

Martín Iván Lanús



Universidad de San Andrés

Departamento de Derecho Empresario

Maestría en Derecho Empresario

¿Es aplicable la liquidación judicial al fideicomiso financiero?

Autor: Martín Iván Lanús

DNI: 34.230.785

Director de tesis: Cristián Fox

Buenos Aires, 29 de junio de 2020

Abstract

La Ley N° 26.994, mediante la cual se aprobó el nuevo Código Civil y Comercial de la Nación, derogó casi en su totalidad la Ley N° 24.441 de Financiamiento de la Vivienda y la Construcción, incluyendo la nueva regulación del Contrato de Fideicomiso en el Capítulo 30, del Libro III, del Título IV del Código Civil y Comercial de la Nación. En lo que particularmente importa para este trabajo, el Código Civil y Comercial de la Nación modificó el paradigma liquidatorio aplicable al fideicomiso ante supuestos de insuficiencia del patrimonio fideicomitado, disponiendo que la liquidación estará a cargo de un juez y se realizará sobre la base de las normas previstas para el concurso y la quiebra, en lo que sea pertinente.

Este trabajo realiza un análisis de la nueva normativa introducida por el nuevo Código Civil y Comercial de la Nación a fin de comprender si la liquidación del patrimonio del fideicomiso financiero por parte de un juez, y la aplicación de las normas del concurso y la quiebra a dicha liquidación, es mandatoria y si resulta beneficiosa para los beneficiarios de los fideicomisos financieros o bien genera un perjuicio a los mismos.

Con el análisis se concluyó que, ante un caso de insuficiencia del patrimonio fideicomitado, la liquidación del patrimonio por parte de un juez y la aplicación de las normas del concurso y la quiebra a la liquidación del fideicomiso financiero no son imperativas, así como tampoco son convenientes y podrían resultar perjudiciales para los inversores.

Índice

I. Introducción.....	5
II. Regulación en la Argentina del fideicomiso financiero.....	6
A. Introducción al fideicomiso e historia.....	6
B. Normativa aplicable a los fideicomisos en general.....	9
C. Normativa aplicable a aquellos fideicomisos que hacen oferta pública de sus valores fiduciarios.....	18
III. El fideicomiso financiero.....	20
A. Aspectos generales.....	20
B. Partes del Fideicomiso.....	24
C. Deberes y obligaciones de las partes.....	28
D. Disposiciones ante casos de insuficiencia patrimonial y liquidación.....	31
E. Diseños estructurales de los fideicomisos financieros.....	34
F. Estadísticas.....	37
IV. Dilema sobre la aplicación de las normas del concurso y la quiebra a la liquidación del fideicomiso.....	42
V. Propuesta alternativa: nuevo articulado para el Código Civil y Comercial de la Nación.....	61
VI. Conclusión: posibilidad de aplicación del nuevo articulado.....	62
VII. Bibliografía.....	65

A. Libros.

B. Prospectos.

Gráficos

Capitales suscriptos en BYMA.....37

Cantidad de fideicomisos.....38

Capitales suscriptos en fideicomisos aceptados a la cotización por el BYMA.....39



Universidad de
SanAndrés

I. Introducción.

Con fecha 9 de enero de 1995 fue promulgada la Ley N° 24.441 de Financiamiento de la Vivienda y la Construcción (la “Ley 24.441”), que se encargó, entre otras cuestiones, de regular por primera vez en la Argentina la figura del fideicomiso financiero.

En la Ley 24.441 se disponía que, en aquellos casos de insuficiencia de los bienes fideicomitados para atender a las obligaciones contraídas en la ejecución del fideicomiso, la liquidación de los fideicomisos se encontraba en cabeza del fiduciario, quien debía enajenar los bienes que integraban el patrimonio fideicomitado y entregar el producido a los acreedores conforme el orden de privilegios previstos para la quiebra. Asimismo, establecía que cuando se trataba de un fideicomiso financiero, la decisión acerca de su liquidación y los pasos a seguir a tal fin, se encontraban sujetos a la decisión de una asamblea de tenedores de los títulos de deuda emitidos bajo el fideicomiso financiero en cuestión.

El 7 de octubre de 2014 el Poder Ejecutivo promulgó la Ley N° 26.994, mediante la cual aprobó el nuevo Código Civil y Comercial de la Nación (en adelante, el “Código Civil y Comercial”), derogó el antiguo Código Civil de la Nación y el Código de Comercio, y también una importante y variada cantidad de leyes. Entre las leyes que deroga la Ley N° 26.994, se incluye casi en su totalidad la Ley N° 24.441 (sólo se mantienen vigentes una serie de disposiciones respecto del perfeccionamiento de las cesiones respecto de terceros y las cuestiones impositivas correspondientes al fideicomiso), incluyendo las previsiones sobre la liquidación del fideicomiso y del fideicomiso financiero mencionadas anteriormente.

El Código Civil y Comercial modificó el paradigma liquidatorio aplicable al fideicomiso y dispuso en su artículo 1687 que, en caso de insuficiencia de los bienes fideicomitidos, su liquidación ya no se encontrará en cabeza del fiduciario, sino que se encontrará a cargo del juez competente y se realizará sobre la base de las normas previstas para el concurso y la quiebra, en lo que sea pertinente. Por su parte, el artículo 1690 del Código Civil y Comercial establece que son aplicables al fideicomiso financiero las reglas precedentes sobre el fideicomiso, haciendo de esta forma extensible al fideicomiso financiero la liquidación judicial del mismo.

