

La insolvencia del fiduciante en el fideicomiso financiero

Paolantonio, Martín E.

Voces ▾

FIDEICOMISO ~ FIDEICOMISO FINANCIERO ~
SECURITIZACION DE ACTIVOS ~ CRISIS FINANCIERA ~
INSOLVENCIA ~ CONCURSO PREVENTIVO ~ FIDUCIANTE ~
QUIEBRA ~ ACREEDOR DEL CONCURSO ~ TRANSFERENCIA
DE ACTIVOS ~ FIDUCIARIO ~ SECURITIZACION BANCARIA ~
INSUFICIENCIA PATRIMONIAL

Título: La insolvencia del fiduciante en el fideicomiso financiero

Autor: Paolantonio, Martín E.

Publicado en: LA LEY 29/10/2009, 1

Sumario: 1. Introducción: la securitización de activos y la crisis financiera. La securitización de créditos de consumo en la Argentina. 2. Los riesgos legales en la securitización. El riesgo de servicing o gestión de cobro. 3. La insolvencia del fiduciante: concurso preventivo. 4. La insolvencia del fiduciante: quiebra. Ineficacia o inoponibilidad de la transferencia al fiduciario en la quiebra del fiduciante: criterios en doctrina. Nuestra opinión. 5. Reflexiones finales y síntesis.

La insolvencia del fiduciante, como lo demuestra el "caso Bonesi", plantea la necesidad de un análisis cuidadoso de la estructura contractual utilizada y los mecanismos de control cuando el fiduciario delega la gestión de cobro. En materia de concurso preventivo, cuando el fiduciante actuó como mandatario pero no entregó los fondos percibidos, no puede el fiduciario eludir su carácter de acreedor concursal y obtener la restitución en especie. En el marco de la quiebra, el fideicomiso no se aparta tampoco de las reglas generales en materia de ineficacia, las que se aplican a la transferencia de activos por parte del fiduciante.

1. Introducción: la securitización de activos y la crisis financiera. La securitización de créditos de consumo en la Argentina

A pesar de la reciente crisis financiera internacional, en

A pesar de la reciente crisis financiera internacional, en la cual la securitización de activos tuvo en combinación con la utilización de productos financieros derivados un rol sustantivo, esta manifestación de la desintermediación en el mercado financiero ha sido un motor importante para el crecimiento económico y la asignación de recursos de una manera eficiente. (1)

Esto es, si bien son esperables acciones de regulación que apunten a prevenir problemas sistémicos, (2) la cuasi-demonización de la securitización (3) no será seguramente más que una de las manifestaciones habituales de la heurística de la disponibilidad que se irá diluyendo con el paso del tiempo.

En la Argentina, el escaso recurso a la securitización o titulización de hipotecas y la reducida nota de sofisticación de los instrumentos utilizados –en comparación con las prácticas de mercados financieros más desarrollados– ha hecho que la crisis pasara, en este aspecto, casi inadvertida.

Sin embargo, la disminución de la actividad económica suele ser cruel con las empresas que se apoyan en estructuras que, en mayor o menor medida, recurren al apalancamiento financiero.

Si bien la securitización o titulización no es contablemente una deuda del originante, (4) no deja de ser cierto que los flujos de fondos que hubieran ingresado en el futuro al patrimonio del originante quedan afectados exclusivamente al pago de los valores negociables emitidos como consecuencia de la securitización.

Así, la empresa que enajenó los créditos objeto del proceso de securitización, consumidos los recursos obtenidos, ve afectado su flujo de ingresos futuros, lo que sumado a las menores ventas –en sentido amplio–, propias de una época de recesión o disminución de la actividad económica, llevan a una situación de desequilibrio financiero que, de no ser remediada, desembocará normalmente en la insolvencia.

Es conocido que, particularmente a partir de 2002, la securitización de créditos de consumo se ha transformado en el principal actor del mercado de capitales en la Argentina, cuyo mercado de deuda corporativa (emisión de obligaciones negociables), prácticamente desapareció –a pesar del repunte en 2007–, luego del *default* estatal y privado de la última gran crisis doméstica

iniciada en 2001.

En ese contexto, los fideicomisos financieros como exponente de la securitización en la Argentina (5) se mostraban como una manifestación sólida e inatacable de eficacia de la separación patrimonial que es eje de la regulación del fideicomiso en la ley 24.441 (Adla, LV-A, 296).

Llegaría sin embargo en 2009 la cesación de pagos de Bonesi S.A., (6) dedicada a la comercialización de electrodomésticos y originante (fiduciante) de fideicomisos financieros, y la posibilidad entonces de revisitarse (7) un tema sin antecedentes en nuestro medio: la eficacia –en sentido amplio– de la transferencia de activos realizada por el fiduciante devenido insolvente.

2. Los riesgos legales en la securitización. El riesgo de servicing o gestión de cobro

La securitización de activos supone que los –en sentido lato– acreedores del emisor (8) han de ver limitado su derecho al producido del flujo de fondos derivado de los activos titulizados.

Así, en el caso de una cartera de créditos, los pagos que se realicen son –salvo mecanismos de mejora externa a la estructura– (9) la fuente única de repago de los valores negociables emitidos.

Consecuentemente, el punto crucial, desde la perspectiva de los riesgos legales en la securitización o titulización, se vincula con la separación patrimonial de los activos cuyos flujos de fondos permitirán el pago a los titulares de valores negociables fiduciarios, y su eficacia en supuestos en los cuales los participantes en la estructura (particularmente, el fiduciante) se encuentren en una situación de insolvencia judicialmente declarada.

