

EL FIDEICOMISO FINANCIERO EN LA LEY 24441*

Por **Gabriela G. Núñez**

SUMARIO

Introducción. I. Fideicomiso. A.- Concepto. B.- Caracteres. C.- Objeto. D.- Sujetos. II. Securitización. A.- Beneficios de la securitización. B.- Partícipes en el proceso de securitización. III. Fideicomiso financiero. A.- Definición. B.- Partícipes. 1.- Fiduciario Financiero. 2.- Fiduciante. 3.- Beneficiario. 4.- Fideicomisario. IV. Análisis de la operación. Contenido del contrato. V. Certificados de participación y títulos de deuda. A.- Los certificados de participación y los títulos de deuda como títulos valores. B.- Certificados de participación. 1.- Emisión. 2.- Prospecto de emisión. 3.- Contenido de los certificados. C.- Títulos representativos de deuda. 1.- Emisión. 2.- Prospecto de emisión. Remisión. 3.- Contenido de los títulos representativos de deuda. VI. Insuficiencia del patrimonio fideicomitado. A.- El patrimonio fideicomitado es un patrimonio de afectación. B.- Insuficiencia del patrimonio fideicomitado. VII. La incidencia en el patrimonio fideicomitado, de los artículos 70/72 de la ley 24441. A.- El mecanismo de cesión. B.- Efectos de la cesión. Conclusión. Bibliografía.

Introducción

La ley 24441 recibe la denominación de “Ley de Financiamiento de la Vivienda y la Construcción”, éste es un nombre muy acertado para dicha norma,

*Especial para *Revista del Notariado*.

ya que con la sanción de la misma nuestro legislador pretende darle un impulso a esta industria tan importante para el desarrollo de la comunidad y que se estaba viendo perjudicada por las dificultades en el financiamiento de sus actividades.

Esta norma intenta abarcar todas las actividades y protagonistas que interactúan en el complejo proceso de la producción de viviendas, haciendo accesible el crédito a segmentos de la población que antes lo veían como algo inalcanzable o, cuando menos, muy difícil de conseguir.

La ley 24441 ha introducido en nuestro sistema legal un grupo de figuras jurídicas novedosas que, si bien ya habían tenido alguna aplicación en nuestro país, no contaban con una regulación jurídica específica, sino que se regían por los usos y costumbres, y por la adaptación analógica de normas que gobernaban instituciones similares.

Los temas que trata nuestra ley son: el fideicomiso, el fideicomiso financiero, el contrato de *leasing*, las letras hipotecarias, los créditos hipotecarios para la vivienda, el régimen especial de ejecución de hipotecas y algunas modificaciones a las leyes de fondo y de forma para no romper la armonía de la legislación vigente.

Por la diversidad de cuestiones que trata, la Ley de Financiamiento de la Vivienda y la Construcción es considerada una “ley ómnibus”, pero todos estos aspectos tienen una finalidad específica común que es la de favorecer la industria de la construcción.

Si bien todos los institutos que contiene la norma son importantes, en este trabajo nos concentraremos en el estudio del fideicomiso financiero, como especie del fideicomiso común o general, y en especial en su marco legal, que está dado por la ley 24441 y, por imperio de ésta, por las normas reglamentarias que dicte la Comisión Nacional de Valores, en su calidad de autoridad de aplicación de este contrato.

I. Fideicomiso

En su redacción originaria, el Código Civil mencionaba el fideicomiso en un solo artículo, al legislar sobre “El dominio imperfecto”, en el Título VII del Libro Tercero: “De los Derechos Reales”; se trataba del art. 2662, que establecía:

“Dominio fiduciario es el que se adquiere en un fideicomiso singular, subordinado a durar solamente hasta el cumplimiento de una condición resolutoria, o hasta el vencimiento de un plazo resolutorio, para el efecto de restituir la cosa a un tercero”.

Para la época en que Vélez presentó su Código Civil, en nuestro país la figura del fideicomiso no era usada, situación que se reflejó en dicho cuerpo legal, de ahí que en éste se le haya dado escaso tratamiento.

Posteriormente se fueron advirtiendo las ventajas del fideicomiso, debido principalmente a su utilización masiva en países como Estados Unidos o Inglaterra, sobre todo en el campo de los negocios. Se notó, entonces, que era necesario establecer su regulación legal y sucedió como acontecen los fenómenos

en el derecho: apareció una necesidad, una brecha que no estaba siendo llenada por ninguna figura jurídica, y acudió la legislación a completar ese vacío. Surgió así la ley 24441, sancionada el 22 de diciembre de 1994 y promulgada el 9 de enero de 1995. Aludiremos en adelante a esta ley con la sigla L. F.

La L. F. incide profundamente en el Código Civil, del que modifica, expresamente, varios artículos. Entre esas modificaciones se encuentran la sustitución del art. 2662 y un agregado al 2670 para dar cabida a una institución nueva y compleja, fruto de inquietudes que vienen de años atrás y que la ley encara con una especial metodología¹.

Los artículos 2662 y 2670 C. C., en sus actuales redacciones, expresan:

“Art. 2662. Dominio fiduciario es el que se adquiere en razón de un fideicomiso constituido por contrato o por testamento, y está sometido a durar solamente hasta la extinción del fideicomiso, para el efecto de entregar la cosa a quien corresponda según el contrato, el testamento o la ley (texto según ley 24441)”.

“Art. 2670. Revocándose el dominio con efecto retroactivo, el antiguo propietario está autorizado a tomar el inmueble libre de todas las cargas, servidumbres o hipotecas con que lo hubiese gravado el propietario desposeído, o el tercer poseedor; pero está obligado a respetar los actos administrativos del propietario desposeído, como los alquileres o arrendamientos que hubiese hecho.

[Quedan a salvo los actos de disposición realizados por el fiduciario de conformidad con lo previsto en la legislación especial] (párrafo agregado por ley 24441)”.

Sabemos que con anterioridad a la ley 24441 era posible constituir un fideicomiso por contrato o por testamento. En cuanto al ámbito contractual, se trataba de un contrato atípico o innominado, ya que no estaba previsto por los tipos legales, pero de todas formas su contratación era factible dentro del marco de la autonomía de la voluntad². La nueva legislación introdujo el fideicomiso, de tal manera que éste es ahora un contrato típico.

Los artículos 1º al 26 L. F. regulan este contrato bajo la denominación de “fideicomiso”, lo cual está bien pues el fideicomiso puede surgir de un contrato entre fiduciante y fiduciario o bien como acto de última voluntad (art. 3 L. F.)³.

A.- Concepto

El concepto surge del art. 1º, que dice:

“Habrá fideicomiso cuando una persona (fiduciante) transmita la propiedad fiduciaria de bienes determinados a otra (fiduciario), que se obliga a ejercerla en beneficio de quien se designe en el contrato (beneficiario), y a trans-

(1) LÓPEZ DE ZAVALÍA, Fernando J., *Fideicomiso, leasing, letras hipotecarias, ejecución hipotecaria, contratos de consumición*, Zavallá, Bs. As., 1996, págs. 7/8.

(2) PAPAÑO, Ricardo; KIPER, Claudio; DILLON, Gregorio y CAUSSE, Jorge, *Derechos Reales: actualización; fideicomiso; dominio fiduciario. Ley 24441*, Depalma, Bs. As., 1996, pág. 33.

(3) FARINA, Juan Manuel, *Contratos comerciales modernos: modalidades de la contratación empresarial*, segunda edición actualizada y ampliada, Astrea, Bs. As., 1997, pág. 376.

mitirlo al cumplimiento de un plazo o condición al fiduciante, al beneficiario o al fideicomisario”.

El artículo 4º, en su inciso c) dispone que el contrato también deberá contener:

“El plazo o condición a que se sujeta el dominio fiduciario, el que nunca podrá durar más de treinta años desde su constitución, salvo que el beneficiario fuere un incapaz, caso en el que podrá durar hasta su muerte o el cese de su incapacidad”.

La referencia a un plazo o condición es esencial, al ser definitoria del fideicomiso. La ley sólo habla del dominio fiduciario. Pero sería irrazonable suponer que la mención del plazo o la condición no sea exigible para otras titularidades fiduciarias. Lo que caracteriza a cualquier titularidad fiduciaria de la ley es, precisamente, la subordinación a un plazo o condición, por lo que la mención de la modalidad constituye un requisito esencial⁴.

B.- Caracteres

Se trata de un contrato consensual, oneroso, bilateral y formal.

1.- *Consensual*. Este contrato queda concluido para producir sus efectos propios desde que las partes hubieren recíprocamente manifestado su consentimiento (art. 1140 C. C.). Aun cuando implique la transmisión del dominio de cosas, no hay que confundir al contrato que sirve de causa-fuente con las formalidades y requisitos necesarios para la adquisición del derecho real⁵.

2.- *Oneroso*. La ley presume la onerosidad de este contrato, si no se establece expresamente lo contrario (art. 8 L. F.). Debe fijarse contractualmente la retribución para el fiduciario, de no ser así, la establecerá el juez teniendo en cuenta la índole de la encomienda y la importancia de los deberes a cumplir.

3.- *Bilateral*. Es un negocio jurídico bilateral en cuanto a que su consumación depende del consentimiento que, a su tiempo, debe dar cada una de las partes (art. 946 C. C.), y porque su característica esencial es la de producir derechos y obligaciones recíprocos (art. 1138).

4.- *Formal*. Teniendo en cuenta que, según el art. 4 L. F. “el contrato debe contener” determinadas indicaciones en lo que concierne a los bienes, a su duración y a los derechos y obligaciones de las partes, cabe deducir que ha de celebrarse por escrito, quedando descartada la forma oral. Además, deben cumplirse los requisitos formales correspondientes a la naturaleza de los bienes transmitidos (art. 12 L. F.). Así, si se trata de inmuebles, el contrato será otorgado por escritura pública (art. 1184 C. C.), mientras que si el objeto está constituido por créditos, basta con el instrumento escrito (art. 1454). Asimismo, cuando se trate de cosas registrables –v. gr., inmuebles, automotores–, se deberá inscribir la transmisión fiduciaria en el registro correspondiente a nombre del fiduciario (art 13 L. F.), a los efectos de su oponibilidad a los terceros interesados de buena fe⁶.

(4) *Ibídem*, pág. 376.

(5) PAPAÑO y otros, ob. cit., pág. 34.

(6) *Ibídem*, pág. 35.

C.- Objeto

El art. 1 L. F. expresa que el fideicomiso debe recaer sobre bienes determinados; bienes es un concepto muy amplio, que comprende las cosas muebles, los inmuebles y los bienes incorporales; al respecto, el art. 11 L. F. dispone:

“Sobre los bienes fideicomitidos se constituye una propiedad fiduciaria, que se rige por lo dispuesto en el Título VII del Libro III del Código Civil y las disposiciones de la presente ley cuando se trate de cosas, o las que correspondieren a la naturaleza de los bienes cuando éstos no fueran cosas”.