A lo largo del presente trabajo, buscaremos demostrar (i) que, ante el caso de insuficiencia del patrimonio fideicomitado de un fideicomiso financiero, no es obligatoria su liquidación por parte de un juez, (ii) a su vez, que la aplicación de las normas del concurso y la quiebra tampoco son convenientes desde un punto de vista económico y de celeridad procesal, y (iii) proponer una solución alternativa que otorgue un marco normativo claro para los tenedores de los valores fiduciarios emitidos bajo los fideicomisos financieros, con el objeto de disminuir el nivel de litigiosidad que la liquidación judicial podría generar y evitar que se incurra en costos innecesarios que tengan un impacto negativo en los tenedores de los valores fiduciarios emitidos bajo los respectivos fideicomisos financieros.

II. Regulación en la Argentina del fideicomiso financiero.

A. Introducción al fideicomiso e historia.

Para una mayor comprensión de lo que se entiende por fideicomiso, creemos conveniente realizar un breve repaso de sus antecedentes históricos.

Villegas (2005) indica que “el fideicomiso en Latinoamérica es un instituto jurídico moderno, que retoma el clásico negocio fiduciario romano y que de algún modo es una versión “latinizada” del trust anglosajón” (p. 533).

En el Derecho romano existían dos tipos de negocios que se basaban en la confianza, el *fideicomissum* y el *pactum fiduciae*.

Mientras el *fideicomissum* consistía en un acto según el cual una persona encargaba a otra la transmisión de toda su herencia o de una parte de ella o de un bien determinado a un tercero, el *pactum fiduciae* consistía en un acto entre vivos, en virtud del cual una persona transmitía a otra la propiedad de una cosa y agregaba un convenio por el cual el nuevo propietario de la cosa se comprometía a volver a transmitirla a su transmitente o a emplearla en cierto destino cuando se produjeran las circunstancias previstas por las partes.

Se reconocieron dos formas de *pactum fiduciae*: la fiducia *cum creditore* y la fiducia *cum amico*. La fiducia *cum creditore* consistía en un negocio de garantía, en virtud del cual el deudor entregaba al acreedor la propiedad de una cosa en garantía de la obligación que los vinculaba y, dependiendo de si el deudor pagaba o incumplía su pago, el acreedor debía devolverle la cosa o se convertía en propietario de la misma. Por su parte, la fiducia *cum amico* consistía en un negocio basado en la confianza que se tenían las partes, en virtud del cual una persona entregaba a otra persona la propiedad de una cosa para que lo administrara y cumpliera una determinada finalidad.

Como bien indica Villegas (2005), el fideicomiso también encuentra sus raíces en el Derecho anglosajón. Allí se destacan el *trust* y su antecesor el *use*.

El *use* nació producto del dictado de los *Statutes of Mortmain* en Inglaterra (también denominados leyes de manos muertas), por medio de los cuales se prohibía a las instituciones religiosas la adquisición de inmuebles, y con el objeto de eludir las prohibiciones allí establecidas. Bajo la figura del *use*, el constituyente, denominado *feoffor to use*, transfería la propiedad de un inmueble a favor un tercero, denominado *feoffee to use*, para que cumpliera la voluntad del transferente y lo empleara en beneficio de una persona denominada *cestui que use*. Originalmente el cumplimiento del *use* se encontraba supeditado a un deber de conciencia, pero con el tiempo fue evolucionando hasta admitir acciones fundadas en la regla de la equidad.

Con el tiempo se fue limitando el alcance del *statute of uses* y de allí se sustrajeron importantes formas de *uses*. Entre ellas, formas de naturaleza activa, bajo las cuales el *feoffee to use* debía realizar ciertos actos a fin de conservar la cosa, percibir sus frutos, entre otros, y estas formas recibieron el nombre de *trusts*. Entretanto, en 1893 se dictó la *Trusts Act*.

Mediante el *trust*, una persona que es denominada *settlor*, transmite la propiedad de un bien a un tercero, el *trustee*, con el propósito de lograr por su intermedio un fin determinado en beneficio de un tercero, denominado *beneficiary*. El *trustee* tiene el control y la administración de la propiedad y entrega las ganancias que produce la misma al *beneficiary*.

“La particularidad que distingue al *trust* de otras formas jurídicas similares está dada por el reconocimiento de la existencia de dos categorías distintas del derecho de propiedad, que recaen simultáneamente sobre la misma cosa. El *trustee* es considerado el propietario legal

y el beneficiario el propietario en equidad, desde que este último goza de la protección de sus derechos frente a los adquirentes que conocen la existencia del *trust*, o frente a los herederos del *trustee*” (Carregal, 2008, p. 44).

México fue un país vanguardista en el Derecho latinoamericano en materia de fideicomisos. En primera instancia buscó adoptar el sistema anglosajón vigente, pero se encontró con el escollo de que no se admitía la doble propiedad (legal y de equidad) y tuvo que crear una nueva figura cuya transmisión dominial tuviera base en la confianza, pero estuviera atenuado el riesgo mediante obligaciones convencionales y legales a cargo del fiduciario. En México se definió al fideicomiso como un mandato irrevocable en virtud del cual se transmiten ciertos bienes a una persona denominada fiduciario para que disponga de los mismos conforme las ordenes que le dé el transmitente, llamado fiduciante, a beneficio de un tercero, denominado fideicomisario.

B. Normativa aplicable a los fideicomisos en general.

Si bien reconocemos en la Ley N° 24.441 el primer ordenamiento normativo que regula la figura del fideicomiso, ésta cuenta con varios antecedentes a nivel nacional.