Si bien las disposiciones legales que aseguran la incolumidad del patrimonio fideicomitado en su afectación a los acreedores que le son propios (arts. 14 y ccs., ley 24.441) parecieran no dejar lugar a discusión, existe siempre el examen bajo las normas y principios de la legislación de insolvencia, que involucran en su seno intereses que exceden al individual y toman una nota de orden público.

Una de las cuestiones centrales es la denominada "venta verdadera", expresión que traduce el concepto de *true sale* del derecho estadounidense, y apunta a la

calificación del negocio jurídico vinculado con la constitución del patrimonio fideicomitido, y su aptitud para haber generado una efectiva transmisión, no objetable por terceros en la hipótesis de insolvencia del fiduciante. [\(10\)](#)

En otros términos, se trata de la calificación del contrato, entendida como la identificación de sus características a efectos de su ubicación en las categorías generales definidas por la ley o elaboradas por la doctrina, y en lo que interesa particularmente, a la valoración de la sustancia económica del negocio, para afirmar si ha habido una verdadera transmisión de titularidad u otra operación.

En este punto, se valorará no sólo el *nomen* adoptado por las partes, sino esencialmente las cláusulas contractuales que sean discordantes con una transferencia plena de los créditos al fiduciario, y la conducta de las partes posterior al contrato.

Por otro lado, mirado el tema desde el ángulo del denominado "vehículo" —el emisor de los valores negociables—, la separación patrimonial y su incolumidad son normalmente analizadas por la doctrina dentro del atributo de *bankruptcy remote*, que opera como precondition de viabilidad de la estructura de securitización o titulización, y significa esencialmente que su insolvencia es altamente improbable dada su limitada esfera de actuación, [\(11\)](#) y que la insolvencia de otros entes que pudieran considerarse vinculados no influirá sobre el "vehículo". [\(12\)](#)

Aunque el término *bankruptcy remote* ciertamente tiene más sentido respecto del grupo societario, [\(13\)](#) su utilización en la doctrina nacional que ha estudiado el fideicomiso financiero es frecuente.

En rigor, conforme la configuración legal del fideicomiso en la ley 24.441, su carácter de *bankruptcy remote* es derivada directamente de la estructura normativa, y particularmente acentuada en el caso del fideicomiso financiero. [\(14\)](#)

En este punto, cabe recordar que la ley 24.441 ha establecido con claridad el carácter de separado o autónomo que corresponde al patrimonio fideicomitido (art. 14, ley 24.441), subrayando la lógica consecuencia de su intangibilidad e imposibilidad de agresión por quienes no resulten sus acreedores particulares (arts. 15 y 16, ley 24.441).

En este marco, la segunda oración del art. 15, ley 24.441 se refiere, específica pero imperfectamente, [\(15\)](#) a la falta de acción de los acreedores del fiduciante, "quedando a salvo la acción de fraude".

La doctrina y jurisprudencia se han encargado de puntualizar que las cuestiones que suscita la insolvencia del fiduciante son ciertamente más complejas que las insinuadas por la norma referida, particularmente en el caso del fideicomiso de garantía. [\(16\)](#)

Respecto del fideicomiso financiero, [\(17\)](#) no se incorporaron previsiones específicas que se aparten o complementen las reglas generales, pero tampoco ha habido —salvo lo que referimos en el texto por el concurso de BONESI S.A.— situaciones litigiosas o desarrollos en la doctrina que analizaran con profundidad la posibilidad de que la insolvencia sobreviniente del fiduciante pudiere afectar los derechos de los beneficiarios del fideicomiso financiero, titulares de los valores negociables fiduciarios (art. 19, ley 24.441).

Es precisamente el "caso BONESI" [\(18\)](#) el que actúa de algún modo como revulsivo, obligando al replanteo de un riesgo diferente a los tradicionalmente evaluados, que aunque no ignorado en doctrina, [\(19\)](#) fue tradicionalmente vinculado a los aspectos operativos y no legales de la estructura: [\(20\)](#) el riesgo de *servicing* o gestión de cobro de los créditos titulizados.

Aunque el tema pudiera parecer menor, no lo es si se tiene presente que la conjunción de los roles de fiduciante (normalmente originante) y agente de cobro es muy frecuente en la práctica, lo que se explica por razones de eficiencia en el proceso (reducción de costos), en tanto:

- a. El originante mantiene la relación jurídica y desea mantener la relación comercial con los —en sentido lato— deudores cedidos. [\(21\)](#)
- b. El cambio de agente de cobro obligaría a una notificación expresa de esa circunstancia, lo que de otro modo se evita normalmente por el juego de lo dispuesto por los arts. 70 a 72 de la ley 24.441.

Lo apuntado explica el porqué se verifica esa identidad de roles, pero no prejuzga sobre la conveniencia de una adecuación o reforma normativa que mitigue eventuales efectos de este riesgo estructural, cuestión sobre la que

volveremos hacia el final de este trabajo.

3. La insolvencia del fiduciante: concurso preventivo

Podría suponerse que, en el caso de concurso preventivo, poco es lo que habría que señalar a la hora de analizar sus efectos sobre la transferencia de los créditos realizadas con anterioridad, ya que, justamente, se trataría de una situación jurídica consolidada en cabeza del fiduciario. No estamos en presencia de un fideicomiso de garantía, con lo cual ninguna de sus irresueltas cuestiones en materia concursal ha de influir en el análisis. [\(22\)](#)

Cierto, *ma non troppo*. Es que el punto central en situaciones como las planteadas por el concurso preventivo de Bonesi S.A. no es la separación patrimonial de la cartera de créditos, sino la suerte de los cobros que, sobre la base del mandato, realizó el concursado.