En el fideicomiso van a aplicarse las normas y principios generales de la transmisión de los derechos reales, por ello debe tratarse de cosas ciertas, determinadas (o determinables), actualmente existentes y que estén dentro del comercio.

En el supuesto de que se transmita la propiedad fiduciaria de bienes, esto es, todo aquello que sin ser cosa tenga un valor económico, serán aplicables las normas que rigen la cesión de créditos. En principio, pueden ser objeto del fideicomiso “todo objeto incorporal, todo derecho y toda acción que se encuentre en el comercio” (art. 1444 C. C.), y aun los créditos futuros, aleatorios, condicionales, eventuales litigiosos, etc. (arts. 1446 y ss.). Quedan incluidos los títulos-valores y los derechos intelectuales. Sólo cabe excluir a aquellos créditos cuya cesión esté expresa o implícitamente prohibida (art. 1444 C. C.), como sucede con los derechos inherentes a las personas (art. 1445 C. C.), los créditos emergentes de la relación laboral (art. 148, ley 20744) y la indemnización por accidente de trabajo (art. 13, ley 24028), entre otros⁷.

Cuando se trate de transmitir bienes registrables, el art. 13 L. F. ordena que se inscriba en los registros pertinentes la transferencia de la propiedad fiduciaria a nombre del fiduciario; pero no contiene disposición alguna cuando se trata de bienes no registrables. Consideramos que debe aplicarse lo dispuesto en el art. 30 de la misma ley 24441, que si bien se refiere al contrato de *leasing* es aplicable, sin lugar a dudas, al fideicomiso⁸. En efecto, el art. 30 L. F. dispone:

“A los efectos de su oponibilidad frente a terceros, el contrato deberá inscribirse en el registro que corresponda a las cosas que constituyen su objeto. Si se trata de cosas muebles no registrables, deberá inscribirse en el Registro de Créditos Prendarios del lugar donde se encuentren”.

En contra, López de Zavalía opina que el art. 13, referido a los bienes registrables, está sugiriendo una pauta para los no registrables. Si para los registrables se aplica la respectiva normativa, para los no registrables deberá seguirse la que corresponde según las leyes comunes, pues la ley 24441 no pretende introducir modificaciones sobre los modos de adquisición de los derechos. Y así el dominio fiduciario *ex contractu* de cosas muebles no registrables se adquirirá con título y tradición⁹.

(7) *Ibidem*, pág. 37.

(8) FARINA, Juan Manuel, *ob. cit.*, pág. 383.

(9) LÓPEZ DE ZAVALÍA, Fernando J., *ob. cit.*, pág. 80.

Estos bienes fideicomitidos constituyen un patrimonio autónomo o separado de los patrimonios del fiduciante y fiduciario respectivamente, afectado a un fin específico durante un período de tiempo determinado o no, sin que pueda exceder del plazo legal.

El principio de separación de patrimonios queda acogido legalmente en la primera parte del art. 14, mientras que el art. 15 determina las consecuencias de esa constitución de un patrimonio separado, impidiendo expresamente la acción de los acreedores del fiduciario contra el patrimonio creado mediante la fiducia¹⁰.

D.- Sujetos

El art. 1º L. F. establece los sujetos que participan en el fideicomiso. Las partes del contrato son siempre dos: fiduciante y fiduciario. Los demás no son partes; sus respectivas posiciones jurídicas se explican por la doctrina de las estipulaciones a favor de tercero: art. 504 C. C.¹¹

1.- *Fiduciante*: también denominado “fideicomitente” o “constituyente”; es la persona que transmite una cosa o un bien al fiduciario para que le dé cierto destino, durante el plazo de tiempo que corresponda.

2.- *Fiduciario*: puede ser cualquier persona (física o jurídica); es el sujeto que recibe la propiedad fiduciaria de los bienes, convirtiéndose en titular del derecho transmitido; se obliga a ejercer dicha propiedad conforme a lo establecido contractualmente y a transferir dichos bienes una vez vencido el plazo estipulado o el legal –si aquél no se hubiere fijado– al constituyente o a un tercero, según lo dispuesto en el contrato.

El fiduciario se halla legitimado para acciones en defensa de los bienes fideicomitidos (art. 18 L. F.), además, podrá disponer o gravar estos bienes cuando así lo requieran los fines del fideicomiso (art. 17 L. F.), para ello deberá cumplir las obligaciones impuestas por la convención o por la ley con la prudencia y diligencia del buen hombre de negocios, que actúa sobre la base de la confianza depositada en él (art. 6 L. F.).

El fiduciario, salvo estipulación en contrario, percibe una retribución por su actividad y tiene derecho al reembolso de los gastos (art. 8 L. F.). Está obligado a rendir cuentas, lo que no puede ser dispensado por vía contractual, tampoco podrá eximirse de la culpa o dolo en que pudieran incurrir él o sus dependientes, ni de la prohibición de adquirir para sí los bienes fideicomitidos (art. 7 L. F.).

3.- *Beneficiario*: es el sujeto a favor del cual se ejecuta el encargo, debe estar individualizado en el contrato.

Según el art. 2 L. F., beneficiario puede ser una persona física o jurídica, de existencia actual o futura, y puede haber varios; en este caso, si no se fijara la participación de cada uno en el beneficio, ésta se calculará por partes iguales.

(10) BONO, Gustavo Alejandro, Ley 24441. *Financiamiento de la vivienda y la construcción, fideicomiso*, Universidad Notarial Argentina, Alveroni Ediciones, Córdoba, 1995, pág. 27.

(11) LÓPEZ DE ZAVALÍA, Fernando J., ob. cit., pág. 21.

El precitado artículo continúa diciendo que podrán designarse beneficiarios sustitutos, para el caso de no aceptación, renuncia o muerte; si los beneficiarios instituidos no aceptaren el beneficio, renunciaren a él o no llegaren a existir, se entenderá que el favorecido es el fideicomisario y, en su defecto, lo será el fiduciante. El derecho del beneficiario puede transmitirse por acto entre vivos o por causa de muerte, salvo estipulación en contra del fiduciante.

4. *Fideicomisario*: es la persona que, por cláusula contractual, deviene en destinatario final de los bienes objeto del fideicomiso.

En la terminología de la ley 24441, la palabra “fideicomisario” recibe dos acepciones: una estricta y otra amplia. En el art. 1, el vocablo “fideicomisario” recibe la acepción estricta: con él se designa aquí únicamente al destinatario final que no es ni fiduciante ni beneficiario ni fiduciario. En otros textos la razón indica que por “fideicomisario” debe entenderse cualquier destinatario final, como ocurre con el art. 26, que emplea el vocablo en sentido amplio¹².

II. Securitización

Antes de entrar propiamente en el tema que nos ocupa es fundamental que nos detengamos en un fenómeno que va avanzando día a día debido a las crecientes necesidades de las sociedades modernas. Especialmente en relación con las necesidades económicas, han ido apareciendo nuevas herramientas que persiguen satisfacer los requerimientos de este mundo inserto en un contexto de globalización. Allí donde hasta hace poco bastaban los bancos comerciales y las entidades de ahorro y préstamo, hacen falta ahora los instrumentos del mercado de capitales y las modalidades de la oferta pública¹³. Por ello debemos detenernos en la idea de securitización.

Esta institución tuvo un comienzo de aplicación en los Estados Unidos aproximadamente en el año 1970. Luego alcanzó un efecto expansivo, como una consecuencia más de la globalización de la economía en toda Europa y aun en América latina, donde Méjico, sin lugar a dudas, es el país que tiene el liderazgo en materia de aplicación de la securitización¹⁴.

“Securitización” es la denominación que resulta de la adaptación a nuestro idioma de la anglosajona “*securitization*” o “*securitisation*”; “titulización” en la versión española, “bursatilización” en Méjico, “*titrisation*” en Francia y “titularización” en Colombia. “Securitización” deriva del inglés “*security*” o título-valor financiero; “securitizar” una obligación es representarla en títulos¹⁵.

Podríamos definir la securitización, siguiendo al Dr. Edgar I. Jelonche, como “una técnica que permite transformar créditos ilíquidos en instrumentos

(12) *Ibidem*, págs. 24/25.

(13) HAYZUS, Jorge R., “Fideicomisos financieros”, en *El Derecho*, tomo 154, 1994, pág. 1089.

(14) ORELLE, José María Rodolfo, *Ley 24441. Financiamiento de la vivienda y la construcción, fideicomiso financiero*, Universidad Notarial Argentina, Alveroni Ediciones, Córdoba, 1995, págs. 50/51.

(15) LISOPRAWSKI, Silvio V., *Fideicomiso. Dominio fiduciario. Securitización*, 2ª edición, Depalma, Bs. As., 1996, pág. 11.

financieros homogéneos, negociables en los mercados. Los créditos son cedidos por la entidad financiera otorgante a un fondo (*trust*, fondo común u otra institución con funciones similares), que emite los valores negociables representativos de esos créditos o garantizados por ellos¹⁶.

La finalidad de la securitización es la transformación de activos ilíquidos en títulos que serán luego negociados en los mercados de capitales. Los mercados de capitales son el ámbito donde finalmente se transan estos títulos, son el mecanismo financiero por el cual las empresas y el Estado forman capitales a mediano y largo plazo, con el objeto de financiar sus actividades.

Tanto el mercado de capitales como los demás mercados de dinero, como el bancario, conforman el sistema financiero que moviliza los ahorros y asigna el crédito por los diversos canales (bancos, financieras, fondos de pensión, sociedades de bolsa, agentes de mercado, etc.). Dentro del mercado de capitales, los instrumentos por excelencia son las acciones, los títulos de deuda –pública y privada–, las cuotapartes de fondos y los contratos de futuros y opciones¹⁷.

A.— Beneficios de la securitización

Los beneficios que trae aparejada la titulización para quienes intervienen en ella, junto a los efectos que produce en la economía, son notables. Las ventajas desde el punto de vista macroeconómico son:

1. Otorga liquidez a un activo que no era endosable o transable en el mercado secundario, dándole así un valor de mercado a activos que tradicionalmente no lo tenían.

2. Proporciona un instrumento de menor riesgo y, eventualmente, de plazos mayores que los activos que los respaldan. En el primer caso, al aislarlos del originador y, en el segundo, frente a la posibilidad de reestructurar la distribución de los flujos de fondos producidos por los activos mediante la combinación de los diversos plazos de maduración de los activos reunidos para la titulización.

3. Contribuye al desarrollo del mercado de capitales:

3.1. Es una alternativa de financiamiento por medio de la venta de activos inmovilizados.

3.2. Suministra nuevos títulos a la oferta pública.

3.3. Genera una nueva área de actividades para los operadores tradicionales (agentes de mercado, bancos comerciales y de inversión, consultoras financieras, etc.).