Entre los antecedentes, destacamos los siguientes:

- El artículo 2662 del Código Civil de Vélez Sarsfield que definía el dominio fiduciario como aquel “(...) *que se adquiere en un fideicomiso singular, subordinado a durar solamente hasta el cumplimiento de una condición resolutive, o hasta el vencimiento de un plazo resolutive, para el efecto de restituir la cosa a un tercero*”;

- La Ley N° 8875 de Debentures reguló el empréstito mediante la emisión de debentures y dispuso que, ante la emisión de debentures, la sociedad emisora debía contratar con una persona visible para que se desempeñara como fideicomisario (mal así llamado en la ley, ya que en realidad se trataba de un fiduciario) y representara legalmente a los futuros adquirentes de los debentures;
- La carta orgánica mediante la cual se creó el Banco de Crédito Industrial de la República Argentina, dictada mediante decreto-ley 8537 del 3 de abril de 1944, reguló sus operaciones y autorizó al banco a realizar fideicomisos;
- Las leyes de entidades financieras N° 18.061 y 21.526, establecían en sus articulados que los bancos de inversión y las compañías financieras se encontraban autorizadas a cumplir encargos fiduciarios;
- La carta orgánica mediante la cual se creó el Banco Nacional de Desarrollo, establecida mediante la Ley N° 19.063 del año 1971, reguló las operaciones permitidas a esa institución y dispuso que podía ejercer fideicomisos en general;
- La Ley N° 23.576 de Obligaciones Negociables, estableció en su artículo 13 la posibilidad de que la sociedad emisora celebrara un contrato de fideicomiso a fin de que el fiduciario de ese contrato tomara a su cargo la defensa de los derechos y los intereses que correspondían a los suscriptores de las obligaciones negociables; y
- La Ley N° 23.696 de Reforma del Estado y la Propiedad Participada, al regular la propiedad participada, establece tres tipos de fideicomisos: de garantía, de gestión y uno mixto.

Asimismo, debemos reconocer la importancia del “Proyecto Michelson” del año 1967, el cual constituyó el primer antecedente parlamentario sobre fideicomiso, que proponía que

por medio del fideicomiso, el propietario o el fabricante de equipos, transmitiera la propiedad fiduciaria a favor de un banco local quien actuaría como fiduciario; y del proyecto de Reformas al Código Civil del año 1993, que regulaba al instituto del fideicomiso en sus artículos 1296 a 1314 y terminó siendo el antecedente inmediato de la Ley N° 24.441.

El 22 de diciembre de 1994, como consecuencia de una política de promoción de la actividad económica y con el objeto de posibilitar el acceso de la población de medianos y bajos ingresos a una vivienda, fue sancionada en el país la Ley N° 24.441, la cual fue denominada Ley de Financiamiento de la Vivienda y la Construcción. La Ley N° 24.441 es una ley ómnibus que, además de regular las letras hipotecarias, el leasing, entre otros, en sus artículos 1 a 26 regulaba al fideicomiso.

En lo que hace a la insuficiencia del patrimonio fideicomitado, tema de principal importancia a los efectos de este trabajo, la Ley N° 24.441 establecía en su artículo 16 que *“los bienes del fiduciario no responderán por las obligaciones contraídas en la ejecución del fideicomiso, las que sólo serán satisfechas con los bienes fideicomitados. La insuficiencia de los bienes fideicomitados para atender a estas obligaciones, no dará lugar a la declaración de su quiebra. En tal supuesto y a falta de otros recursos provistos por el fiduciante o el beneficiario según visiones contractuales, procederá a su liquidación, la que estará a cargo del fiduciario, quien deberá enajenar los bienes que lo integren y entregará el producido a los acreedores conforme al orden de privilegios previstos para la quiebra; si se tratase de fideicomiso financiero regirán en lo pertinente las normas del artículo 24”*.

El artículo 16 establecía que no es posible la quiebra del patrimonio fideicomitado. López de Zavalía (1995) indicaba que el fiduciario “primero, y en la medida que resulte de las previsiones contractuales deberá requerir otros recursos al fiduciante o al beneficiario. Si las previsiones contractuales no contemplan el caso, deberá proceder a la liquidación. Si lo contemplan, pero los obligados no los proporcionan, podrá accionar contra ellos, pero en el ínterin estimamos que deberá proceder a la liquidación pues no tiene derecho a comprometer más el patrimonio fideicomitado, y así lo sugiere el texto de la ley que se coloca ante el hecho de “a falta de otros recursos” sin más requisitos” (p. 770). El fiduciario debía realizar la liquidación mediante la enajenación de los bienes y la entrega del producido a los acreedores de acuerdo al orden de privilegios en la quiebra.

Por su parte, para el caso de los fideicomisos financieros, el artículo 23 de Ley N° 24.441 disponía que *“en el fideicomiso financiero del capítulo IV, en caso de insuficiencia del patrimonio fideicomitado, si no hubiere 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 se celebrará dentro del plazo de sesenta días contados a partir de la última publicación, a fin de que la asamblea resuelva sobre las normas de administración y liquidación del patrimonio”*.

Continuando con lo dispuesto por el mencionado artículo 23, el artículo 24 de la Ley N° 24.441 disponía que *“las normas a que se refiere el artículo precedente 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 fideicomitidos 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.*

La asamblea se considerará válidamente constituida cuando estuviesen presentes tenedores de títulos que representen como mínimo dos terceras partes del capital emitido y en circulación; podrá actuarse por representación con 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 inciso b) en que la mayoría será de dos terceras partes (2/3) de los títulos emitidos y en circulación.

Si no hubiese quórum en la primera citación se deberá citar a una nueva asamblea la cual deberá celebrarse dentro de los treinta (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 los menos la mayoría absoluta del capital emitido y en circulación”.

