

LA DEBILITADA INMUNIDAD PATRIMONIAL DE LA ESTRUCTURA SECURITIZADORA

MIGUEL ANGEL ACOSTA
ENRIQUE FÉLIX MEZZANOTTE
JUAN FRANCISCO ACOSTA

1. Como se sabe, la creación de una estructura de securitización o titulación de activos, supone la constitución por el originante de un fideicomiso financiero. Especialidad dentro del género que tiene por objeto servir a operaciones propias del mercado de capitales, garantizándose al inversionista un seguro aislamiento/inmunidad de los bienes contra las agresiones y reclamaciones de terceros, frente a la quiebra del **originante/fiduciante** y del **fiduciario** (cfr. a° 19 ley 24.441).

Eventualmente –aunque no necesariamente– también **interven-
drá un tercero** en la emisión de los títulos de participación, distinto del fiduciante y del fiduciario (cfr. a° 19 ley 24441 y arts. 13 y 14 del

Capítulo XI, Libro III) de las normas de la CNV, resol.gral. 290/97)¹.

Huelga aclarar aquí que en todo el procedimiento de formación y desarrollo de la titulación rige el poder de supervisión y control de la Comisión Nacional de Valores. Además de los que eventualmente correspondan a cada uno de los intervinientes, en particular si son entidades financieras sometidas al control y supervisión del BCRA.

2. Asimismo, quienes actúen como fiduciarios –ejecutando los fines que ha impuesto el propietario de los bienes– pertenecerán a alguna de las siguientes categorías admitidas: *a) entidades financieras* autorizadas por el BCRA y que, según la LEF 21526, son los fiduciarios por naturaleza; *b) las cajas de valores* autorizadas en los términos de la ley 20643; *c) sociedades anónimas* constituidas en el país y *sociedades extranjeras* que acrediten el establecimiento de una sucursal, asiento u otra especie de representación suficiente, a criterio de la CNV, que soliciten su inscripción el Registro de Fiduciarios Ordinarios Públicos o en el Registro de Fiduciarios financieros; *d) personas físicas o sociedades de personas* domiciliadas en el país, que soliciten su inscripción en el Registro de Fiduciarios Ordinarios Públicos; *e) El representante de los obligacionistas*, en los términos del a° 13 de la ley 23962 t.o.- (cfr. Libro III), Capítulo XI) de las Normas de la CNV, mediante Res.Gral 290/97, a° 5)

3. A su turno las **agencias calificadoras de riesgo**, que también tienen una intervención obligada en todo el proceso de securitización, suelen exigir una opinión legal independiente aseverando que los activos están suficientemente protegidos y que han sido debidamente transferidos (vía cesión o venta), habiendo salido definitivamente del patrimonio del originante. (v. Normas de las CNV , Libro IV), arts. 4, 5 y 6, resol.gral. 290/97).

Sin embargo, la experiencia internacional demuestra que a menudo esas opiniones legales resultan impotentes frente al poder de calificación e interpretación del juez concursal. El cual bien puede considerar que antes que una venta o cesión de activos en realidad hubo un **traspaso con fines de garantía** de la emisión (que en el fon-

¹ Finalmente también será posible incluir la intervención de un 3° **administrador profesional de los bienes fideicomitidos**, que es independiente de los anteriores y considerado como un empleado del fideicomiso (antes que de la institución fiduciaria).

do es un préstamo), y por lo tanto estimar que los bienes nunca salieron del patrimonio del originante, hallándose expuestos/sometidos al reclamo de los acreedores quirografarios (trabajadores, suministrantes, los fiscos etc.).