3.4. Es una herramienta para provocar la desintermediación financiera y modificar el rol de la banca tradicional.

4. Reduce los costos de financiamiento, posibilitando a las empresas y ban-

(16) Citado por AMALLO, Daniela N., *Fideicomiso. El fideicomiso, los fondos comunes de inversión y las sociedades de objeto especial como instrumento de financiamiento*, Cuadernos de la Universidad Austral, Depalma, Bs. As., 1996, pág.107.

(17) LISOPRAWSKI, Silvio V., ob. cit., pág. 4.

cos la obtención de fondos en el mercado de capitales a un costo menor que las demás alternativas tradicionales.

5. Al ampliar la capacidad de negocios provoca un efecto multiplicador en la economía. Es un fuerte impulsor del crédito.

6. Disminuye el costo de endeudamiento ya que, al aislarse el crédito o al establecerse garantías adicionales, disminuye el riesgo del negocio y el costo de estructuras propias de los sistemas tradicionales. Mayor eficiencia con menor costo.

Desde el punto de vista del ahorrista o inversor:

1. Es una nueva opción de inversión, con riesgo acotado.
2. Simplifica la evaluación del riesgo, porque permite al ahorrista elegir según la calificación de riesgo del título.
3. Da la posibilidad de hacer líquido el título en el mercado secundario o transmitirlo en pago o darlo en garantía.
4. Permite al inversor ponerse en contacto directo con el tomador de los fondos, obviando la intermediación de los financistas tradicionales, con la consecuente mejora de los rendimientos.
5. Permite al pequeño ahorrista el acceso a inversiones que antes le estaban vedadas¹⁸.

B.- Partícipes en el proceso de securitización

Según la necesidad de su intervención, los partícipes en el proceso de securitización pueden dividirse en primarios y en secundarios o contingentes. Los segundos pueden no aparecer en la estructura del negocio de titulización, dependiendo ello del tipo o complejidad de la operación. Son considerados necesarios: el originador, el vehículo, el tomador/colocador de los títulos-valores y el inversor. Son contingentes o secundarios: el administrador de la cartera, el depositario de los instrumentos transmitidos, la calificadora de riesgo, el garante y los proveedores de fondos¹⁹. Estos roles pueden combinarse y, dado el caso, puede reunirse más de un rol en una sola persona.

1.- Originador: es el titular de los créditos que serán securitizados y quien los selecciona y homogeneiza en virtud de sus características (plazo, tasa, vencimiento, riesgo).

2.- Vehículo: es la forma jurídica que se utiliza para sacar los activos a ser securitizados del patrimonio del originador. El vehículo puede ser una sociedad de objeto especial, un fondo fiduciario o un fondo común de inversiones o de crédito.

3.- Tomador: es una entidad financiera o banco de inversión que suscribe con el originante un contrato de *underwriting* bajo diversas modalidades.

4.- Inversor: es quien adquiere los títulos emitidos. Puede ser un inversor individual o institucional, como los fondos comunes de inversión, los fondos de jubilaciones, las sociedades de inversión, las entidades financieras.

(18) *Ibidem*, págs. 15/17.

(19) *Ibidem*, pág. 25.

5.- Administrador: es quien tiene a su cargo la administración de los créditos que respaldan la emisión de los títulos.

6.- Depositario: puede ser el administrador (no originante), el originante o el vehículo.

7.- Calificadora: es un tercero que califica el riesgo de pago de los títulos que han sido emitidos. Las calificadoras de riesgo analizan: a) el riesgo del activo (calidad actual de los activos y su protección ante posibles deterioros) y b) el riesgo de la securitización.

8.- Garante: generalmente actúa como tal una compañía de seguros, que asume la cobertura del riesgo de los activos securitizados, del pago de las cuotas de amortización de capital e intereses y, en algunos supuestos, del riesgo del originante, con la finalidad de que los títulos puedan ser colocados en mejores condiciones de competitividad. La garantía puede ser otorgada también por una entidad financiera u otra entidad.

9.- Financista: es quien actúa proveyendo fondos a los efectos de cubrir las diferencias o faltas temporarias de ellos o, en su caso, aconseja o resuelve la aplicación de los excedentes, con el fin de minimizar los riesgos de repago de los títulos emitidos²⁰.

III. Fideicomiso financiero

A.- Definición

Según el art. 19 L. F, primer párrafo:

“Fideicomiso financiero es aquel contrato de fideicomiso sujeto a las reglas precedentes, en el cual el fiduciario es una entidad financiera o una entidad especialmente autorizada por la Comisión Nacional de Valores para actuar como fiduciario financiero y beneficiario son los titulares de certificados de participación en el dominio fiduciario o de títulos representativos de deuda garantizados con los bienes así transmitidos”.

El tipo contractual es una novedad y su denominación es autóctona, aun cuando sustancialmente responde a los contratos de fideicomiso utilizados para la inversión en la oferta pública²¹. El destino de este fideicomiso es el de servir a operaciones propias del mercado de capitales. Debido a ello el tercer párrafo del art. 19 L. F. prevé que la Comisión Nacional de Valores sea la autoridad de aplicación respecto de estos fideicomisos, a la vez que faculta al organismo a dictar las normas que los reglamentan.

En uso de esta facultad reglamentaria, la Comisión Nacional de Valores dictó la resolución general N° 271/95 y las N° 290/97 y 296/97, que modifican la primera.

El art. 19 L. F. comienza con una afirmación clara: “Fideicomiso financiero es aquel contrato de fideicomiso sujeto a las reglas precedentes”. Es decir que se aplican todas las normas relativas al contrato de fideicomiso, en cuanto sean compatibles con la clase de bienes que pueden ser objeto de este especial tipo

(20) AMALLO, Daniela N., ob. cit., pág. 109.

(21) LISOPRAWSKI, Silvio V., ob. cit., pág. 432.

de fideicomiso. Es decir, estamos frente a un subtipo de la figura general del fideicomiso²².

Lo que diferencia principalmente a esta especie del fideicomiso común u ordinario es su objeto; en efecto, el fideicomiso financiero sujeto a las reglas de la ley tiene por objeto, por medio de un fiduciario profesional, emitir o garantizar con bienes fideicomitados, títulos representativos de deuda o certificados de participación en el dominio fiduciario de los bienes. Obsérvese que aun en el caso de que actúe como emisor de títulos representativos de deuda, deberá hacerlo con el respaldo o garantía de bienes fideicomitados (hipotecas, prendas y otros bienes)²³.

El texto habla del fideicomiso financiero contractual. Queda excluido, por definición legal, el fideicomiso financiero por testamento y por acto unilateral. A pesar de ello, la resolución general N° 271/95 de la Comisión Nacional de Valores introduce un curioso fideicomiso financiero por acto unilateral inter vivos. Esta resolución, en su art. 2°, establecía que:

“El fideicomiso financiero podrá constituirse por acto unilateral, en el cual coincidan las personas del fiduciante y del fiduciario, cuando se solicite autorización de oferta pública de los certificados de participación en el dominio de los bienes transmitidos o de los títulos-valores representativos de deuda garantizados con los bienes fideicomitados”.

Esta norma es extraña a los principios de nuestro Código Civil y de la propia ley 24441. Si bien se argumenta que la ley 24441 no prohíbe la constitución del fideicomiso por acto unilateral, en el art. 1°, cuando define al fideicomiso, presupone la existencia de dos personas. La ley habla claramente de la transmisión de la propiedad “a otro”, del fiduciante al fiduciario. Por lo tanto, consideramos que la R. G. N° 271/95 excedió sus facultades reglamentarias con este artículo. Creemos que esta norma introdujo confusión y fue motivo de conflictos, razón por la cual fue sustituida por la R. G. N° 290/97²⁴.

La R. G. N° 290/97, en su art. 3°, establece la prohibición de constituir fideicomisos unilaterales y otorga un plazo para proceder a la sustitución del fiduciario, salvo que el plazo del fideicomiso fuera menor.

Por la R. G. N° 296/97 de la Comisión Nacional de Valores, se modifica la R. G. N° 290/97 en el sentido de que permite continuar con los fideicomisos unilaterales actualmente existentes, hasta el vencimiento de los plazos de duración por los cuales fueron autorizados bajo la vigencia de la R. G. N° 271/95.

La resolución general N° 271/95, en su art. 1° define al fideicomiso financiero de esta manera:

“Habrá contrato de fideicomiso financiero cuando una o más personas (fideicomitente o fiduciante) trasmitan la propiedad fiduciaria de bienes determinados a otra (fiduciario), quien deberá ejercerla en beneficio de titulares de

(22) PORTABELLA, Jorge G., “Fideicomiso financiero”, en *Revista del Foro de Cuyo*, t. 27, Ediciones Dike, Mendoza, 1997, pág. 43.

(23) LISOPRAWSKI, Silvio V., ob. cit., pág. 436.

(24) *Ibíd*em, págs. 55/56.

los certificados de participación en la propiedad de los bienes transmitidos o de titulares de títulos valores representativos de deuda garantizados con los bienes así transmitidos (beneficiarios) y transmitirlo al fiduciante o a los beneficiarios o a terceros (fideicomisarios) al cumplimiento de los plazos o condiciones previstos en el mismo”.

De este concepto legal y de lo preceptuado por el art. 19, 1º párrafo, podemos extraer algunas peculiaridades de este contrato con relación a los partícipes que intervienen en él.

B.- Partícipes

1.- *Fiduciario financiero*

Una de las notas características del fideicomiso financiero es la profesionalidad del fiduciario: éste debe ser una entidad financiera o una sociedad especialmente autorizada para actuar como fiduciario financiero.

En efecto, el art. 5 de la ley N° 24441 establece que “sólo podrán ofrecerse al público para actuar como fiduciarios las entidades financieras autorizadas a funcionar como tales sujetas a las disposiciones de la ley respectiva y las personas jurídicas que autorice la Comisión Nacional de Valores, quien establecerá los requisitos que deban cumplir”. Esta disposición tiene su fundamento principal en la necesidad de proteger al público inversor de la actuación como fiduciario de cualquier aventurero, atento a los fraudes que podrían ser cometidos mediante la utilización de esta figura, así como también por la necesidad de permitir al Estado un mejor ejercicio de sus facultades de control, con el objetivo de lograr la mayor transparencia e información en los mercados en los cuales ha de ser prestado tan importante servicio²⁵.

El art. 3 de la R. G. N° 271/95 de la Comisión Nacional de Valores dispone que podrán actuar como fiduciarios financieros:

a.- Las entidades financieras autorizadas por la ley N° 21526 (modificada por ley N° 24441).

b.- Las entidades inscritas en el Registro de Fiduciarios Financieros.

c.- El representante de los obligacionistas, en los términos del art. 13 de la ley N° 23576 (modificada por ley N° 23962).

Las entidades financieras serían los fiduciarios financieros naturales, ello debido a que están expresamente previstos en el art. 5 de la ley N° 24441, es decir que su existencia no depende de la autorización de la Comisión Nacional de Valores, sino que su condición de fiduciarios, y los contratos que efectúen en consecuencia, son una actividad reglada por la ley N° 21526. Estas entidades están sujetas al control del Banco Central de la República Argentina.