Para el caso del fideicomiso financiero tampoco se preveía la posibilidad de que decretase la quiebra. Aquí, a diferencia del fideicomiso ordinario, si ante la insuficiencia patrimonial no había otra alternativa prevista en el respectivo contrato de fideicomiso, el fiduciario se veía obligado a convocar a una asamblea de beneficiarios para que determinen las medidas a ser adoptadas por el fiduciario ante la situación de insuficiencia patrimonial (por ejemplo, continuar con la administración del patrimonio fideicomitado o bien proceder a su enajenación y posterior liquidación), primando el principio de libertad de voluntad asamblearia en cuanto a la decisión que se tome, en la medida que no se vean afectados derechos de tercero.

El 1° de octubre de 2014 fue sancionada la Ley N° 26.994, mediante la cual se aprobó el Código Civil y Comercial y se derogaron varios artículos de numerosas leyes, entre ellos, los artículos 1° a 26 de la Ley N° 24.441. La ley N° 26.994 disponía su entrada en vigencia para el 1° de enero de 2016, pero ese plazo fue posteriormente modificado por la Ley N° 27.077 de fecha 19 de diciembre de 2014, que adelantó su entrada en vigencia para el 1° de agosto de 2015.

La nueva regulación aplicable al fideicomiso se encuentra en los artículos 1666 a 1697 del Código Civil y Comercial y, en lo que respecta al fideicomiso financiero, en los artículos 1690 a 1696 del Código Civil y Comercial.

En lo que hace a la insuficiencia del patrimonio fideicomitado, el Código Civil y Comercial establece en su artículo 1687 que *“los bienes del fiduciario no responden por las*

obligaciones contraídas en la ejecución del fideicomiso, las que sólo son satisfechas con los bienes fideicomitidos. Tampoco responden por esas obligaciones el fiduciante, el beneficiario ni el fideicomisario, excepto compromiso expreso de éstos.

Lo dispuesto en este artículo no impide la responsabilidad del fiduciario por aplicación de los principios generales, si así corresponde.

La insuficiencia de los bienes fideicomitidos para atender a esas obligaciones, no da lugar a la declaración de su quiebra. En tal supuesto y a falta de otros recursos provistos por el fiduciante o el beneficiario según previsiones contractuales, procede su liquidación, la que está a cargo del juez competente, quien debe fijar el procedimiento sobre la base de las normas previstas para concursos y quiebras, en lo que sea pertinente”.

En resumen, ante una situación de insuficiencia patrimonial, el contrato de fideicomiso puede prever que sean el fiduciante, los beneficiarios y/o los fideicomisarios los que provean los recursos necesarios para superar la situación de insuficiencia patrimonial. Si no existiera esta previsión contractual, o el recurso fracasare, entonces el fiduciario deberá pedir la liquidación judicial del fideicomiso y, en tal supuesto, un juez determinará el procedimiento aplicable a la liquidación según lo dispuesto por las normas previstas para los concursos y las quiebras, en lo que sea pertinente.

Observamos en el artículo 1687 del Código Civil y Comercial un cambio en el paradigma liquidatorio del fideicomiso ante un supuesto de insuficiencia patrimonial del fideicomiso. En la Ley N° 24.441 la liquidación del patrimonio fideicomitado estaba a cargo del fiduciario, mientras que en el Código Civil y Comercial se dispone que la misma estará a

cargo del juez competente que fijará el procedimiento sobre la base de las normas previstas para el concurso y la quiebra que sean aplicables.

Por otra parte, según lo dispuesto por el artículo 1690 del Código Civil y Comercial, en el cual se define al fideicomiso financiero y se lo sujeta a las reglas precedentes de los fideicomisos (entre ellas las relativas a la liquidación en caso de insuficiencia del patrimonio fideicomitado), podría entenderse que lo previsto por el artículo 1687 del Código Civil y Comercial es aplicable al fideicomiso financiero. Adelantándonos a los puntos que desarrollaremos más adelante en este trabajo, nos preguntamos en qué medida podrían ser estas normas aplicables a la liquidación del patrimonio de un fideicomiso financiero y si esto no presenta una contradicción con lo regulado para el fideicomiso financiero en los artículos subsiguientes del Código Civil y Comercial.

Adicionalmente, para el caso particular de los fideicomisos financieros, encontramos disposiciones respecto de la insuficiencia del patrimonio fideicomitado en los artículos 1692, 1695 y 1696 del Código Civil y Comercial.

En el artículo 1692 del Código Civil y Comercial se establece el contenido mínimo del contrato de fideicomiso financiero y se prevé especialmente que todo contrato de fideicomiso financiero debe contener “(...) *las reglas para la adopción de decisiones por parte de los beneficiarios que incluyan las previsiones para el caso de insuficiencia o insolvencia del patrimonio fideicomitado (...)*”.

Sin perjuicio de lo previsto en el artículo 1692 del Código Civil y Comercial, el Artículo 1695 del Código Civil y Comercial establece que “*en ausencia de disposiciones contractuales en contrario, o reglamentaciones del organismo de contralor de los*

mercados de valores, en los fideicomisos financieros con oferta pública las decisiones colectivas de los beneficiarios del fideicomiso financiero se deben adoptar por asamblea, a la que se aplican las reglas de convocatoria, quórum, funcionamiento y mayorías de las sociedades anónimas, excepto en el caso en que se trate la insuficiencia del patrimonio fideicomitado o la reestructuración de sus pagos a los beneficiarios. En este último supuesto, se aplican las reglas de las asambleas extraordinarias de sociedades anónimas, pero ninguna decisión es válida sin el voto favorable de tres cuartas partes de los títulos emitidos y en circulación”.

