciados, de manera que la protección prudencial se instrumente mediante diversificación, límites por emisor y calidad crediticia, y no exclusivamente mediante la exclusión absoluta de activos.

Consideramos que esta solución preservaría adecuadamente el objetivo de seguridad perseguido por la normativa y, simultáneamente, permitiría ampliar el universo de activos elegibles, mejorar la diversificación de las carteras y reducir la concentración de los recursos de los FAL en un número limitado de emisores.

5. Liquidez. Preservar autonomía de gestión

Consideramos acertado que el Proyecto reconozca que la política de liquidez deberá ser definida por cada PIC FAL atendiendo a su estrategia de inversión y a los activos integrantes de la cartera.

El mínimo prudencial establecido por la normativa debería funcionar como un piso y no como un modelo uniforme de administración.

La Entidad Habilitada debería conservar la responsabilidad de gestionar la liquidez en función, entre otros factores, de:

- características de los empleadores participantes;
- FAL individual o colectivo;
- comportamiento histórico y esperado de las obligaciones;
- tamaño del vehículo;
- concentración de aportantes;
- duración de la cartera;
- liquidez secundaria de los instrumentos; y
- flujos previsibles de contribuciones.

Una regulación excesivamente uniforme podría reducir rentabilidad sin generar una mejora proporcional en la protección de los recursos.

6. Portabilidad entre Entidades Habilitadas

El artículo 58 permite la portabilidad entre diferentes Entidades Habilitadas únicamente con periodicidad semestral y restringe adicionalmente las épocas de ejercicio a los meses de junio y diciembre.

Entendemos conveniente flexibilizar este régimen.

La portabilidad constituye uno de los principales instrumentos mediante los cuales el empleador puede disciplinar la calidad del servicio, la eficiencia operativa y los resultados de inversión obtenidos por la Entidad Habilitada.

Una restricción excesiva reduce sustancialmente este mecanismo competitivo.

Se propone permitir la portabilidad en cualquier momento, o al menos establecer ventanas significativamente más frecuentes, sujetas únicamente a:

- inexistencia de obligaciones pendientes;
 - un plazo razonable de preaviso;
 - procedimientos estandarizados de transferencia;
 - mecanismos que impidan perjuicios patrimoniales a otros participantes del vehículo;
- y;

- la posibilidad de efectuar transferencias en especie cuando resulte operativamente posible.

El plazo de diez días hábiles previsto para materializar el traspaso aparece razonable; lo que consideramos conveniente revisar es la restricción temporal para solicitarlo, dado que es muy difícil retener a nuestro lado a alguien que ya no quiere estar con nosotros.

7. Asignación de oficio. Transparencia y neutralidad competitiva

El procedimiento de asignación de oficio puede convertirse en una fuente relevante de participantes para determinados PIC FAL.

Por ese motivo, consideramos indispensable que la regulación definitiva establezca criterios objetivos, transparentes, verificables y neutrales para determinar cómo se distribuirán los empleadores que no seleccionen voluntariamente una Entidad Habilitada.

El procedimiento debería evitar cualquier mecanismo que pueda producir ventajas competitivas derivadas del tamaño, naturaleza jurídica o participación previa de las Entidades Habilitadas.

Podría contemplarse, entre otras alternativas, un sistema de asignación aleatoria o rotativo entre todas las entidades que voluntariamente adhieran al mecanismo y cumplan condiciones uniformes.

Asimismo, resultaría conveniente publicar periódicamente información agregada sobre las asignaciones efectuadas.

8. Límite de honorarios, comisiones y gastos

Compartimos el objetivo de preservar el límite legal global de costos del sistema.

Sin embargo, resulta conveniente delimitar con precisión cuáles son los conceptos correspondientes a la administración ordinaria comprendidos dentro del límite y cuáles responden a acontecimientos extraordinarios no imputables a la Entidad Habilitada.

La regulación debería evitar que gastos extraordinarios, litigios, actuaciones judiciales, medidas regulatorias excepcionales, reestructuraciones o servicios profesionales extraordinarios deban necesariamente ser absorbidos dentro de un límite concebido para cubrir la administración ordinaria.