La segunda categoría, las sociedades inscritas en el Registro de Fiduciarios Financieros de la C. N. V., son las que cumplen con los requisitos del art. 4 de la R. G. N° 271/95:

-Ser una sociedad anónima. En el supuesto de sociedades extranjeras, de-

(25) FUNES, Saturnino J., *Fideicomiso. El Fiduciario en la ley 24441*, Cuadernos de la Universidad Austral, Depalma, Bs. As., 1996, pág. 32.

berán acreditar el establecimiento de una sucursal, asiento u otra especie de representación en el país.

-Prever en su objeto social la actuación como fiduciario. No se exige que sea el objeto exclusivo de la sociedad.

-Tener un patrimonio neto mínimo de \$ 100.000, el que deberá incrementarse a partir del primer contrato de fideicomiso celebrado y en lo sucesivo en \$ 25.000 por cada fideicomiso financiero en el cual actúe como fiduciario. La R. G. N° 290/97 eleva el requisito del patrimonio neto mínimo exigido a U\$S 1.000.000.

La exposición de motivos de la resolución general N° 271/95 expresa que “...es conveniente que los requisitos patrimoniales que se impongan a quienes se desempeñen como fiduciarios financieros, sin ser las entidades comprendidas en la ley 24441, sean similares a los previstos en la ley 24083 (Fondo Común de Inversión); que también debe considerarse que en el caso de los fiduciarios financieros las exigencias deben concentrarse en su organización y en la forma en que prestan sus servicios, más que en sus respectivos patrimonios, por cuanto es claro que éstos son indiferentes a la cuantía de los bienes fideicomitados...”

d.- Contar con una organización administrativa adecuada para prestar el servicio ofrecido. Se autoriza la contratación de un servicio de administración por persona distinta del fiduciario.

La tercera categoría autoriza el carácter de fiduciario financiero a los representantes de los obligacionistas en los términos del art. 13 de la ley N° 23576 (modificada por ley N° 23962). El art. 13 de la Ley de Obligaciones Comerciales autoriza, en su primer párrafo, la celebración del contrato de representación con una institución financiera o firma intermediaria en la oferta pública de valores mobiliarios que cumplan con los requisitos mínimos del contrato de fideicomiso, que el mismo artículo establece²⁶.

2.- *Fiduciante*

No se establecen reglas específicas para el fiduciante, es más, en el art. 19 de la L. F. ni siquiera se lo nombra, quedando sobreentendida su existencia al hablarse de “los bienes así transmitidos”. Debe haber, por lo tanto, una transmisión fiduciaria de bienes para que la operación quede concluida. Se le aplican, entonces, las reglas comunes.

3.- *Beneficiario*

Es otra nota definitoria del fideicomiso financiero, que se tipifica porque la posición de beneficiario coincide con la de titular de certificados de participación en el dominio fiduciario o de los títulos representativos de deuda garantizados con los bienes así transmitidos. Hay, por lo tanto, dos categorías de beneficiarios. Y el plural de la ley, al mentar cada una de las dos categorías, está sugiriendo un aspecto digno de interés: mientras para el fideicomiso ordina-

(26) LISOPRAWSKI, Silvio V., ob. cit., pág. 585.

rio la ley razona con un beneficiario único (lo que no empece a la pluralidad), para el fideicomiso financiero la visual es plural en cada categoría²⁷.

4.- Fideicomisario

Es un tercero que, por voluntad del fiduciante expresada en el contrato específico, se constituye en destinatario final de los bienes fideicomitidos. En el art. 19 de la L. F. no se lo menciona, pero su existencia resulta de las “reglas precedentes”.

La R. G. N° 271/95 sí lo contempla, al establecer: “y transmitirlo al fiduciante o a los beneficiarios o a terceros (fideicomisarios) al cumplimiento de los plazos o condiciones previstos en el mismo”, es decir que el criterio adoptado por esta resolución es el mismo que el seguido por la ley 24441 en su art. 1°.

IV. Análisis de la operación

Es una tarea difícil tratar de describir una operación tan compleja como ésta con la suficiente generalidad como para que se aplique a todos los casos posibles. No obstante, intentaremos abordarla tratando de esclarecer las distintas situaciones que podemos encontrar en la utilización de esta herramienta de financiación que es el fideicomiso financiero.

La operación fideicomisaria es, a grandes rasgos, la siguiente:

En primer lugar existe una entidad –para nuestro ejemplo, un banco– que tiene una importante cantidad de activos inmovilizados, como créditos hipotecarios; se trata de inversiones que el banco va a tardar quince, veinte o más años en recuperar en su totalidad. Cada uno de estos créditos hipotecarios puede tener distintas fuentes (v. gr.: contrato de mutuo entre el banco y un particular, garantizado con hipoteca de primer grado sobre un inmueble), pero lo importante es que pueden ser reunidos bajo ciertas condiciones de homogeneidad (por el origen de los créditos, por los plazos de amortización, etc.).

El banco (fiduciante) agrupa una serie de estos créditos homogéneos y los trasmite, en propiedad fiduciaria, al fiduciario, para nosotros una entidad financiera, con el fin de que éste los administre, es decir que realice todas las diligencias necesarias para obtener el cobro de los créditos, por un tiempo determinado.

El fiduciario “compra”, en terminología financiera, los activos hipotecarios y le abona al originante en efectivo al contado con cálculos financieros el monto de esos créditos²⁸. Es en este momento cuando se celebra el contrato de fideicomiso financiero entre –siguiendo con el ejemplo– el banco y la entidad financiera. Veremos, más adelante, los requisitos que debe reunir este contrato.

Luego, el fiduciario (o un tercero) emite títulos-valores, que constituyen la representación cartular de los valores que integran este fondo fiduciario. Posteriormente, estos instrumentos van al mercado financiero, en el cual aparecen los inversores que los compran.

(27) LÓPEZ DE ZAVALÍA, Fernando J., ob. cit., págs. 143/144.

(28) ORELLE, José María Rodolfo, ob. cit., pág. 55.

En efecto, el fiduciario celebrará con los beneficiarios (inversores particulares o institucionales) un contrato de inversión financiera, por el cual éstos últimos van a adquirir, a cambio de un precio, una determinada cantidad de títulos-valores garantizados con los bienes fideicomitidos.

El beneficio de los inversores está constituido por los rendimientos de los títulos. Estos títulos-valores pueden adoptar las modalidades de certificados de participación en la propiedad fiduciaria o de títulos representativos de deuda y constituyen una forma de exteriorización instrumental del contrato de inversión. Las particularidades de estos títulos serán tratadas en el capítulo siguiente.

Se trata de un nuevo contrato, distinto del contrato que da origen al fideicomiso: los créditos que forman la cartera no se transmiten al inversor, sino que quedan en poder (propiedad fiduciaria) del fiduciario, constituyendo la garantía de que éste cumplirá con las obligaciones contraídas respecto de los beneficiarios en el contrato de inversión.

Cuando se cumple el plazo o la condición prevista en la convención, el fiduciario debe darle a los bienes fideicomitidos el destino estipulado en el contrato.

Contenido del contrato

Según el art. 20 L. F.:

“El contrato de fideicomiso deberá contener las previsiones del art. 4 y las condiciones de emisión de los certificados de participación o títulos representativos de deuda”.

Este texto ha sido reglamentado por el art. 8 de la R. G. N° 271/95; según éste, el contrato de fideicomiso deberá contener:

1) *Los requisitos establecidos en el artículo 4º de la ley N° 24441.* Esto ya resultaba del art. 20 L. F. Tales requisitos son los siguientes:

a.- La individualización de los bienes objeto del contrato. En caso de no resultar posible tal individualización a la fecha de la celebración del fideicomiso, constará la descripción de los requisitos y características que deberán reunir los bienes.

b.- La determinación del modo en que otros bienes podrán ser incorporados al fideicomiso.

c.- El plazo o condición a que se sujeta el dominio fiduciario, el que nunca podrá durar más de treinta años desde su constitución, salvo que el beneficiario fuere incapaz, caso en el que podrá durar hasta su muerte o el cese de su incapacidad.

d.- El destino de los bienes a la finalización del fideicomiso.

e.- Los derechos y obligaciones del fiduciario y el modo de sustituirlo si cesare.

2) *La individualización del o los fiduciantes, del o los fiduciarios y del o los fideicomisarios, en su caso.*

Se contempla la posibilidad de una pluralidad de titulares en una misma posición jurídica. No se exige la individualización de los beneficiarios, lo que

es de toda lógica ya que, al estar destinado a la emisión o garantía de títulos-valores, los adquirentes permanecen hasta su colocación en el anonimato.

3) *La identificación del fideicomiso. La denominación “fideicomiso financiero” deberá ser utilizada por los fideicomisos que se constituyan conforme a la presente resolución, debiendo agregarse además la designación que permita individualizarlos.*

Los bienes fideicomitidos forman un patrimonio separado, por ello es de alta prudencia la individualización del fideicomiso con un nombre. Obsérvese que si el fiduciario sólo pudiera serlo de un fideicomiso, bastaría con el nombre de él y la calificación de fideicomiso para una suficiente identificación. Pero una persona puede ser fiduciaria de varios fideicomisos²⁹. Es evidente que la norma apunta al régimen de publicidad, para evitar la confusión en el público inversor.

4) *Procedimiento para la liquidación del fideicomiso.*

Este inciso reviste particular importancia porque hace a la extinción del fideicomiso con todos los efectos que ello apareja con relación a los inversores y a los terceros interesados en el destino de los bienes o su remanente³⁰. Existe libertad para establecer este procedimiento, pero éste no podrá vulnerar derechos de terceros.

5) *La obligación del fiduciario de rendir cuentas a los beneficiarios y del procedimiento a seguir a tal efecto, de acuerdo con el régimen informativo establecido en el artículo 16 de la presente.*

Por el art. 7 L. F., la obligación de rendir cuentas no puede ser dispensada y podrá ser solicitada por el beneficiario conforme a las previsiones contractuales, sin que llegue a exceder la periodicidad de un año. La resolución no se conforma con ello y quiere que se la consigne expresamente y se den las previsiones contractuales sobre el procedimiento, añadiendo una remisión al art. 16 de la misma.

El art. 16 de la R. G. N° 271/95 establece:

“Régimen informativo: El fiduciario financiero deberá presentar al Organismo en forma trimestral, por cada fideicomiso, un Estado de Activos Netos o de situación patrimonial, acompañando un Estado de Cambios en los Activos Netos o en la Situación Patrimonial, por el período cubierto por el estado contable...”

La rendición de cuentas a los beneficiarios, ante la pluralidad de ellos (e incluso el desconocimiento de quien pueda ser el actual titular, dada la amplitud de formas que pueden adquirir los títulos) explica que se exija la indicación del procedimiento a seguirse³¹.