Del juego de lo dispuesto en los artículos 1692 y 1695 del Código Civil y Comercial se desprende que, en los fideicomisos financieros con oferta pública de sus títulos valores, las disposiciones contractuales para la toma de decisiones colectivas de beneficiarios deberán estar de acuerdo con lo que disponga la normativa emanada de la Comisión Nacional de Valores, como organismo de contralor de los fideicomisos financieros con oferta pública, y que si se tratasen en la asamblea de beneficiarios temas relacionados con la insuficiencia del patrimonio fideicomitado o la reestructuración de los pagos a los beneficiarios, se aplicarán las reglas de las asambleas extraordinarias de las sociedades anónimas y ninguna decisión tomada es válida si no cuenta con el voto favorable de tres cuartas partes de los títulos valores emitidos y en circulación.

Por último, el artículo 1696 del Código Civil y Comercial regula el modo en que se deben computar las mayorías para la toma de decisiones en las asambleas de beneficiarios y establece que “(...) *ninguna decisión vinculada con la insuficiencia del patrimonio fideicomitado o la reestructuración de pagos a los beneficiarios es válida sin el voto*

favorable de tres cuartas partes de los títulos representativos de deuda emitidos y en circulación, excluidos los títulos representativos de deuda subordinados”.

Si bien para el caso de los fideicomisos financieros el régimen de celebración de asambleas para los supuestos de insuficiencia del patrimonio fideicomitado ya se encontraba dispuesto en el artículo 23 de la Ley 24.441, observamos que la nueva regulación dispuesta por el Código Civil y Comercial agrava las reglas aplicables a la asamblea de beneficiarios y exigen mayorías más gravosas para la toma de decisiones relacionadas con la insuficiencia patrimonial o la reestructuración de los pagos a los beneficiarios.

C. Normativa aplicable a aquellos fideicomisos que hacen oferta pública de sus valores fiduciarios.

El régimen de oferta pública en Argentina se encuentra regulado por la Ley N° 26.831 de Mercado de Capitales, promulgada en fecha 27 de diciembre de 2012, y sus normas modificatorias y complementarias (la “Ley N° 26.831”). El artículo 1° de la Ley N° 26.831 dispone que son objeto de esa ley los valores negociables comprendidos en el mercado de capitales (definiéndolo la Ley N° 26.831 como el ámbito donde se ofrecen públicamente los valores negociables), como es el caso de los valores negociables emitidos bajo un fideicomiso financiero.

En el artículo 2 de la Ley N° 26.831 se define a la oferta pública como la invitación que se hace al público en general o a sectores o grupos de personas determinados, “(...) *por medio de ofrecimientos personales, publicaciones periodísticas, transmisiones radiotelefónicas, telefónicas o de televisión, proyecciones cinematográficas, colocación de afiches, letreros o carteles, programas, medios electrónicos incluyendo el uso de correo electrónico y redes*

sociales, circulares y comunicaciones impresas o cualquier otro procedimiento de difusión”, para la realización de cualquier acto jurídico con valores negociables.

Mientras que el artículo 19 de la Ley N° 26.831 indica que la Comisión Nacional de Valores (en adelante, la “CNV”) será la autoridad de aplicación y contralor de dicha ley, el artículo 2° de la misma establece que “*la Comisión Nacional de Valores tendrá competencia, exclusivamente, en relación a los fideicomisos financieros que cuenten con autorización de ese organismo para hacer oferta pública de sus valores negociables (...)*”.

La CNV regula en el Capítulo IV del Título VI de sus normas según Texto Ordenado 2013, dispuesto Resolución General N° 622/2013, de fecha 5 de septiembre de 2013, y su modificatorias y complementarias (en adelante, las “Normas de la CNV”), la figura del fideicomiso financiero.

En lo que hace a la insuficiencia del patrimonio del fideicomiso financiero, destacamos que en el inciso “q” del artículo 22, del Capítulo IV, del Título VI de las Normas de la CNV, cuando se regula el contenido mínimo que debe tener el contrato de fideicomiso, se indica que el contrato de fideicomiso debe contener el “*procedimiento para la liquidación del fideicomiso*”.

Asimismo, el artículo 50, del Capítulo IV, del Título VI de las Normas de la CNV establece que la modificación de las condiciones esenciales emisión establecidas en el contrato de fideicomiso, en caso de insuficiencia del patrimonio fideicomitado, es válida en la medida que cumpla con lo dispuesto por el artículo 51, del Capítulo IV, del Título VI de las Normas de la CNV. El mencionado artículo 51, denominado en las Normas de la CNV como “*Insuficiencia del patrimonio fideicomitado*”, indica que “*(...) se considerarán*

válidas las decisiones que se tomen con el voto favorable de al menos las tres cuartas partes de los valores emitidos y en circulación, debiendo aplicarse las pautas establecidas en la última parte del artículo 1696 del Código Civil y Comercial de la Nación para el cómputo del quórum y las mayorías”.

Observamos aquí que la CNV en su normativa remite para los supuestos de insuficiencia del patrimonio fideicomitado a lo dispuesto por el artículo 1696 del Código Civil y Comercial, pero no hemos encontrado referencia alguna a que la liquidación debe ser llevada a cabo por un juez según lo que dispone el artículo 1687 del Código Civil y Comercial.

III. El fideicomiso financiero.

A. Aspectos Generales.

El Código Civil y Comercial define en el artículo 1690 al fideicomiso financiero como aquel contrato de fideicomiso en el cual el fiduciario es una entidad financiera o una sociedad especialmente autorizada por la CNV para actuar como fiduciario financiero y los beneficiarios son los titulares de los títulos valores garantizados con los bienes transmitidos en fideicomiso.