Dicho de otra manera, el tema que requiere un análisis jurídico no es propiamente el contrato de fideicomiso, sino el de mandato que, aunque conexo con aquél, es jurídicamente diferenciable.

Así, si Bonesi S.A. tiene o no que devolver los fondos retenidos, desde la perspectiva concursal, [\(23\)](#) no depende de la validez o eficacia del contrato de fideicomiso, sino de las reglas de la insolvencia y la determinación de quién o quiénes serán los acreedores "capturados" por la presentación concursal, por ser de causa o título anterior a aquélla (arts. 16 y 32, ley 24.522 –Adla, LV-D, 4381–).

Y en este punto, el fiduciario es mandante del agente de cobro, que es lógicamente mandatario.

Consecuentemente, creemos que el tema vinculado a la obligación de restitución nada tiene que ver con el fideicomiso, sino –reiteramos– con el contrato de mandato.

En ese marco, ni la ley 24.441 ni ninguna otra norma establece una solución particular para el "mandatario" del fiduciario y han en consecuencia de tener aplicación las reglas generales en materia de insolvencia.

Ello importará, básicamente, que el fiduciario, aunque "dueño" de los fondos, tendrá que verificar su crédito como cualquier acreedor, y eventualmente –ya fuera del ámbito concursal– dirimirse su responsabilidad sobre la pauta de diligencia (art. 6, ley 24.441).

La situación en análisis presenta analogía con la estudiada por la doctrina respecto del endoso en procuración, figura que como se sabe es un mandato cambiario (art. 19, decreto-ley 5965/63 –Adla, XXIII-B, 936–). En ese caso se ha afirmado que el mandante ha de verificar su crédito, considerando que el dinero percibido se confunde con el propio del endosatario. (24)

La referencia a la confusión se basa en la natural fungibilidad del dinero. Pero podría plantearse el interrogante de qué solución corresponde en caso de que los fondos se encuentren en una cuenta separada. (25) Dicho de otra manera, que no se verifique *prima facie* la confusión mentada por la doctrina en el supuesto referido.

En esta hipótesis, cabe indagar si la previsión del art. 138 de la ley 24.522 (26) –la llamada "reivindicación en la quiebra"– encuentra andamio o sustento para que el fiduciario obtenga la restitución en especie y quede consecuentemente fuera del ámbito concursal.

Si se analiza la finalidad de esa previsión legal, y sus antecedentes en el derecho nacional (27) y extranjero, (28) y aun cuando el mandato se encuentra *prima facie* incluido en esa disposición legal, (29) no cabe más que rechazar su aplicación al tema en estudio.

Ello, por las siguientes razones:

- a. La naturaleza fungible del dinero hace que el supuesto de hecho de su aplicación no se verifique. (30) En efecto, más allá de las críticas a la expresión "acreedores de dominio" de la antigua legislación nacional (ley 11.719 –Adla, 1920-1940, 325–), el remedio previsto por el art. 138, ley 24.522, supone que un tercero es el dueño del bien que quiere sustraerse del procedimiento colectivo, lo que no puede afirmarse respecto de los fondos percibidos por el mandatario.
- b. Los fondos percibidos no fueron entregados por el fiduciario, y tampoco "por título no destinado a transferir el dominio" (art. 138, L.C.Q.).
- c. La norma tiene, evidentemente, características de excepción que impiden su aplicación extensiva.

No cabe mejor suerte para el fiduciario si el tema se analiza no ya desde la perspectiva del art. 138, ley 24.522, sino desde la de la acción reivindicatoria "ordinaria" del Código Civil (arts. 2758 y ss., Cód. Civ.).

En esta hipótesis, además de la valla temporal del art. 21, ley 24.522 —prohibición de inicio o continuación de acciones de contenido patrimonial—, habrá que insistir, una vez más, en que el fiduciario no es *dominus* de los fondos percibidos (arg. art. 577, Cód. Civ.), [\(31\)](#) y recordar el principio de que las cosas fungibles y el dinero no son reivindicables (art. 2762, Cód. Civ.). [\(32\)](#)

Así, más allá, insistimos, de la calificación penal que corresponda la conducta asumida por el mandatario, el mandante no puede sustraerse al principio de concursabilidad y la consecuente necesidad de verificación de su crédito.

4. La insolvencia del fiduciante: quiebra. Ineficacia o inoponibilidad de la transferencia al fiduciario en la quiebra del fiduciante: criterios en doctrina. Nuestra opinión

De las dos categorías de ineficacia previstas por los arts. 118 y 119 de la ley 24.522, interesa particularmente el supuesto de la última norma, que establece la ineficacia de actos jurídicos realizados en el período de sospecha, cuando éstos fueren perjudiciales para los acreedores y quien celebró el acto con el fallido tenía conocimiento del estado de cesación de pagos del deudor.

La doctrina se ha ocupado generalmente del tema del acápite con relación al fideicomiso ordinario (no financiero), y las conclusiones —de no encontrarse justificación suficiente para un temperamento diferente— deberían extenderse al fideicomiso financiero (arg. art. 19, ley 24.441).

De nuestra compulsa, verificamos las siguientes posiciones de los autores:

- a. Aplicación *a priori* irrestricta de los arts. 118 y 119, ley 24.522: [\(33\)](#) posición claramente mayoritaria.
- b. Aplicación de la acción revocatoria ordinaria, pero no de la "revocatoria concursal". [\(34\)](#)
- c. No aplicación del art. 119, ley 24.522, al fideicomiso financiero, en tanto los titulares de valores negociables fiduciarios deben ser considerados a los fines concursales y de la ineficacia o revocación de sus actos como terceros subadquirentes de buena fe. [\(35\)](#)

En nuestra opinión, no obstante la razonabilidad que pueda presentar desde una perspectiva financiera o de

pueda presentar desde una perspectiva financiera o de titularidad económica de los flujos de fondos la analogía trazada con el subadquirente de buena fe, consideramos que no existen razones para sostener un *status* especial para la transferencia al fiduciario.