4. Hay varios aspectos que examinar en la constitución de una garantía: en primer lugar la promesa de garantía no requiere una instrumentación formal/expresa sino que puede surgir de un acuerdo verbal o aún de una inferencia tácita -si bien no aislada o desconectada- con tal que sea precedida de alguna negociación previa (v. el viejo precedente "*Amaya, Nicanor vs. "Vieja Ancha S.A." (Ganadera y Financiera)*", publicado en JA tº 57 (1937), pág. 230, v. también el texto del aº 917 del Proyecto de Unificación de 1998 y en la jurisprudencia extranjera el caso australiano "*Wight vs. Haberdam Pty Ltd. and Another*" en 2 NSWLR(1984), pá. 280 y ss.). También habrá que tener en cuenta la **capacidad del constituyente**, en particular si se trata de alguna de las categorías de disminuídos jurídicos (analfabetos funcionales, extranjeros, personas de avanzada edad etc.). Por último, -para mencionar alguno/s de los posibles aspectos ulteriormente atacables- tampoco mejorará la situación con la inscripción registral del conjunto de bienes muebles fideicomitidos pues, como se viene negando en la doctrina internacional, la inscripción no produce efectos *erga omnes* sino sólo contra aquellos a quienes la ley razonablemente espera que la conozcan (prestamistas y banqueros básicamente).- Entonces esa condición no será oponible a los trabajadores, a los consumidores ni tampoco a ciertas categorías de acreedores-suministrantes. (v. por ejemplo Goode, Roy M. "*Legal Problems of Credit & Security*", ed. Sweet and Maxwell, London 1988, pág. 44 y si se quiere, también la postura de averiguación y anoticiamiento selectivo emana de los arts. 18 y 20 de nuestra ley de prenda con registro 12.962, t.o dto. 597/95)

5. De otra parte, tampoco entendemos como suficiente condición exculpatoria la leyenda prevista en los arts. 13 y 14 -dentro del Capítulo XI)- de las Normas de la CNV, advirtiéndolo a los inversores que los bienes del fiduciario no responderán por las obligaciones contraídas en la ejecución del fideicomiso, las cuales serán satisfechas exclusivamente con los bienes fideicomitidos. E igual "*disclaimer*"

cuando el emisor es un tercero, salvo que expresamente éste adicione su propia responsabilidad patrimonial. Pues este compromiso de inmunidad legal tendrá efectos frente a los inversores, pero no frente a los terceros acreedores del fiduciante (o del fiduciario). Particularmente si la transmisión se efectuó durante el período de sospecha.

6. En definitiva no basta afirmar que el “patrimonio fiduciario” es autónomo e inmune a los reclamos de terceros (a° 14 y 15 ley 24.441), pues sabemos que la teoría de la separación de patrimonios no es una construcción inexpugnable y raramente supera la “prueba ácida” de la quiebra cuando media fraude o algún otro comportamiento perjudicial a los acreedores.

De manera que aquí se trata de buscar una solución razonable frente al contraste existente entre la realidad económico-financiera de la transacción y las formas legales (sustancia vs. forma). Por que, si bien se está de acuerdo en que la securitización es una herramienta de financiamiento a bajo costo, ello no significa favorecer al originante y a los inversores a expensas de los acreedores quirografarios o no garantizados.

COMUNICACIÓN

(De lege ferenda). En la estructura de securitización y particularmente respecto del “patrimonio fiduciario”, no basta con la protección que confieren los arts. 14 a 18 de la ley 24.441 a favor de los inversores. Se debe buscar una solución más justa que contemple el interés de los “otros” acreedores, reclamantes de una eventual acción revocatoria concursal.

BIBLIOGRAFÍA

Giordana Frutos, Víctor Manuel v. “*El fideicomiso, las operaciones fiduciarias y las casas de Bolsa*”, en Revista de la Facultad de Derecho de México (UNAM), t° XXXIV, Julio-Diciembre 1984, nros. 136-138 en pág. 779 y ss.

Guastavino, Elías P. “*Fideicomisos, leasings, letras hipotecarias y otros aspectos de la ley 24.441*” en LL 1995-B; 1061.

Ise Figueroa, Tomás “*Cuasi concursalidad de los bienes fideicomiti-*

dos”, en J.A. 1999-II-740.

Hayzus, Jorge en ED, diario del 30-VIII-94, pág. 1 y ss.

Lisoprawsky, Silvio V. “*Fideicomiso financiero*”, Capítulo XVI del libro “*Fideicomiso, dominio fiduciario, securitización*” en coautoría con Claudio M. Koper, publicado en Desalma, Bs.As. 1995, págs. 431 a 447.

Lisoprawsky, Silvio V. “*Securitización. Necesidad de una legislación de fideicomiso financiero*”, en LL 1994-B; 1171.

Mantilla, Fernando en LL 1995-B; 788.

Miguens, Héctor José: *Fideicomiso y Concursos* en RDCO 2002; 409.

Orelle, José María en LL 1995-B; 874.