El fideicomiso financiero tiene por finalidad principal servir a operaciones propias del mercado de capitales y es por ese motivo que en el artículo 1691 del Código Civil y Comercial se establece que los títulos valores pueden ofrecerse al público en los términos de la normativa aplicable a la oferta pública sobre títulos valores, que como hemos dicho

está regulada por la Ley N° 26.831, y, en ese caso, la CNV es la autoridad de aplicación de los fideicomisos financieros.

En ese marco, las Normas de la CNV establecen en el artículo 1, del Capítulo IV, del Título VI que *“habrá contrato de fideicomiso financiero cuando una o más personas (fiduciante) transmitan la propiedad fiduciaria de bienes determinados a otra (fiduciario), quien deberá ejercerla en beneficio de titulares de los certificados de participación en la propiedad de los bienes transmitidos o de titulares de valores representativos de deuda garantizados con los bienes así transmitidos (beneficiarios) y transmitirla al fiduciante, a los beneficiarios o a terceros (fideicomisarios) al cumplimiento de los plazos o condiciones previstos en el contrato”*.

Mediante los fideicomisos financieros es posible la securitización o titulización de diferentes activos. La securitización es el proceso mediante el cual se reúnen un conjunto de activos que presentan condiciones de homogeneidad y se los reagrupa en una cartera para que sirvan de respaldo de la emisión de valores representativos de deuda y/o certificados de participación. Leiva Fernández (2017) explica que, básicamente, “(...) consiste en movilizar una cartera de activos relativamente ilíquidos a través de la emisión de títulos valores” (p. 402).

Una característica distintiva del fideicomiso financiero, que lo diferencia de manera notoria del fideicomiso ordinario, es que bajo el fideicomiso financiero son emitidos valores representativos de deuda y/o certificados de participación. Mientras los valores representativos de deuda son de carácter crediticio y otorgan a sus tenedores el derecho de reembolso del capital invertido y de cobrar el interés que se pague bajo los mismos, los

certificados de participación otorgan a sus tenedores el derecho a un porcentual del rendimiento que genere el patrimonio del fideicomiso financiero. La tenencia de estos valores fiduciarios se encuentra registrada en un registro que lleva el correspondiente fiduciario y, cuando el fideicomiso financiero cuenta con oferta pública, los valores fiduciarios se encuentran representados en certificados globales (que representan una determinada cantidad de valores respecto de los cuales los respectivos tenedores individuales tienen una participación) que se encuentran sujetos al régimen de depósito colectivo y depositados en Caja de Valores S.A. (el único Agente de Depósito Colectivo autorizado en la Argentina por la CNV).

Para que exista fideicomiso, cuatro elementos son esenciales y deben encontrarse presentes: (i) la transmisión o el compromiso de transmisión de la propiedad fiduciaria del fiduciante al fiduciario; (ii) la obligación que asume el fiduciario de aplicar la propiedad fiduciaria al destino en virtud del cual se constituyó el fideicomiso; (iii) el plazo o la condición a la que se encuentra supeditado el fideicomiso; y (iv) la retrasmisión de la propiedad sobre el patrimonio fideicomitado una vez cumplida la condición o el plazo acordado.

La transmisión de la propiedad de los bienes que realiza el fiduciante a favor del fiduciario debe ser plena. Estos bienes conformarán un patrimonio de afectación, ya que constituyen un patrimonio separado del patrimonio del fiduciante y del fiduciario, están afectados al cumplimiento del fin para el cual el fideicomiso fue constituido, y se encuentran exentos de la acción de los acreedores del fiduciante (salvo caso de fraude y de ineficacia concursal) y del fiduciario.

El fiduciario debe afectar los bienes que conforman el patrimonio del fideicomiso a la satisfacción de las obligaciones bajo el mismo, no viéndose afectado el patrimonio del fiduciante, ni el del fiduciario, en la ejecución del fideicomiso, salvo que éstos hayan actuado de forma dolosa.

En cuanto a los bienes que pueden ser objeto de un fideicomiso, el artículo 1670 del Código Civil y Comercial establece que *“pueden ser objeto del fideicomiso todos los bienes que se encuentran en el comercio, incluso universalidades, pero no pueden serlo las herencias futuras”*. En el caso de los fideicomisos financieros, el tipo de bienes dependerá de los valores fiduciarios que se pretenda emitir, ya que hay bienes que por su naturaleza se adecúan mejor a la emisión de valores representativos de deuda y otros que son más aptos para la emisión de certificados de participación, y del tipo de interés que un determinado bien despierte en el público inversor como para que los inversores suscriban los valores fiduciarios emitidos bajo el fideicomiso financiero. Carregal (2008) indica que *“prácticamente todos los activos financieros con un flujo de fondos estable pueden ser considerados aptos para ser titulizados”* (p. 314).

La vigencia del fideicomiso se encuentra sujeta al cumplimiento de un plazo (el cual según dispone el Código Civil y Comercial no puede ser superior a 30 años, salvo los fideicomisos financieros que tengan por objeto la titulización de créditos hipotecarios y/o instrumentos asimilables) o al acaecimiento de una condición (como podría ser, por ejemplo, el plazo establecido en los términos y condiciones de los valores representativos de deuda para su repago). Una vez cumplido el plazo y/o la condición estipulada en el contrato de fideicomiso, el fiduciario deberá entregar los bienes que, a esa fecha, conforman el patrimonio del fideicomiso a la persona individualizada en el contrato de

fideicomiso a tales efectos (o a individualizar según los parámetros fijados en el contrato de fideicomiso).

B. Partes del Fideicomiso.

Las partes del fideicomiso financiero son el fiduciante, el fiduciario, el beneficiario y el fideicomisario. El fiduciante y el fiduciario deben encontrarse identificados en el contrato de fideicomiso al momento de su constitución, mientras que no ocurre lo mismo con el beneficiario y el fideicomisario, que se podrá establecer la manera de determinarlos.