En rigor, los titulares de valores negociables fiduciarios no adquieren, en sentido jurídico, derecho alguno de parte del fiduciario respecto de los activos que conforman el patrimonio fideicomitado, (36) y que la disciplina jurídica de los títulos valores no otorga protección especial en las hipótesis en las que opera la normativa de insolvencia.

Consecuentemente, no encontramos de *lege lata* argumentos suficientes para descartar la vigencia de las reglas generales del art. 119, ley 24.522. (37)

4.1. De lege ferenda: no innovar

Recordamos en las primeras discusiones sobre la incorporación normativa de estructuras de securitización o titulización en la Argentina, ya hace quince años, había voces que propugnaban una expresa solución de la cuestión analizada en la sección precedente, orientada a proteger la transferencia al fiduciario de las reglas ordinarias de la ineficacia concursal.

No consideramos a esa alternativa como conveniente o valiosa, primariamente por las siguientes razones:

- a. Aunque el interés de los inversores en los valores negociables fiduciarios, en tanto exponentes de una captación de ahorro público no es en absoluto desdeñable, no encontramos razones que permitan asignarle una posición superior al de los acreedores en una situación de insolvencia, ni a la *par conditio creditorum* que justifica en última instancia a la ineficacia falencial.
- b. No entendemos válida la inclusión de la seguridad jurídica como concepto abierto para sustentar una exclusión de las reglas generales de la transferencia de activos al fiduciario. Al contrario, consideramos que el otorgamiento de una suerte de *bill* de indemnidad es una agresión a la seguridad jurídica.
- c. La protección resulta innecesaria atendiendo al carácter profesional de los actores involucrados en una estructura de securitización y sus calificaciones para poder detectar situaciones de riesgo para la eficacia de la transferencia al fiduciario. En efecto, típicamente

transferencia al fiduciario. En efecto, típicamente intervendrán en el proceso profesionales del mercado de capitales (entidades financieras, sociedades calificadoras de riesgo, asesores legales), cuyo *expertise* propio debería sino impedir llanamente una transacción que potencialmente pudiere encuadrar en el supuesto del art. 119, ley 24.522, al menos advertir claramente a los potenciales inversores el riesgo existente.

d. Por otro lado, una norma que excluyera la aplicación de la ineficacia concursal a la transferencia al fiduciario financiero incentivaría un menor esfuerzo de los sujetos involucrados por detectar transacciones que potencialmente —de no mediar la norma de exención— caerían en el ámbito del art. 119, ley 24.522. Ello facilitaría si no conductas fraudulentas, al menos perjudiciales para la sociedad, constituyendo un privilegio o subsidio para una operación financiera que no puede sustentar sus beneficios en el perjuicio de la generalidad de los acreedores en una situación de insolvencia.

Señalamos en otra oportunidad [\(38\)](#) que la determinación de los actos ineficaces o susceptibles de ser declarados ineficaces, así como las condiciones en las cuales la ineficacia es procedente contrapone necesariamente diversos intereses —individuales y colectivos o sociales—, cuya compatibilización enfrenta una tarea compleja, sin que los resultados obtenidos satisfagan en muchos casos las expectativas de los actores.

Y en el conflicto de intereses entre los acreedores del sujeto insolvente y los titulares de valores negociables fiduciarios no encontramos justificación ni conveniencia en perjudicar a los primeros en beneficio de los últimos.

4.2. Aspectos particulares de la acción del art. 119, ley 24.522 en el fideicomiso financiero

Cabe ahora abordar algunos aspectos de la ineficacia concursal, en el marco de las previsiones del art. 119, ley 24.522.

En este tema, señalamos:

a. La legitimación pasiva de la acción corresponde exclusivamente al fiduciario, tema que ha planteado algunas dudas en doctrina. [\(39\)](#) Esta es la solución más consistente con la titularidad exclusiva del patrimonio fideicomitado en cabeza del fiduciario.

b. Por razones similares, el estado subjetivo acerca del conocimiento de la cesación de pagos se limita al

conocimiento de la cesación de pagos se limita al fiduciario, sin que sea relevante la situación subjetiva de otros participantes en la organización o distribución de los valores negociables fiduciarios. El conocimiento ha de juzgarse al tiempo de la transferencia cuestionada, que no necesariamente coincidirá con el del comienzo del contrato de fideicomiso.