6) *La remuneración del fiduciario.*

El art. 8 L. F. expresa que la actividad de fiduciario es retribuida, salvo estipulación en contrario. Es importante que la remuneración se establezca en el contrato para evitar que luego deba ser fijada por el juez.

(29) *Ibidem*, pág. 153.

(30) LISOPRAWSKI, Silvio V., *ob. cit.*, pág. 592.

(31) LÓPEZ DE ZAVALÍA, Fernando J., *ob. cit.*, pág. 155.

7) *Los términos y condiciones de emisión de los valores representativos de deuda o certificados de participación.*

Este tema será tratado en el próximo capítulo.

V. Certificados de participación y títulos de deuda

El art. 19 L. F. habla de certificados de participación en el dominio fiduciario y títulos representativos de deuda garantizados con los bienes fideicomitidos.

No es fácil establecer la diferencia que existe entre estos dos instrumentos. Creemos que la distinción esencial radica en que en los títulos de participación los beneficiarios tienen derecho a participar, en la proporción a su respectiva cuota parte, en el alea del fideicomiso y hasta el límite contractualmente previsto. En el título de deuda, ya sea que se cobre o no, el titular tendrá derecho a una suma fija numéricamente determinada y no a un porcentaje, de forma tal que si quedara remanente de bienes fideicomitidos, éstos correrán la suerte prevista para ellos en el contrato, y si esos bienes no alcanzaran para satisfacer la deuda contraída a través de los títulos, habría insuficiencia del patrimonio fideicomitado. Es claro que los títulos valores implican un crédito a favor del tenedor, pero su establecimiento está cuantitativamente predeterminado en una suma fija (capital y renta) en los títulos de deuda, mientras que en los certificados de participación ese monto dependerá de la suerte del fideicomiso, en la medida del porcentaje que le corresponde al participacionista³².

A.- Los certificados de participación y los títulos de deuda como títulos valores

El art. 19 L. F. dispone en su segundo párrafo:

“Dichos certificados de participación y títulos de deuda serán considerados títulos valores y podrán ser objeto de oferta pública”.

No resulta de aquí que deban ser adjudicados por oferta pública, conveniencia que se presentará para los grandes emprendimientos, no así para los de pequeña envergadura. Significa, simplemente, que si se acude a la oferta pública, se sujetan a las reglas de los títulos valores así ofrecidos³³.

Es en atención a la potencialidad de emisión en masa que lleve a una oferta pública que el tercer párrafo del art. 19 dispone:

“La Comisión Nacional de Valores será la autoridad de aplicación respecto de los fideicomisos financieros, pudiendo dictar las normas reglamentarias”.

En consecuencia, la Comisión Nacional de Valores ha dictado la resolución general N° 271/95, que establece los requisitos a los que deben ajustarse los certificados de participación y los títulos de deuda. La ley 24441 también tiene previsiones al respecto.

Para una mejor exposición trataremos aquí los requisitos de forma que son comunes a ambas especies de títulos. Los requisitos de contenido serán consi-

(32) LISOPRAWSKI, Silvio V., ob. cit., pág. 593.

(33) LÓPEZ DE ZAVALÍA, Fernando J., ob. cit., pág. 164.

derados al estudiar las particularidades de los certificados de participación y de los títulos de deuda.

Requisitos de forma

El art. 21 L. F. establece que los certificados de participación y los títulos de deuda podrán ser al portador o nominativos, endosables o no, o escriturales, conforme lo dispuesto en los artículos 8º y concordantes de la ley N° 23576 (con las modificaciones de la ley 23692). El art. 8 de la Ley de Obligaciones Negociables remite al art. 31 de la misma, que establece que en las condiciones de emisión de las obligaciones negociables se puede prever que ellas no se representen en títulos y da los requisitos que deben cumplirse. La L. F. tiene en cuenta, de esta manera, la desmaterialización de los títulos. El art. 10 de la R. G. N° 271/95 sigue el mismo criterio. Esto quiere decir que para la transmisión de los certificados de participación se aplican los principios generales relativos a los títulos de crédito.

El art. 11 de la R. G. 271/95 caracteriza a los títulos materializados físicamente como “emitidos en forma cartular” y exige que “deberá transcribirse en el reverso del instrumento una síntesis de los términos y condiciones del fideicomiso”, confeccionado de acuerdo con el anexo del mismo artículo.

Para los certificados o títulos de deuda escriturales, también se debe transcribir dicha síntesis, pero como no existe el “pedazo de papel” que sustenta materialmente el título, la exigencia se dará por cumplida transcribiendo la síntesis en los respectivos contratos de suscripción.

El artículo finaliza con la afirmación de que cada inversor tiene derecho a requerir el prospecto de emisión de los títulos y éste debe serle entregado sin que el cumplimiento de lo preceptuado por los dos párrafos anteriores pueda eximir de esta obligación.

El anexo del art. 11 muestra el contenido de la síntesis de los términos y condiciones del fideicomiso:

1. La individualización del o los fiduciantes, fiduciarios y fideicomisarios.
2. La identificación del fideicomiso por el cual los títulos son emitidos o garantizados.
3. La individualización de los bienes objeto del contrato. En caso de no resultar posible tal individualización a la fecha de la celebración del fideicomiso, constará la descripción de los requisitos y características que deberán reunir los bienes.
4. La determinación del modo en que otros bienes podrán ser incorporados al fideicomiso.
5. Los plazos o condiciones a que se sujeta el dominio fiduciario.
6. El destino de los bienes a la finalización del fideicomiso.
7. Los derechos y obligaciones del fiduciario.
8. Los términos y condiciones de emisión de los valores representativos de deuda o certificados de participación.
9. Descripción de los valores representativos de deuda garantizados con los bienes fideicomitados y/o de los certificados de participación.

10. En su caso, mecanismos mediante los cuales se garantizare el pago de los servicios de renta y amortización.

11. Calificaciones otorgadas, cuando corresponda, a los valores representativos de deuda garantizados con los bienes fideicomitidos y/o los certificados de participación.

12. Régimen de comisiones y gastos imputables.

13. La leyenda aplicable de acuerdo con los artículos 9 o 10 de esta resolución.

B.- Certificados de participación

Su tenedor tiene derecho a un porcentaje del patrimonio fiduciario, es decir, participa en el resultado (pérdidas y ganancias) que genere el fondo fiduciario³⁴.

La L. F. habla de los titulares de los certificados de participación “en el dominio fiduciario”. López de Zavalía se pregunta: ¿cómo puede haber participación en el dominio fiduciario, si el dominio es exclusivo y, en el caso, pertenece al fiduciario (doct. art. 13)? Una real participación en el dominio nos coloca ante la figura del condominio, pero no es de condominio de lo que la ley pretende hablar. López de Zavalía piensa que “participación en el dominio fiduciario” es una expresión elíptica que debe ser entendida en el sentido de participación en equidad respecto al dominio fiduciario, participación que contrabalancea el dominio fiduciario³⁵. Los certificados fiduciarios no atribuyen un derecho de condominio sobre los bienes y rentas del fideicomiso sino derechos personales o creditorios para exigir una cuota de su valor. El tenedor de un certificado de participación fiduciaria tiene derecho a los rendimientos, a una cuota de propiedad, a los rendimientos y a una cuota del importe de venta³⁶.

1.- Emisión

El art. 21 L. F. y el art. 10 de la R. G. N° 271/95 establecen que los certificados de participación deben ser emitidos por el fiduciario.

Estas normas prescriben que sea el fiduciario quien emita estos títulos y esto en función de que los certificados serán títulos abstractos garantizados con el patrimonio separado y el fiduciario es el titular de este patrimonio. El certificado emitido contendrá el reconocimiento del fiduciario del carácter fiduciario de los bienes que maneja.

2.- Prospecto de emisión

El penúltimo precepto del art. 21 L. F. dispone:

“Los certificados serán emitidos en base a un prospecto en el que constarán las condiciones de emisión, y contendrá las enunciaciones necesarias para

(34) AMALLO, Daniela N., ob. cit., pág. 122.

(35) LÓPEZ DE ZAVALÍA, Fernando J., ob. cit., pág. 156.

(36) PORTABELLA, Jorge G., ob. cit., pág. 52.

identificar el fideicomiso al que pertenecen, con somera descripción de los derechos que contienen”.

El prospecto permite conocer a los interesados los alcances de su inversión³⁷. Según el art. 13 de la R. G. N° 271/95, las entidades que soliciten la autorización de oferta pública de los certificados de participación o de los títulos de deuda garantizados con los bienes fideicomitados deberán dar a conocer un prospecto confeccionado de acuerdo con lo establecido en su anexo. Este anexo instituye que el prospecto contendrá:

1. Identificación del fideicomiso por el cual los valores negociables son emitidos.

2. Descripción del o los fiduciarios:

a) Denominación social, domicilio y teléfono.

b) Datos de las respectivas inscripciones en el Registro Público de Comercio u otra autoridad de contralor que corresponda.

c) En caso de tratarse de entidades financieras, detalle de las respectivas autorizaciones.

d) Nómina de los miembros de su órgano de administración y fiscalización y gerentes que ocupen la primera línea gerencial.

e) Relaciones económicas y jurídicas entre fiduciario financiero y fiduciante.

3. Descripción de los valores representativos de deuda garantizados con los bienes fideicomitados y/o los certificados de participación.

a) Cantidad y categorías.

b) Derechos que otorgan.

c) Cronograma de pagos de servicios de interés y capital.

d) En caso de emitirse valores representativos de deuda:

I) Valor nominal.

II) Renta y forma de cálculo.

III) Procedimientos mediante los cuales se garantiza el pago de los servicios de renta y amortización.

IV) Explicación de que, sin perjuicio de los procedimientos descriptos en el ítem anterior, el repago de los valores representativos de deuda no tiene otro respaldo que el haber del fideicomiso.

e) En caso de emitirse certificados de participación en la propiedad de los bienes fideicomitados, proporción o medida de participación que representan.

4) Calificaciones otorgadas, cuando corresponda, a los valores representativos de deuda garantizados con los bienes fideicomitados y/o certificados de participación.

5) Haber del fideicomiso. Deberán detallarse los activos que constituyen el haber del fideicomiso y/o el plan de inversión correspondiente.

En caso de que el haber del fideicomiso esté constituido por derechos creditorios deberá contemplarse:

a) La composición de la cartera de créditos indicando su origen, forma de

(37) LÓPEZ DE ZAVALÍA, Fernando J., ob. cit., pág. 159.

valuación, precio de adquisición, rentabilidad histórica promedio, garantías existentes y previsión acerca de los remanentes en su caso, la política de selección de los créditos efectuada por el fiduciario y los eventuales mecanismos de sustitución e incorporación de créditos por cancelación de los anteriores.

b) Titular o titulares originales de los derechos creditorios: denominación, domicilio social, teléfono, telefacsimil y dirección de correo electrónico e inscripción, en su caso, ante el Banco Central de la República Argentina.

c) Análisis de los flujos de fondos esperados.

d) Previsiones para la inversión transitoria de fondos excedentes.

e) Régimen que se aplicará para la cobranza de los créditos morosos.

f) Explicitación de las adquisiciones de valores negociables correspondientes a la emisión que prevean realizar los fiduciantes de los créditos que integren el haber del fideicomiso.

g) Forma de liquidación del fideicomiso, incluyendo las normas relativas a la disposición de los créditos en gestión y mora remanentes a la fecha prevista para el último pago correspondiente a los créditos de acuerdo con sus términos originales.

h) En caso de que el fideicomiso previera la emisión de valores representativos de deuda, deberán explicitarse los mecanismos mediante los cuales se garantizará el pago de los servicios de renta o amortización a sus titulares.

i) Mercados autorregulados donde se negociarán los títulos-valores correspondientes a la emisión.