El fiduciante es el titular de los bienes que se transmiten al fideicomiso y es el encargado de instruir al fiduciario respecto del encargo a cumplir, determinando los derechos y obligaciones del fiduciario en el contrato de fideicomiso. Si bien no se encuentra estipulado en el Código Civil y Comercial, bajo un mismo fideicomiso financiero puede haber más de un fiduciante y es práctica común que así suceda.

En el caso de los fideicomisos financieros cuyos valores fiduciarios son ofrecidos mediante oferta pública al público inversor, se suele decir que el fiduciante es el dueño del negocio (sin pretender generar confusión y que el lector comprenda erróneamente que el fiduciante es el titular del patrimonio fideicomitado), ya que es quien recibirá el producido de la colocación de los valores fiduciarios entre el público inversor y, en definitiva, utilizará al fideicomiso financiero como mecanismo de financiamiento.

Tanto las personas humanas como las personas jurídicas pueden constituirse en fiduciantes de un fideicomiso financiero, ya que la Ley N° 26.831 y las Normas de la CNV no presentan grandes limitaciones al respecto. Observamos que la única limitación se encuentra en el artículo 2, del Capítulo IV, del Título VI de las Normas de la CNV, cuando

se establece que “*no podrán constituirse –en ninguna forma- fideicomisos por acto unilateral, entendiéndose por tales aquellos en los que coincidan las personas del fiduciante y del fiduciario*”. Si una persona es fiduciario de un fideicomiso financiero, no podrá a la vez ser fiduciante del mismo.

Para ser fiduciante, la persona debe tener capacidad para disponer de los bienes, ya que la cesión de los bienes al fideicomiso financiero implica un acto de disposición, y debe ser el propietario de los bienes al momento de su cesión al fideicomiso.

En cuanto a la figura del fiduciario, éste cumple un rol fundamental en la mecánica del fideicomiso financiero y su existencia es esencial para que exista el contrato de fideicomiso financiero, ya que es el encargado de administrar y disponer del patrimonio fideicomitado en beneficio de los beneficiarios y transmitirlo, al cumplirse una cierta condición o plazo, al fideicomisario. Es en quien el fiduciante deposita su confianza.

El artículo 1673 del Código Civil y Comercial establece que “*sólo pueden 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 autoriza el organismo de contralor de los mercados de valores, que debe establecer los requisitos que deben cumplir*”. Por su parte, el artículo 1690 del Código Civil y Comercial prevé que en los fideicomisos financieros el fiduciario debe ser una entidad financiera o una sociedad especialmente autorizada por la CNV para actuar como fiduciario financiero. Lo que el regulador busca es que el fiduciario financiero sea una persona que cuente con un determinado *expertise*.

Al efecto, la CNV establece en el artículo 6, del Capítulo IV, del Título VI de las Normas de la CNV que podrán actuar como fiduciarios financieros las “a) *Entidades financieras autorizadas a actuar como tales en los términos de la Ley N° 21.526; y b) Sociedades anónimas constituidas en el país*”. Adicionalmente, exige la registración de los fiduciarios financiero bajo el “*Registro de Fiduciarios Financieros*” e impone una gran cantidad de requerimientos, entre los que se destaca que los fiduciarios financieros deben contar con “(…) *un Patrimonio Neto no inferior a un monto equivalente a Unidades de Valor Adquisitivo actualizables por CER – Ley 25.827, novecientos cincuenta mil (UVA 950.000.-)*”.

En miras de separar la figura del fiduciario de la del fiduciante y con el objetivo de lograr la independencia del fiduciario, la CNV establece en el artículo 3, del Capítulo IV, del Título VI de las Normas de la CNV que “*el fiduciario y el fiduciante no podrán tener accionistas comunes que posean en conjunto el DIEZ POR CIENTO (10%) o más del capital: a) del fiduciario o del fiduciante o; b) de las entidades controlantes del fiduciario o del fiduciante. El fiduciario tampoco podrá ser sociedad vinculada al fiduciante o a accionistas que posean más del DIEZ POR CIENTO (10%) del capital del fiduciante*”. Esta limitación es adicional a la restricción a la constitución de fideicomisos financieros por acto unilateral que fue mencionada previamente.

En los fideicomisos financieros, los beneficiarios son las personas que adquieren los valores representativos de deuda y/o los certificados de participación y se convierten en titulares de los mismos, pudiendo ser beneficiarios todas las personas humanas o jurídicas que tengan capacidad jurídica para recibir los frutos del fideicomiso financiero. Así se encuentra estipulado en el artículo 1690 del Código Civil y Comercial.

Es en favor de los beneficiarios que el fiduciario administra el patrimonio fideicomitado y son éstos quienes gozan de las ventajas derivadas del fideicomiso financiero.

Según lo dispuesto por el artículo 1673 del Código Civil y Comercial y lo previsto por las Normas de la CNV, el fiduciario puede desempeñarse como beneficiario, pero no puede reunir la condición de único beneficiario. El fiduciante también puede actuar como beneficiario del fideicomiso financiero.

Las Normas de la CNV prevén en el artículo 2, del Capítulo IV, del Título VI que cuando el fiduciario y/o el fiduciante sean tenedores de los valores fiduciarios emitidos bajo un fideicomiso financiero, podrán asistir a las asambleas de beneficiarios, pero no podrán votar cuando las decisiones a adoptar generen conflicto de interés con el resto de los beneficiarios.