c. El perjuicio, recaudo indiscutible hoy de la "revocatoria concursal", no es, como se sabe, un concepto definido por la legislación de insolvencia. (40) Expresamos anteriormente, (41) que el daño en la ineficacia concursal está indisolublemente ligado con la insolvencia del deudor. Ello, en dos sentidos diferentes, pero concurrentes teleológicamente: (i) el daño debe vincularse con la insolvencia patrimonial, en tanto es esta situación la que justifica en última instancia la procedencia de la acción, que precisamente tiende a la integración extraordinaria de la responsabilidad patrimonial, y (ii) el daño está limitado por la insolvencia del deudor, de modo tal que el activo falencial es suficiente —lo que rara vez ocurre— para la cancelación del pasivo, o la insolvencia desaparece por la conclusión de la quiebra, la acción de ineficacia no puede progresar. Esta vinculación del daño con la insolvencia importa afirmar que el acto debe haber contribuido a causar o a agravar la falencia del deudor, lo que puede resultar: (i) de la naturaleza objetiva del acto, cuando no existe una razonable equivalencia de prestaciones (v.gr., operaciones fuera de condiciones de mercado, créditos a tasas excesivamente onerosas, dación en pago de un bien cuyo valor supere ostensiblemente el monto de la acreencia, etc.); (ii) de que, aun celebrado el acto en condiciones normales, el mismo haya contribuido a prolongar la situación de insolvencia (v.gr. concesión de créditos a un deudor insolvente); (iii) de las características del acto en relación al desenvolvimiento de la actividad empresarial del fallido, aun cuando no se verifique desequilibrio alguno en las prestaciones; actos ajenos al giro ordinario normal del deudor (v.gr., venta de maquinaria esencial para la actividad de la empresa —con la consiguiente disminución de la actividad—, compra de bienes para el uso de los administradores de la empresa, etc.). En materia de fideicomiso financiero, las consideraciones precedentes marcan la necesidad de una especial atención a la tasa de descuento sobre el valor de los créditos que se transfieren, así como el efecto de la transferencia sobre el capital de trabajo existente y futuro —lo que hace más proclive al escenario de ineficacia concursal a las operaciones que involucran un sustancial compromiso del capital de trabajo futuro—

sustancial compromiso del capital de trabajo futuro—.

d. La inversión de la carga probatoria (se presume el perjuicio cuando se conoce el estado de cesación de pagos) presenta el interrogante de qué puede demostrar el fiduciario para evitar la procedencia de la acción iniciada. En esta línea será relevante acreditar, por ejemplo, que el acto se realizó en condiciones normales de mercado, o que la ineficacia del acto no beneficia a los acreedores (v.gr., transferencia de activos con cuyo producido el ahora fallido canceló pasivo privilegiado). Menos trascendente será la acreditación de la normalidad del acto respecto del giro comercial del devenido fallido, a menos que se tratara de una entidad financiera o sociedad que realizare una actividad primariamente financiera.

e. Aunque es habitual señalar la dificultad de la prueba directa del estado de cesación de pagos, y consecuentemente la importancia que en este ámbito asume la evidencia presuncional, [\(42\)](#) en materia de fideicomiso financiero existirá típicamente evidencia documental correspondiente a la etapa de estructuración y organización del fideicomiso que permite echar luz sobre la situación patrimonial del fiduciante. [\(43\)](#)

5. Reflexiones finales y síntesis

La insolvencia es el test definitivo de cualquier estructura de negocios, ya que los intereses de —en sentido amplio— terceros hacen que la autonomía de la voluntad, y aun soluciones normativas previstas en normativas especiales, encuentren un límite infranqueable.

El fideicomiso no es la excepción, como atestigua la ambivalente actitud de la doctrina y jurisprudencia respecto a su eficacia ante el concurso del fiduciante. [\(44\)](#)

El impacto mediático del concurso preventivo de Banesi S.A., en una comunidad financiera sensibilizada por la crisis internacional, ha dado lugar a dispares reflexiones de la doctrina acerca de la supervivencia de la estructura fiduciaria en un escenario de insolvencia del fiduciante, no percibiendo que, en rigor, el problema se plantea como estructural a las securitizaciones en las que el fiduciante retiene el rol de agente de cobro, y no es propiamente una cuestión del contrato de fideicomiso.

Este problema estructural debe encontrar una solución preventiva a nivel regulatorio, si se quiere evitar

incertidumbres como las planteadas por el caso referido, y mejoras en la "ingeniería legal" del proceso de securitización.

En el primer aspecto, la Comisión Nacional de Valores ha adaptado sus normas para reducir el riesgo apuntado, y habrá que ver si el test de la realidad es superado por el enfoque adoptado, o sus eventuales modificaciones futuras. [\(45\)](#)

En el marco específico de la normativa concursal, la apropiación de fondos que hiciera el mandatario no encuentra una respuesta que excuse al fiduciario de su carácter de acreedor concursal, lo que realza aun más la relevancia de la normativa prudencial del regulador. No hay argumentos legales suficientes para considerar al fiduciario dueño de los fondos cobrados por su mandatario, más allá del derecho personal existente y la obligación de restitución o entrega.

Tampoco escapa a las reglas generales en materia de ineficacia, la transferencia de activos al fiduciario del fideicomiso financiero, las que incluyen la aplicabilidad del art. 119, ley 24.522. En este caso, la legitimación pasiva de la acción de ineficacia corresponde al fiduciario, y es respecto de éste que debe valorarse (al tiempo de la transferencia) la existencia del conocimiento del estado de cesación de pagos.

De lege ferenda, no existen razones para exceptuar al fideicomiso financiero de las reglas generales aplicables a las relaciones patrimoniales en los casos de insolvencia. Ello, por supuesto, no implica negar la existencia de una transferencia de titularidad al fiduciario, ni la consecuente separación patrimonial prevista por la ley 24.441.

Especial para La Ley. Derechos reservados (Ley 11.723)

[\(1\)](#) Para una demostración empírica con herramientas de la macroeconomía, HOFFMANN, Matías y NITSCHKA, Thomas, Financial globalisation and securitisation in mortgage markets, disponible en <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3675> (visitado por última vez el 23/09/2009).

[\(2\)](#) Así, por ejemplo, la retención de un interés económico por parte del originante de los créditos objeto de securitización, práctica que no es extraña en nuestro mercado mediante la "retención" por el fiduciante de los certificados de participación que representan el riesgo

residual de la estructura. Sobre el tema, y referencias adicionales sobre la necesidad de mejorar aspectos estructurales de la securitización luego de la crisis financiera, FENDER, Ingo y MITCHELL, Janet, The future of securitisation: how to align incentives?, en International banking and financial markets development, "BIS Quarterly Review", septiembre de 2009 (disponible en http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0909.pdf, visitado por última vez el 23/09/09).