6) Régimen de comisiones y gastos imputables.

7) Precio de suscripción y forma de integración. En el caso de que los valores negociables no se ofrezcan a un precio fijo para todos los inversores, sino a un precio variable a ser determinado de común acuerdo entre los colocadores y los inversores, se deberá incluir una descripción a tal efecto.

8) Período de suscripción.

9) Datos de los agentes colocadores.

10) Transcripción del contrato de fideicomiso.

11) En su caso, Estado de Activos Netos o de Situación Patrimonial, acompañado de un Estado de Cambios en los Activos Netos o en la Situación Patrimonial.

12) La leyenda aplicable de acuerdo con los arts. 9 o 10 de esta resolución.

13) El prospecto informativo relacionado con fideicomisos financieros deberá contener una descripción gráfica adecuada y suficiente que posibilite a cualquier interesado tener una visión clara y completa del funcionamiento del correspondiente negocio, con especial atención al aporte de fondos efectuado por los inversores, a la contraprestación que deban recibir los mismos y a la exhaustiva descripción del activo subyacente. Cuando los flujos dependan de la ocurrencia de ciertos eventos, deberán incorporarse ejemplos de los flujos de fondos contemplando si esos eventos ocurriesen o no³⁸.

(38) Este ítem no aparece en la R. G. 271/95, está regulado por las Normas Generales de la C. N. V.

3.- Contenido de los certificados

El art. 10 de la R. G. N° 271/95 establece que los certificados deberán contener los requisitos enunciados en los incisos a) al g) inclusive, del artículo 9:

- a) Denominación social, domicilio y firma del representante legal o apoderado del emisor o del fiduciario, en su caso.
- b) Identificación del fideicomiso al que corresponden.
- c) Monto de la emisión y de los valores representativos de deuda emitidos.
- d) Clase, número de serie y de orden de cada valor negociable.
- e) Garantías y/u otros beneficios otorgados por terceros en su caso.
- f) Fecha y número de la resolución de la Comisión mediante la cual se autorizó su oferta pública.
- g) Plazo de vigencia del fideicomiso.

Y los siguientes requisitos establecidos en el mismo art. 10:

- a) Enunciación de los derechos que confieren y medida de la participación en la propiedad de los bienes fideicomitidos que representan.
- b) La leyenda:

“Los bienes del fiduciario no responderán por las obligaciones contraídas en la ejecución del fideicomiso. Estas obligaciones serán exclusivamente satisfechas con los bienes fideicomitidos, conforme lo dispone el artículo 16 de la ley N° 24441”.

Este último apartado contiene precisiones acerca del alcance de la responsabilidad patrimonial del fiduciario. Reitera lo dispuesto en el art. 16 L. F., en el sentido de que los bienes del fiduciario –los que no integran el patrimonio separado– no responderán por las obligaciones contraídas en la ejecución del fideicomiso. El fiduciario debe mantener perfectamente separados los bienes integrantes del fideicomiso. Ésta es una obligación que debe cumplir y que le permite, además, limitar su responsabilidad siempre que haya “cumplido sus deberes con la diligencia de un buen hombre de negocios” (art. 6 L. F.).

Lo precedentemente expuesto guarda una estrecha relación con el art. 14 L. F. que prescribe que los bienes fideicomitidos constituyen un patrimonio separado del patrimonio del fiduciario y del fiduciante; de esta manera, la ley introduce el concepto de “Patrimonio de afectación”; esta denominación responde a que se trata de un patrimonio que se halla afectado a un fin específico, en nuestro caso, este fin está constituido por el cumplimiento del objeto del contrato de fideicomiso.

Los efectos principales que produce la afectación de los bienes en el fideicomiso son dos. Uno es que los bienes fideicomitidos se hallan al margen de las vicisitudes económicas que pudieran afectar al fideicomitente, al fiduciario y al beneficiario (art. 15 L. F.). El otro es la limitación de las facultades del titular del patrimonio separado, exclusivamente, a aquellas que sean conducentes para la obtención de los fines para los cuales la afectación fue establecida (art. 17 L. F.)³⁹.

El último párrafo del art. 21 L. F. dice que se podrán emitir certificados globales de los certificados de participación, para su inscripción en regímenes de

(39) FUNES, Saturnino J., ob. cit., pág. 31.

depósito colectivo. A tal fin, se considerarán definitivos, negociables y divisibles.

El art. 22 L. F. establece que pueden emitirse diversas clases de certificados de participación con derechos diferentes y que dentro de cada clase se otorgarán los mismos derechos; agrega, además, que la emisión puede dividirse en series. La posibilidad de emisión en series, combinada con la variedad de clases, abre un amplio campo a la diversidad de posiciones.

C- Títulos representativos de deuda

Los títulos representativos de deuda son de contenido crediticio y generan para su tenedor el derecho a cobrar sumas de dinero en concepto de capital e intereses. Pensamos que se trata de obligaciones negociables con un régimen especial⁴⁰.

Los títulos de deuda se parecen a los *debentures* y a las obligaciones negociables en que son formas de contraer empréstitos con deudas corporizadas en los títulos. Su aproximación mayor es a las obligaciones negociables, y es al texto de los artículos 8 y concordantes de la ley que las regula que se remite el art. 21 de la ley 24441.

Pero ni los *debentures*, ni las obligaciones negociables son instrumentos al servicio de cualquiera. Con mayor razón puede decirse que no han sido previstos para dotar de fondos a un patrimonio separado: el patrimonio separado ni siquiera es sujeto de derecho. Añádase a ello que tanto el régimen de la asamblea de *debenturistas* como el de la asamblea de obligacionistas no se adecua a las necesidades y variables de un fideicomiso financiero, lo que motiva el régimen específico de las asambleas de tenedores de los artículos 23 y 24⁴¹.

1.- Emisión

El art. 21 L. F. establece que los títulos de deuda “podrán ser emitidos por el fiduciario o por terceros, según fuera el caso”. El art. 9 de la R. G. N° 271/95, en su encabezamiento, prescribe que éstos podrán ser emitidos por el fiduciante, el fiduciario o un tercero.

La R. G. N° 271/95 agrega como emisor al fiduciante. Creemos que esto no entra en pugna con lo establecido en el art. 21 L. F. debido a que si el legitimado para emitir títulos es –cuando menos en principio– el titular del patrimonio separado, el fiduciante es también un tercero en el sentido de la ley 24441.

La ley autoriza que títulos de deuda emitidos por terceros sean garantizados con bienes fideicomitidos. Éste es el caso de un emisor de obligaciones negociables que podría mejorar la calidad del título afectando como garantía de pago créditos hipotecarios existentes en su activo. Estos créditos son cedidos al fiduciario, en una verdadera propiedad fiduciaria, quien a su vez percibirá la cobranza y hará el pago de los servicios de la deuda hasta su cancelación⁴².

(40) LÓPEZ DE ZAVALÍA, Fernando J., ob. cit., pág. 161.

(41) Ibídem, pág. 164.

(42) PORTABELLA, Jorge G., ob. cit., pág. 53.

Al poder ser emitidos estos títulos de deuda por persona ajena al fiduciario, surgen ciertas peculiaridades que los hacen diferentes de los certificados de participación. Cuando el emisor de los títulos de deuda es el fiduciante o un tercero, los mismos deben llevar no sólo la firma del emisor sino también la del fiduciario. Con ello, el fiduciario no será emisor en sentido estricto, pero su calidad de emisor en sentido amplio queda expresada con su firma, que involucra el asentimiento a que queden afectados los bienes fideicomitidos. Por otro lado, figura la posibilidad de que los títulos, además de la garantía especial, tengan como prenda común el patrimonio general del emisor (art. 9, inc. h *in fine* e inc. i, de la R. G. N° 271/95)⁴³.

2.- Prospecto de emisión. Remisión

El art. 13 de la R. G. N° 271/95 establece que las entidades que soliciten la autorización de oferta pública de los certificados de participación o de los títulos de deuda garantizados con los bienes fideicomitidos deberán dar a conocer un prospecto confeccionado de acuerdo con lo establecido en su anexo. El prospecto de los títulos representativos de deuda tiene el mismo contenido que el de los certificados de participación. Éste último fue tratado al desarrollar los certificados de participación, por lo tanto, allí nos remitimos.

3.- Contenido de los títulos representativos de deuda

El art. 9 de la R. G. N° 271/95 dispone que los títulos representativos de deuda deberán contener:

- a) Denominación social, domicilio y firma del representante legal o apoderado del emisor o del fiduciario, en su caso.
- b) Identificación del fideicomiso al que corresponden.
- c) Monto de la emisión y de los valores representativos de deuda emitidos.
- d) Clase, número de serie y de orden de cada valor negociable.
- e) Garantías y/u otros beneficios otorgados por terceros en su caso.
- f) Fecha y número de la resolución de la Comisión mediante la cual se autorizó su oferta pública.
- g) Plazo de vigencia del fideicomiso.
- h) La leyenda:

“Los bienes del fiduciario no responderán por las obligaciones contraídas en la ejecución del fideicomiso. Estas obligaciones serán satisfechas exclusivamente con los bienes fideicomitidos, conforme lo dispone el artículo 16 de la ley N° 24441”.

Cuando los títulos de deuda fueren emitidos por el fiduciario, los bienes de éste no responderán por las obligaciones contraídas en la ejecución del fideicomiso, las que sólo serán satisfechas con los bienes fideicomitidos.

Cuando los valores representativos de deuda fueran emitidos por el fiduciante o por un tercero, las obligaciones contraídas en la ejecución del fideico-

(43) LÓPEZ DE ZAVALÍA, Fernando J., ob. cit., pág. 169.

miso podrán ser satisfechas según lo establecido en las condiciones y términos de emisión e informado en el prospecto respectivo:

1) Con la garantía especial constituida con los bienes fideicomitidos, sin perjuicio de que el emisor se obligue a responder con su patrimonio.

2) Con los bienes fideicomitidos exclusivamente. En este supuesto, la leyenda prevista es la siguiente:

“Los bienes del fiduciario y del emisor no responderán por las obligaciones contraídas en la ejecución del fideicomiso. Estas obligaciones serán exclusivamente satisfechas con los bienes fideicomitidos.”