Una adecuada definición permitirá preservar simultáneamente el límite legal y la sostenibilidad económica de los vehículos.

9. Intermediarios y prestadores de servicios

La estructura de un PIC FAL puede requerir la participación de agentes de negociación, depositarios, agentes de custodia y registro, proveedores tecnológicos, agentes de pago, asesores y otros prestadores especializados.

Consideramos conveniente que la regulación mantenga un criterio funcional y abierto, permitiendo la intervención de todos los sujetos debidamente autorizados para desarrollar

cada actividad, sin establecer preferencias derivadas de la naturaleza bancaria o no bancaria del participante.

La condición determinante debería ser la autorización regulatoria, la idoneidad y la capacidad de cumplir la función encomendada y esto será responsabilidad no delegable del administrador.

10. Neutralidad entre FCIA FAL y FF FAL

La equivalencia funcional proclamada por el Proyecto debería trasladarse integralmente a la normativa operativa.

Las diferencias regulatorias únicamente deberían responder a características jurídicas inherentes a cada vehículo y no generar ventajas competitivas artificiales.

En particular, deberían evitarse diferencias injustificadas respecto de:

- requisitos de acceso;
- capacidad máxima de administración;
- inversión de activos;
- mecanismos de portabilidad;
- incorporación de empleadores;
- régimen de costos; y
- asignación de oficio.

El objetivo debería consistir en que sea el empleador quien elija el vehículo que considere más eficiente, y no que la regulación predetermine indirectamente esa elección.

11. Ausencia de límites de monto vinculados a la naturaleza del administrador

Entendemos especialmente importante que la normativa definitiva no establezca límites al volumen de fondos que una Entidad Habilitada pueda administrar exclusivamente por su condición de fiduciario financiero, sociedad gerente, entidad financiera u otra categoría autorizada.

Una vez acreditados los requisitos prudenciales, patrimoniales, tecnológicos y operativos correspondientes, todos los administradores habilitados deberían poder competir sin límites cuantitativos diferenciados derivados exclusivamente de su naturaleza jurídica.

Si el crecimiento de los activos administrados justificara requerimientos prudenciales adicionales, éstos deberían relacionarse proporcionalmente con el volumen efectivamente administrado y ser aplicables bajo criterios objetivos y uniformes a todos los participantes.

12. Resumen de los conceptos comentados

El FAL puede constituirse en uno de los nuevos inversores institucionales más relevantes del mercado argentino.

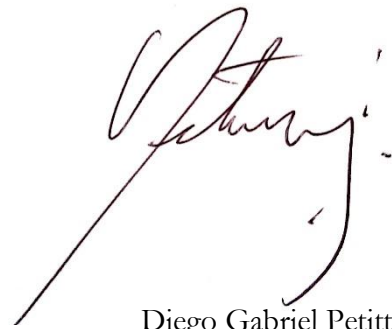
Para que ello ocurra, la reglamentación debe alcanzar un equilibrio entre protección de los recursos, liquidez, transparencia y libertad de administración.

Entendemos que dicho objetivo se alcanza mejor mediante:

1. una amplia competencia entre Entidades Habilitadas;
2. igualdad regulatoria entre bancos, fiduciarios financieros y sociedades gerentes;
3. requisitos de idoneidad vinculados a capacidad efectiva y no a escala histórica;
4. ausencia de límites cuantitativos diferenciados por naturaleza jurídica;
5. mayor amplitud y diversificación del universo de inversiones;
6. portabilidad efectiva como mecanismo competitivo;
7. asignación de oficio objetiva y transparente;
8. autonomía profesional para administrar liquidez dentro de límites prudenciales; y
9. neutralidad regulatoria entre los diferentes vehículos permitidos por la ley.

Una regulación con estas características permitiría preservar adecuadamente la finalidad protectoria de los recursos del FAL y, simultáneamente, favorecer la competencia, la innovación, la eficiencia y el desarrollo tan esperado del mercado de capitales argentino.

Atentamente,

A handwritten signature in dark ink, appearing to read 'Diego Petitto', with a long, sweeping horizontal stroke extending to the left.

Diego Gabriel Petitto
Estudio Petitto, Abogados