(3) <http://www.cedricmuhammad.com/securitization-as-satan/> (visitado por última vez el 23/09/09).

(4) De las características generales de la securitización o titulización nos hemos ocupado en otras oportunidades (por ejemplo en PAOLANTONIO, Martín E., Operaciones financieras internacionales, Rubinzal-Culzoni, Santa Fe, 1997, cap. 8), y no es éste el lugar para reiterar los conceptos fundamentales que son generalmente conocidos y casi un lugar común en el tratamiento del tema. Baste decir que, en la generalidad de los casos, la securitización supone una "venta" de activos, por la que se reciben sumas de dinero que pasan a ser "caja" de la empresa y no un pasivo.

(5) Sólo para aproximar una dimensión a la afirmación del texto, los fideicomisos financieros vinculados con créditos personales representaron más del 60% del total en 2006, con sólo el 3% para los créditos hipotecarios. En 2007, la cifra fue de 83% y 1%, y en 2008 87% y sin registros en materia de hipotecas (fuente: CNV - Informe Mensual del Mercado de Capitales, disponibles en <http://www.cnv.gov.ar>).

(6) En nuestro blog Abogados Corporate, realizamos un seguimiento y diferentes consideraciones sobre los múltiples aspectos jurídicos que involucra la insolvencia de Bonesi S.A.: <http://abogadoscoperative.blogspot.com/search/label/Bonesi>.

(7) Una primera aproximación al tema, que retomamos en esta oportunidad, la realizamos en nuestra ponencia en el I Congreso Argentino de Mercado de Capitales, Buenos Aires, septiembre de 2009, La insolvencia del fiduciante en el fideicomiso financiero: ineficacia o inoponibilidad de la transferencia de activos.

(8) Que los titulares de los valores negociables sean acreedores del emisor es una cuestión que depende del marco normativo de la titulización y el vehículo utilizado. Ciertamente, en el caso de la Argentina, los titulares de

los valores negociables fiduciarios limitan su derecho al patrimonio fideicomitado, y no son acreedores del fiduciario, técnicamente el emisor de los valores negociables.

(9) Las cuales son raramente utilizadas en la práctica, en tanto resultan comparativamente costosas y quitan así atractivo financiero para los participantes, tanto los originantes como los potenciales inversores. Generalmente se recurre a mecanismos de mejora crediticia (credit enhancement) internos, como la sobrecolateralización o subordinación de deuda.

(10) En nuestra doctrina, consideraciones adicionales sobre el tema se pueden ver en MEZZANOTTE, Félix y DESCALZI, José, La securitización y la protección de los acreedores del originador, LA LEY, 2006-C, 1391.

(11) Lo que se logra mediante la limitación legal o contractual (las denominadas "special purpose entities") de sus actividades y la consecuente posibilidad de generación de pasivos.

(12) Concepto que, como muchos luego de la crisis iniciada en 2007, requerirán un análisis renovado y mejores previsiones contractuales que impidan un comportamiento oportunista ex post del —en sentido lato— deudor. Véase por ejemplo el impacto de la presentación concursal de General Growth, que incluyó la de los 166 "vehículos" con los que había separadamente financiado su actividad comercial (<http://online.wsj.com/article/SB124163910180492861.html>).

(13) Donde existen diferentes instituciones jurídicas que pueden poner en tela de juicio la eficacia de la transferencia de activos (levantamiento del velo o desestimación de la persona jurídica, extensión de la quiebra), las que naturalmente son de difícil o imposible extensión al fideicomiso financiero.

(14) Si, en el caso de un fiduciario vinculado jurídica o económicamente al fiduciante, y/o una identidad plena entre fiduciante y beneficiario (ambas circunstancias prima facie compatibles con la normativa vigente), podría (y subrayamos el potencial) debatirse la posibilidad de aplicación de algunos de los institutos referidos en la nota precedente, ello no tiene casi espacio en el caso del fideicomiso financiero con oferta pública. En ese ámbito, típicamente el fiduciario es independiente jurídica y funcionalmente del fiduciante (lo que, por otra parte, exige la reglamentación de la Comisión Nacional de

exige la reglamentación de la Comisión Nacional de Valores), y el fiduciante no es un beneficiario único, ni mantiene un interés económico sustancial en ese carácter.

[\(15\)](#) Es generalizada la opinión de la doctrina acerca del carácter enunciativo de la referencia al fraude del art. 15, ley 24.441. Ver infra, nota 33.

[\(16\)](#) Que es la figura que da lugar a mayores debates en la doctrina, no acerca de su viabilidad, sino respecto de sus alcances en la hipótesis de insolvencia del fiduciante. Ver por ejemplo CARREGAL, Mario, El concurso del fiduciante en los fideicomisos de garantía, LA LEY, 2004-B, 1217; CASTRO MADERO, Fermín, Proyecto de ley sobre el fideicomiso de garantía, LA LEY, Supl. Act., 24-10-06, p. 1.; RAISBERG, Claudia, El fideicomiso de garantía frente al concurso, LA LEY, 2006-C, 1240; FACCO, Javier, El fideicomiso y su modalidad contractual de garantía, LA LEY, 2008-A, 609; GIOVENCO, Arturo, Fideicomiso de garantía: un importante fallo, LA LEY, 2009-A, 357; BARREIRA DELFINO, Eduardo, Respaldo concursal para la validez del fideicomiso de garantía, LA LEY, 2009-A, 1; LISOPRAWSKI, Silvio y MARTORELL, Ernesto, El fideicomiso en garantía sobre flujos de fondos, peajes, facturación. Impugnabilidad y riesgos frente al concurso del deudor y la crisis económica, LA LEY, 27/04/2009; CAMERINI, Marcelo, El fideicomiso de garantía frente al concurso del fiduciante, LA LEY, 07/09/2009.