El inciso h) se refiere a la responsabilidad patrimonial y a las garantías de los títulos de deuda. Nótese que cuando el emisor es el fiduciario, el tratamiento de su responsabilidad es el mismo que el del fiduciario emisor de certificados de participación en el dominio fiduciario.

La perspectiva cambia cuando el emisor no es el fiduciario, ya que cuando el emisor es el fiduciante o un tercero las obligaciones contraídas podrán ser satisfechas, además de con los bienes fideicomitidos, con el patrimonio del emisor, si éste así se obliga en el contrato.

VI. Insuficiencia del patrimonio fideicomitado

A.- El patrimonio fideicomitado es un patrimonio de afectación

Una de las innovaciones más importantes que trae la ley 24441 es la del relativo aislamiento con que protege los bienes fideicomitidos, separándolos del resto de los bienes de propiedad plena del fiduciario por medio de un denominado “patrimonio autónomo” o “de afectación”. Esto está vinculado con la seguridad de los bienes fideicomitidos con relación al riesgo económico a que está sujeta la propiedad, como prenda común de los acreedores, cuando éstos accionan individual o colectivamente⁴⁴. Por ello es de vital importancia que los terceros puedan diferenciar con claridad qué bienes pertenecen al fideicomiso y cuáles son de propiedad del fiduciario.

Otra nota que lo caracteriza radica en el interés: el fiduciario administra su patrimonio personal en interés propio, mientras que el afectado lo hace en interés ajeno.

Rodríguez Azuero explica que la separación es sobre todo contable y busca que los bienes constituidos en fideicomiso no se confundan con los propios del fiduciario ni con aquéllos correspondientes a otros fideicomisos en cabeza de aquél. Supone la existencia de cuentas separadas para cada uno de los fideicomisos con indicación precisa sobre el constituyente y sobre el beneficiario, de forma que no queden dudas sobre la manera en que fueron asignados los incrementos recibidos, los cargos hechos, etcétera⁴⁵.

Las consecuencias que derivan de la existencia del patrimonio de afecta-

(44) KIPER, Claudio M., *Fideicomiso. Dominio Fiduciario. Securitización*, 2º edición, Depalma, Bs. As., 1996, pág. 189.

(45) KIPER, Claudio M. y LISOPRAWWSKI, Silvio V., *Obligaciones y responsabilidades del fiduciario*, Depalma, Bs. As., 1999, pág. 138.

ción son, esencialmente, las siguientes: a) los bienes están excluidos de la garantía general de los acreedores del fiduciario; también lo están de la garantía general de los acreedores del fiduciante, del beneficiario y del fideicomisario; b) garantizan las obligaciones contraídas para la ejecución del fideicomiso; c) al concluir el fideicomiso los bienes deben ser devueltos al fiduciante o transmitidos a quien corresponda, según el acto constitutivo.

B.- Insuficiencia del patrimonio fideicomitado

La noción de “insuficiencia” es imprecisa pero se puede acudir al concepto de “cesación de pagos”, esto es, un estado de impotencia patrimonial exteriorizado para hacer frente a una o más obligaciones vencidas y exigibles que lo gravan.

Como se trata de patrimonios separados, surge de la ley que la declaración de quiebra del fiduciario es una causal que justifica su remoción, pero no se traslada al patrimonio fideicomitado (arts. 9 y 10). Asimismo, la insuficiencia de los bienes fideicomitados no conlleva la quiebra o concurso del fiduciario respecto de su patrimonio personal⁴⁶.

La ley 24441 dispensa distinto tratamiento a la insuficiencia del patrimonio fideicomitado en el fideicomiso común u ordinario y en el fideicomiso financiero. El régimen del fideicomiso común es más discreto, de carácter privado: a falta de previsiones contractuales, el fiduciario procederá a la liquidación del fideicomiso.

La distinción atiende a los intereses en juego que presupone el fideicomiso financiero y a las funciones que habrá de desempeñar éste último en el mercado financiero, tanto en el de dinero como en el de capitales, como vehículo de inversión y medio para canalizar financiación a los distintos sectores de la producción y el comercio. Teniendo en cuenta que mediante la oferta pública se canalizan grandes masas de dinero provenientes de las inversiones, en títulos-valores y otros productos financieros, de pequeños inversores hasta inversores institucionales (v. gr., fondos de pensión), la ley no sólo exige del fiduciario una calidad profesional específica, sujetándolo a la reglamentación de una entidad de fiscalización y control, como es la Comisión Nacional de Valores, sino que prescribe remedios particulares para la situación de crisis del patrimonio fideicomitado. Por tal motivo, los arts. 23 y 24 contemplan un régimen que difiere a la asamblea de tenedores de títulos de deuda la solución al problema de la insuficiencia del patrimonio fideicomitado⁴⁷.

El art. 23 L. F. dispone:

“En el fideicomiso financiero del capítulo IV, en caso de insuficiencia del patrimonio fideicomitado, si no hubiera previsión contractual, el fiduciario citará a asamblea de tenedores de títulos de deuda, lo que se notificará mediante la publicación de avisos en el Boletín Oficial y un diario de gran circulación del domicilio del fiduciario, la que celebrará dentro del plazo de sesenta días

(46) *Ibidem*, pág. 139.

(47) LISOPRAWSKI, Silvio V., *ob. cit.*, pág. 123.

contados a partir de la última publicación, a fin de que la asamblea resuelva sobre las normas de administración y liquidación del patrimonio”.

El núcleo central de esta norma está constituido por la expresión “si hubiere previsión contractual”. La previsión contractual puede resultar del contrato de fideicomiso o de las condiciones de emisión de los títulos representativos de deuda y alcanzar grados diversos⁴⁸. Esto quiere decir que las soluciones de la falencia del patrimonio fideicomitado son convencionalmente disponibles siempre que no perjudiquen derechos de terceros.

En cuanto a este régimen —expresa Lisoprawski—, la primera observación que salta a la vista es la exclusión del régimen de asambleas y eventual liquidación de los fideicomisos de certificados de participación fiduciaria. Si bien el concepto de participación guarda relación con la suerte que corren los bienes fideicomitados o su resultado, en el sentido de que los titulares no son acreedores de una suma determinada sino que participan a la manera de los socios en el beneficio del fideicomiso y eventualmente en la obligación de concurrir, limitado a lo invertido, a sufragar los gastos de ejecución del fideicomiso, ello no impide al fiduciario de esa especie con plena capacidad para contraer obligaciones que pueda endeudar lícitamente el patrimonio fideicomitado en cumplimiento de la fiducia. Frente a una suerte adversa, puede suceder que el patrimonio de ese carácter resulte insuficiente para satisfacer las deudas, aun cuando los beneficiarios resulten postergados en la distribución de beneficios. Por lo que se desprende del texto de la ley, a esta especie de fideicomiso financiero, emisor o garante de certificados de participación, no le asiste el régimen de los arts. 23 y 24, porque es bien claro que se refiere expresamente a tenedores de títulos de deuda, al prever la asamblea de beneficiarios como solución de la insuficiencia del patrimonio fideicomitado. Y tampoco les asiste a aquéllos la solución del art. 16, según lo previsto en su último párrafo, que excluye sin distinciones todas las categorías de fideicomisos financieros. La cuestión, en definitiva, radica en si es posible paliar la omisión por vía convencional o si se trata de una laguna que requerirá una elaboración integradora del texto legal⁴⁹.

Consideramos que el art. 16 no excluye, sin más, de su regulación al fideicomiso financiero. Este artículo, en su parte final prescribe: “si se tratare de fideicomiso financiero regirán *en lo pertinente* las normas del art. 24”. El acento debe ponerse en la frase “en lo pertinente”, creemos que esto quiere decir que en todo lo que no esté regulado por el art. 24 se puede aplicar norma del art. 16, adaptándola a las particularidades del fideicomiso financiero. Además, no vemos inconvenientes en que se aplique, por analogía, el art. 23 a los fideicomisos garantes o emisores de certificados de participación, toda vez que el supuesto fáctico es el mismo (insuficiencia patrimonial) y que los principales interesados son los tenedores de aquellos títulos y, por ende, son los sujetos más

(48) LÓPEZ DE ZAVALÍA, Fernando J., ob. cit., pág. 171.

(49) LISOPRAWSKI, Silvio V., ob. cit., pág. 445.

calificados para tomar decisiones concernientes al destino del patrimonio fideicomitado.

Según el art. 24 L. F., las normas de liquidación y administración del patrimonio fideicomitado, resueltas en la asamblea de beneficiarios de títulos representativos de deuda, podrán prever:

a) la transferencia del patrimonio fideicomitado como unidad a otra sociedad de igual giro;

b) las modificaciones del contrato de emisión, las que podrán comprender la remisión de parte de las deudas o la modificación de los plazos, modos o condiciones iniciales;

c) la continuación de la administración de los bienes fideicomitados hasta la extinción del fideicomiso;

d) la forma de enajenación de los activos del patrimonio fideicomitado;

e) la designación de aquel que tendrá a su cargo la enajenación del patrimonio como unidad o de los activos que lo conforman;

f) cualquier otra materia que determine la asamblea, relativa a la administración o liquidación del patrimonio separado.

Es evidente, por lo que dispone el inc. f) de la enunciación precedente, que en esta materia rige el principio de libertad de la voluntad asamblearia, siempre que no se afecten derechos de terceros⁵⁰.

La última parte del art. 24 contiene la regulación de la asamblea de los tenedores de títulos representativos de deuda. El texto del artículo continúa diciendo:

“La asamblea se considerará válidamente constituida cuando estuvieren presentes tenedores de títulos que representen como mínimo dos terceras partes del capital emitido y en circulación; podrá actuarse por representación por carta poder certificada por escribano público, autoridad judicial o banco; no es necesaria legalización.

“Los acuerdos deberán adoptarse por el voto favorable de tenedores de títulos que representen, a lo menos la mayoría absoluta del capital emitido y en circulación, salvo en el caso de las materias indicadas en el inc. b), en que la mayoría será de dos terceras partes de los títulos emitidos y en circulación.

“Si no hubiere quórum en la primera citación se deberá citar a una nueva asamblea, la cual deberá celebrarse dentro de los 30 días siguientes a la fecha fijada para la asamblea no efectuada; ésta se considerará válida con los tenedores que se encuentren presentes. Los acuerdos deberán adoptarse con el voto favorable de títulos que representen, a lo menos, la mayoría absoluta del capital emitido y en circulación”.

López de Zavalía sugiere algunas observaciones al artículo precedente:

Si el patrimonio es insuficiente ¿qué remedio a ello implicará la transferencia del mismo a otra sociedad de igual giro (inc. a) o el disponer que siga la administración hasta la extinción del fideicomiso (inc. c)? Estos dos incisos sólo presentan real interés cuando el acuerdo a que llegue la asamblea no se reduz-

(50) *Ibidem*, pág. 447.

ca a una de esas posibilidades y vaya acompañada de otras previsiones que permitan la efectiva superación de la insuficiencia.

Las reglas sobre quórum y mayorías exigidas para la asamblea en primera citación son inmediatamente inteligibles. Pero para la asamblea en segunda citación, la redacción de la ley ya trae su interrogante. El texto afirma que la asamblea “se considerará válida con los tenedores que se encuentren presentes” para luego aclarar que “los acuerdos deberán adoptarse con el voto favorable de títulos que representen, a lo menos, la mayoría absoluta del capital”. De ello se sigue que, en el caso más optimista de que hubiera unanimidad, será preciso que estén presentes tenedores por la mayoría absoluta de capital, para adoptar cualquier decisión.

Puede acontecer que tanto la asamblea en primera citación, como en segunda, no adopten decisión alguna: ¿qué hará el fiduciario que ha manifestado que el patrimonio es insuficiente? Como por el art. 19 el fideicomiso financiero está sujeto a “las reglas precedentes”, entre las cuales se encuentra la del art. 16, corresponde aplicarla. Es verdad que este texto, *in fine*, advierte: “si se tratare de fideicomiso financiero regirán en lo pertinente las normas del art. 24”. Pero también lo es que ello será “en lo pertinente” y en el caso del ejemplo no hay nada de pertinente, pues ninguna decisión se adoptó.

¿Qué hará el fiduciario si la asamblea tomó decisiones, pero ellas resultan inadecuadas? Pensamos que le cabe renunciar ante el juez, aunque esa causal no esté prevista contractualmente, porque habrá justa causa⁵¹.

VII. La incidencia en el patrimonio fideicomitado de los artículos 70/72 de la ley 24441

En el fideicomiso financiero se transmite la titularidad de bienes al fiduciario. La transmisión se opera conforme a las reglas comunes, según la clase de bienes de que se trate⁵².

El título VI (Reformas al Código Civil) de la ley 24441 establece, en sus artículos 70/72, algunas modificaciones a las reglas comunes.

El art. 70 L. F. dispone:

“Se aplicarán las normas de este artículo y las de los artículos 71 y 72, cuando se cedan derechos como componentes de una cartera de créditos, para:

- a) garantizar la emisión de títulos valores mediante oferta pública;
- b) constituir el activo de una sociedad, con el objeto de que ésta emita títulos valores ofertables públicamente y cuyos servicios de amortización e intereses estén garantizados con dicho activo;
- c) constituir el patrimonio de un fondo común de créditos”.

El inciso a) admite en su redacción a nuestro fideicomiso financiero.

En el régimen que se estatuye en los arts. 71 y 72, la cesión tiene un objeto especial: supone que hay una pluralidad de derechos cedidos y que éstos se transfieren como componentes de una cartera de crédito. No es necesario que

(51) LÓPEZ DE ZAVALÍA, Fernando J., ob. cit., págs. 172/173.

(52) *Ibidem*, págs. 174/175.

el cedente transmita la totalidad de su activo crediticio, ni siquiera una parte específica de éste, basta con que sea un conjunto de créditos que gocen de cierta homogeneidad.

A.- El mecanismo de cesión

De las reglas generales de la cesión sabemos que distinguen entre el momento de la transmisión y el de la oponibilidad.

El momento transmisivo se encuentra en el art. 71 L. F., primera parte, que dice:

“La cesión prevista en el artículo anterior podrá efectuarse por un único acto, individualizándose cada crédito con expresión de su monto, plazos, intereses y garantías. En su caso, se inscribirá en los registros pertinentes”.

Este apartado nada parece agregar a las reglas generales ya que, según ellas, es posible que se acumule una pluralidad de cesiones en un solo acto. Creemos que la previsión tiene su importancia para la especie bajo examen, en la que podría pensarse que, al tratarse de una cartera, bastaría con su descripción. Pero la “cartera” no es una *universitas*, sino un nombre para aludir a un conjunto de créditos que, al ser cedidos, van a conformar una *universitas iuris*, moldeada en el acto de la cesión, o a integrar una *universitas* ya existente. De allí que corresponda una adecuada descripción de los créditos concretos⁵³.

La última parte del apartado dispone que “en su caso, (la cesión) se inscribirá en los registros pertinentes”; esto quiere decir que debe realizarse la inscripción cuando ella sea exigible atento a la clase de crédito cedido.

En cuanto a la oponibilidad, el art. 72 L. F., inciso a) establece:

“En los casos previstos por el art. 70:

No es necesaria la notificación del deudor cedido siempre que exista previsión contractual en el sentido. La cesión será válida desde su fecha.”

Se prescinde de la notificación al deudor cedido. Pero para que ello sea necesario es imprescindible que exista una previsión contractual en ese sentido. Esta previsión debe hallarse en el contrato que dio origen a la obligación cedida. Todas las obligaciones que componen la cartera contendrán esta previsión; el crédito que no la contuviera deberá ser notificado.

Con respecto a la entrega de la documentación respaldatoria de los créditos, el art. 71 L. F. continúa diciendo:

“Los documentos probatorios del derecho cedido se entregarán al cesionario o fiduciario o, en su caso, a un depositario del fondo común de créditos”.

El interés que ofrece este apartado es que aclara las posiciones jurídicas de quienes reciben los créditos. El fiduciario va a ser propietario fiduciario de los créditos, en cambio, el depositario no adquiere dominio sobre éstos. Ello guarda relación con lo prescrito por el inciso c) del art. 72 L. F.:

“Cuando se trate de una entidad financiera que emita títulos garantizados por una cartera de valores mobiliarios que permanezcan depositados en ella,

(53) *Ibidem*, págs. 177/178.

la entidad será el propietario fiduciario de los activos. Sin embargo los créditos en ningún caso integrarán su patrimonio”.

Está claro que depositario no es propietario. Lo que se ha querido decir es que la titularidad figura a nombre del depositario. Los fondos forman un patrimonio separado, por ello es de toda lógica que el inciso diga que “los créditos en ningún caso integrarán su patrimonio”.

B.- Efectos de la cesión

El inciso b) del art. 72 habla de los efectos de la cesión en este sentido:

“Sólo subsistirán contra el cesionario la excepción fundada en la invalidez de la relación crediticia o el pago documentado anterior a la fecha de cesión...”

Este texto, insertado en un régimen que prescinde de la notificación, limita las excepciones sólo a la fundada en la invalidez de la relación crediticia (invalidez del negocio que da origen a la relación obligacional) y a la del pago documentado anterior a la fecha de cesión; esto significa que no podrá oponerse el pago posterior a la fecha de cesión, aunque sea documentado. Para evitar los problemas derivados de la falta de notificación, el obligado prudente que paga su deuda deberá exigir que le sea devuelta la documentación respaldatoria del crédito o, cuando menos, que se inserte una atestación en dicha documentación.

Conclusión

El fideicomiso financiero viene a llenar un vacío que existía en nuestras instituciones jurídicas y económicas y abre un sinnúmero de posibilidades para la inversión de capitales.

Es un elemento trascendental tanto para el mercado de capitales, en su conjunto, como para los inversores, en su individualidad.

El fideicomiso financiero es una herramienta de vital importancia para el mercado de capitales, ya que convierte créditos que van a ser percibidos en plazos muy prolongados de tiempo en dinero actual.

En efecto, con este instrumento podemos lograr que importantes carteras de créditos con garantías inmovilizadas, como hipotecas o prendas (activos ilíquidos), se conviertan en dinero circulante (activos líquidos); esto se logra mediante un complejo mecanismo que tiene como objeto la emisión de títulos representativos de deuda o certificados de participación en el dominio fiduciario, para que éstos sean negociados luego, en el mercado de valores.

Con respecto a los inversores, nuestro contrato les otorga seguridad, ya que ofrece la ventaja de aislar el patrimonio fideicomitado, de modo que la garantía de sus títulos, constituida por los bienes fideicomitados, permanece indemne a las acciones tanto de los acreedores del fiduciante como de los del fiduciario.

Esta circunstancia contribuye, sin duda, a alentar el ingreso de capitales extranjeros, siempre en busca de mercados confiables donde los riesgos de la inversión se reduzcan al mínimo posible.

Con relación a los pequeños ahorristas, podemos decir que éstos tenían ve-

dado el ingreso al mercado de dinero por las importantes sumas que debían invertirse para acceder a títulos-valores. En la actualidad esta situación está cambiando debido a la implementación de figuras como la que estudiamos y los fondos comunes de inversión, en los cuales con un capital desde \$ 1.000 podemos acceder a inversiones en el mercado de valores.

Por lo precedentemente expuesto, creemos que el fideicomiso financiero es un instrumento de innegable valor para la economía argentina, ya que posibilita el ingreso de capitales que normalmente habían permanecido fuera de circulación debido a que no existían instrumentos legales que lo permitieran.

BIBLIOGRAFÍA

AMALLO, Daniela N., *Fideicomiso. El fideicomiso, los fondos comunes de inversión y las sociedades de objeto especial como instrumento de financiamiento*, Cuadernos de la Universidad Austral, Depalma, Bs. As., 1996.

BENELBAZ, Héctor Ángel y COLL, Osvaldo Walter, *Sistema bancario moderno*, Depalma, Bs. As., 1994.

BONO, Gustavo Alejandro, *Ley 24441. Financiamiento de la vivienda y la construcción, fideicomiso*, Universidad Notarial Argentina, Alveroni Ediciones, Córdoba, 1995.

FARINA, Juan Manuel, *Contratos comerciales modernos: modalidades de la contratación empresarial*, segunda edición actualizada y ampliada, Astrea, Bs. As., 1997.

FUNES, Saturnino J., *Fideicomiso. El fiduciario en la ley 24441*, Cuadernos de la Universidad Austral, Depalma, Bs. As., 1996.

HAYZUS, Jorge R., "Fideicomisos financieros", en *El Derecho*, tomo 154, 1994.

KIPER, Claudio M. y LISOPRAWSKI, Silvio V., *Obligaciones y responsabilidades del fiduciario*, Depalma, Bs. As., 1999.

LÓPEZ DE ZAVALÍA, Fernando J., *Fideicomiso, leasing, letras hipotecarias, ejecución hipotecaria, contratos de consumición*, Zavalia, Bs. As., 1996.

LISOPRAWSKI, Silvio V. y KIPER, Claudio M., *Fideicomiso. Dominio Fiduciario. Securitización*, 2ª edición, Depalma, Bs. As., 1996.

ORELLE, José María Rodolfo, *Ley 24441 Financiamiento de la vivienda y la construcción, fideicomiso financiero*, Universidad Notarial Argentina, Alveroni Ediciones, Córdoba, 1995.

PAPAÑO, Ricardo; KIPER, Claudio; DILLON, Gregorio y CAUSSE, Jorge, *Derechos Reales: actualización; fideicomiso; dominio fiduciario. Ley 24441*, Depalma, Bs. As., 1996.

PORTABELLA, Jorge G., "Fideicomiso financiero", en *Revista del Foro de Cuyo*, t. 27, Ediciones Dike, Mendoza, 1997.