[\(17\)](#) El desarrollo de este trabajo parte de la hipótesis normal y habitual en la Argentina, que es que el fideicomiso financiero se incorpore al régimen de oferta pública. No importa ello negar la posibilidad del fideicomiso financiero "privado", modalidad que quizá adquiera mayor relevancia luego de la eliminación de una parte sustancial de los beneficios fiscales del fideicomiso financiero, mediante el decreto 1207/08.

[\(18\)](#) Ver sobre el tema el contrapunto entre LISOPRAWSKI, Silvio y MARTORELL, Ernesto, Crisis de fideicomisos emblemáticos. Nuevos alcances de la responsabilidad del fiduciario, LA LEY, 2009-C, 1206, y KENNY, Mario, El fideicomiso en general y el financiero, LA LEY, 21/09/09.

[\(19\)](#) MITCHELL, Thomas, Legal Risks of Servicer Bankruptcy or Insolvency in Securitization Transactions, "The Journal of Structured Finance", Summer 2005, Vol. 11, No. 2: ps. 28-39.

[\(20\)](#) Ver por ejemplo la encuesta publicada por Standard

& Poor's, Structured finance, febrero de 2005, disponible en http://www.securitization.net/pdf/sp/SFSurvey_24Feb05.pdf, visitado por última vez el 23/09/09.

(21) Ver en este sentido KENNY, El fideicomiso..., cit. en nota 18, indicando que "en el caso particular de los fideicomisos financieros en el sector de empresas con ventas directas a los consumidores, además de conservar los fiduciantes la administración de los créditos fideicomitados, se suele mantener la cobranza en las cajas de la compañía, pues la concurrencia de los deudores a sus locales para cancelar las cuotas de sus créditos es un poderosísimo factor que potencia las ventas, ventaja que las empresas del sector han defendido celosamente".

(22) Nótese que, si bien los flujos de fondos de los activos titulizados están afectados al pago de los titulares de los valores negociables fiduciarios, y en sentido económico y financiero son su garantía de pago, los beneficiarios del fideicomiso financiero no son acreedores del fiduciante, que es la situación que típicamente se presenta en el fideicomiso de garantía.

(23) Ninguna consideración hacemos en este trabajo respecto de la eventual tipicidad penal de la conducta de Bonesi S.A. (en la persona de sus administradores o gerentes), y las consecuencias patrimoniales o indemnizatorias que de esa circunstancia pudieran derivarse.

(24) ANGELONI, Vittorio, La cambiale e il vaglia cambiario, 4ª ed., Giuffrè, Milano, 1964, p. 225; WILLIAMS, Jorge, Letra de cambio, Buenos Aires, Abeledo-Perrot, 1981, t. II, p. 122 en nota; CAMARA, Héctor, Letra de cambio y vale o pagaré, Ediar, Buenos Aires, 1970, t. I, p. 597; HEREDIA, Pablo, Negocio cambiario (títulos de crédito), acciones cambiarias y quiebra, en ABREU, Gustavo; BALBIN, Sebastián y AICEGA, M. Valentina (coord.), Estudios de derecho comercial moderno en homenaje al Prof. Dr. Osvaldo Gómez Leo, Lexis-Nexis, Buenos Aires, 2007, p. 720. La referencia a la confusión se basa en la natural fungibilidad del dinero. Pero plantea el interrogante de qué solución corresponde en caso de que los fondos se encuentren en una cuenta separada.

(25) Esto es, cuentas bancarias que, aun de titularidad del mandatario, sólo sean utilizadas para la ejecución del mandato.

[\(26\)](#) Norma que dispone en su primera parte que "cuando existan en poder del fallido bienes que le hubieren sido entregados por título no destinado a transferirle el dominio, los terceros que tuvieren derecho a la restitución pueden solicitarla, previa acreditación de su derecho conforme con el art. 188". La solución legal se aplica igualmente al concurso preventivo (art. 16, Cód. Civ.). Ver C.S.J. Tucumán, 08/09/2003, LLNOA, 2004, 816, con nota de FENIK, Marcelo, Reivindicación en la quiebra: precisiones sobre la vía procesal correcta para su trámite.

[\(27\)](#) Especialmente recomendable, por su profundidad de análisis, es el trabajo de YADAROLA, Mauricio, La reivindicación en la quiebra, en Homenaje al Dr. Mauricio L. Yadarola, Universidad Nacional de Córdoba, 1963, t. I, p. 395 y ss.

[\(28\)](#) Particularmente, el art. 103 de la legge fallimentare y su análisis en PAJARDI, Piero, Manuale di diritto fallimentare, 4ª ed., Giuffrè, Milano, 1998, p. 457 y ss.; COLESANTI, Vittorio, Codice del fallimento, 3ª ed., Giuffrè, Milano, 1997, p. 649 y ss. y PROVINCIALI, Renzo, Tratado de derecho de la quiebra, Ed. Nauta, Barcelona, 1958, t. II, p. 525 y siguientes.

[\(29\)](#) Ver GRAZIABILE, Darío, La llamada reivindicación en la quiebra, LA LEY, 2007-D, 46; RIVERA, Julio; ROITMAN, Horacio y VITOLLO, Daniel, Ley de concursos y quiebras, Rubinzal-Culzoni, Santa Fe, 2000, t. II, p. 331.

[\(30\)](#) Ver en esta línea de pensamiento, para el caso de la entrega de cereales, el fallo de la S.C.J.B.A., 25/06/2008, DJ, 2008-2-2517.

[\(31\)](#) Norma que prescribe que "antes de la tradición de la cosa, el acreedor no adquiere sobre ella ningún derecho real".

[\(32\)](#) El art. 2762 del Cód. Civ. expresa que: "no son reivindicables los bienes que no sean cosas, ni las cosas fungibles ni las cosas accesorias, aunque lleguen a separarse de las principales, a no ser éstas reivindicadas, ni las cosas muebles cuya identidad no pueda ser reconocida, como el dinero, títulos al portador, o cosas fungibles". La doctrina que interpreta esta norma, considerando los términos "cuya identidad no pueda ser reconocida", deja algún espacio para sostener que los fondos de cuentas separadas podrían no estar alcanzadas por esa restricción, señalando por ejemplo la reivindicabilidad "si se conoce la numeración del billete"

reivindicabilidad si se conoce la numeración del billete (AREAN, Beatriz, Código Civil y normas complementarias. Análisis doctrinal y jurisprudencial, dirigido por BUERES, Alberto y coordinado por HIGHTON, Elena, Hammurabi, Buenos Aires, 2ª ed., 2004, t. 5B, p. 475), o "dinero antiguo" (BONO, Gustavo, Código Civil y leyes complementarias. Comentado, anotado y concordado, Astrea, Buenos Aires, 2007, t. 11, p. 812). Pero aun en este caso, la objeción basada en que el fiduciario (mandante) no puede ser considerado dominus no pierde fuerza.

[\(33\)](#) Así, MALUMIAN, Nicolás; DILOTTI, Adrián y GUTIERREZ, Pablo, Fideicomiso y securitización. Análisis legal, fiscal y contable, 2ª ed., La Ley, Buenos Aires, 2006, ps. 81 y 82; FERNANDEZ, Raymundo y GOMEZ LEO, Osvaldo, Tratado teórico-práctico de derecho comercial, Lexis-Nexis Depalma, Buenos Aires, 2004, t. IV, ps. 225 y 226; LISOPRAWSKI, Silvio y KIPER, Claudio, Tratado de fideicomiso, LexisNexis, Buenos Aires, 2003, ps. 446; MOLINA SANDOVAL, Carlos, El fideicomiso en la dinámica mercantil, Abaco, Buenos Aires 2004, p. 343; GAMES, Luis y ESPARZA, Gustavo, Fideicomisos y concursos, Depalma, Buenos Aires, 1997, ps. 93 y ss.; GRAZIABILE, Darío, Insolvencia y fideicomiso, LA LEY, 2005-A, 1363; MIGUENS, Héctor, Fideicomiso y concursos, "Revista del Derecho Comercial y de las Obligaciones", 2002-409.

[\(34\)](#) VANASCO, Carlos, Fideicomiso y sociedad, en FAVIER DUBOIS (h.), Eduardo (dir.), Negocios parasocietarios, 2ª ed., Ad-Hoc, Buenos Aires, p. 255.

[\(35\)](#) Así, ALEGRIA, Securitización, en "Revista de Derecho Privado y Comunitario", 2005-3, p. 329.

[\(36\)](#) El que, por definición legal, es de exclusiva titularidad del fiduciario.

[\(37\)](#) Nótese, adicionalmente, que en situaciones en las que el legislador consideró necesaria una tutela especial, ello fue expresamente previsto. Así el caso de la cesión de carteras de crédito, alejada en sus efectos de las reglas generales del derecho privado (arts. 70 a 72, ley 24.441).

[\(38\)](#) BERGEL, Salvador D. y PAOLANTONIO, Martín E., La ineficacia concursal en la ley 24.522, "Revista de Derecho Privado y Comunitario", 11, II-115.

[\(39\)](#) Ver LISOPRAWSKI y KIPER, Tratado..., p. 446.

[\(40\)](#) Referencias a opiniones de doctrina sobre el tema

(40) Referencias a opiniones de doctrina sobre el tema pueden verse en RIVERA, Julio, Instituciones de derecho concursal, Rubinzal-Culzoni, Santa Fe, 2004, t. II, p. 146 y siguientes.

(41) Trabajo citado en nota 38.

(42) Es casi un lugar común en la doctrina. Ver por ejemplo, GRISPO, Jorge, La prueba del conocimiento de la cesación de pagos en la acción revocatoria concursal, DJ, 2002-3-925; y RIVERA, Instituciones..., t. II, p. 150 y ss.; MAFFIA, Osvaldo J., "Las insolvencias, la mal llamada 'Acción Revocatoria Concursal' y la imposibilidad de probar una imposibilidad", ED, 117-943.

(43) Así, la documentación correspondiente al proceso de due diligence, opiniones legales, papeles de trabajo de los profesionales involucrados en el proceso de securitización.

(44) Supra, nota 16.

(45) Nos referimos a la Resolución General 555 de la Comisión Nacional de Valores, que ha generado alguna inquietud en participantes del "mercado de fideicomisos" respecto de su posibilidad de implementación y cumplimiento. No es un tema que analizamos en este trabajo. Algunas consideraciones sobre el tema en GIOVENCO, Arturo, La delegación de funciones en el fideicomiso financiero. Límites, condiciones y deberes de control, LA LEY, 04/08/2009; VAZQUEZ, Rafael, Temas actuales del fideicomiso financiero, E.D., 23/09/09.