Por último, al concluir el fideicomiso financiero, los bienes remanentes en el patrimonio fideicomitado deberán ser transferidos al fideicomisario. La diferencia con el beneficiario está en que recibe el remanente del patrimonio fideicomitado al expirar el fideicomiso financiero, y no así durante su vigencia.

El rol de fideicomisario puede ser ejercido por el fiduciante del fideicomiso financiero, un beneficiario o bien un tercero.

En aquellos fideicomisos financieros en los que se prevea la emisión de certificados de participación, el tenedor de los certificados de participación será el fideicomisario. Si no se previera bajo el fideicomiso financiero la emisión de certificados de participación, el fideicomisario será la persona que se determine en el contrato de fideicomiso o aquella que

se individualice siguiendo los parámetros previstos en el respectivo contrato de fideicomiso financiero.

C. Deberes y obligaciones de las partes

De acuerdo a lo que surge del artículo 1666 del Código Civil y Comercial, la principal obligación del fiduciante es la de transmitir al fiduciario la propiedad de los bienes que conforman el patrimonio del fideicomiso financiero. Entendemos que de este deber se desprende una obligación secundaria de asistencia y colaboración con el fiduciario con lo atinente al patrimonio fideicomitado.

Si bien no se observan otras obligaciones a cargo del fiduciante en el Código Civil y Comercial y en las Normas, ello no obsta que se puedan estipular obligaciones a cargo del fiduciante en cada uno de los contratos de fideicomiso. De hecho, en los varios suplementos de prospecto y contratos de fideicomiso que hemos estudiado detectamos cláusulas que imponen al fiduciante la obligación de mantener indemne al fiduciario y de reembolso de gastos cuando el patrimonio fideicomitado no fuere suficiente o los mismos fueran extraordinarios.

Por su parte, el fiduciario es el principal obligado bajo el fideicomiso financiero.

Como principio rector, el fiduciario debe cumplir sus obligaciones con la prudencia y la diligencia de un buen hombre de negocios que actúa sobre la base de la confianza depositada en él.

Entre las principales obligaciones a su cargo, destacamos las siguientes:

- Administrar el patrimonio fideicomitado de acuerdo al destino dispuesto en el correspondiente contrato de fideicomiso y en beneficio de los beneficiarios. Las Normas de la CNV establecen en el artículo 23, del Capítulo IV, del Título VI que la administración comprende todas las funciones inherentes a la conservación, custodia, cobro y realización del patrimonio fideicomitado.
- De corresponder, emitir los valores representativos de deuda y/o los certificados de participación bajo el fideicomiso financiero. Es importante tener presente que mientras los certificados de participación sólo pueden ser emitidos por el fiduciario, los valores representativos de deuda pueden ser emitidos por el fiduciario, el fiduciante o un tercero (aunque en la práctica el emisor siempre es el fiduciario).
- Rendir cuentas de su actuación al fiduciante y a los beneficiarios, de acuerdo con lo dispuesto por el artículo 1675 del Código Civil y Comercial y las Normas de la CNV.
- Defender el patrimonio fideicomitado, tomando todas las acciones que considere correspondientes según su obrar como buen hombre de negocios.
- Contratar un seguro, que garantice una cobertura de riesgo razonable, que cubra los daños causados por las cosas objeto del fideicomiso. Si bien esta obligación se encuentra prevista en el artículo 1685 del Código Civil y Comercial, entendemos que no tiene aplicación, o si la tiene es en caso muy limitados, en los fideicomisos financieros como consecuencia del tipo de bienes que normalmente constituyen los patrimonios fideicomitados.
- Registrar, según dispone el artículo 1669 del Código Civil y Comercial, el contrato de fideicomiso. En caso de que el fideicomiso financiero cuente con autorización de oferta pública, el artículo 1692 del Código Civil y Comercial establece que el

requisito de registraci3n del contrato de fideicomiso se considerar3 cumplido al momento de la obtenci3n de la autorizaci3n por parte de la CNV.

- Cumplir con el r3gimen informativo dispuesto por las Normas de la CNV.
- Liquidar el patrimonio fideicomitado en caso de extinci3n del fideicomiso o por cuestiones de insuficiencia patrimonial. Como mencionamos previamente en este trabajo, la CNV exige que se incorporen en el contrato de fideicomiso las previsiones sobre liquidaci3n del patrimonio fideicomitado. En cuanto a la liquidaci3n en caso de insuficiencia patrimonial, como trataremos m3s adelante, hemos observado en m3ltiples contratos de fideicomiso previsiones en este sentido.
- Entregar al fideicomisario el remanente del patrimonio fideicomitado al momento de la extinci3n del fideicomiso. Como ya hemos dicho anteriormente, en aquellos fideicomisos financieros en los que se hayan emitido certificados de participaci3n, los tenedores de los certificados de participaci3n har3n las veces de fideicomisarios y tendr3n derecho al remanente del patrimonio fideicomitado.

Tal como dispone el art3culo 1687 del C3digo Civil y Comercial, el fiduciario no responde con su propio patrimonio por las obligaciones contra3das en la ejecuci3n del fideicomiso financiero, las que s3lo ser3n satisfechas con el patrimonio fideicomitado. Esta previsi3n encuentra su salvedad en el caso en que el fiduciario haya obrado con culpa o dolo, en cuyo caso deber3 reparar el da3o ocasionado.

El art3culo 23, del Cap3tulo IV, del T3tulo VI de las Normas de la CNV permite que el fiduciario delegue las funciones de administraci3n en un tercero, pero establece que ser3 responsable por la gesti3n del subcontratante y no podr3 dispensarse del dolo o la culpa del subcontratante.

Hemos observado en diversos fideicomisos financieros que el fiduciante delega la administración de los bienes fideicomitados en el fiduciante, dado que este tiene mayor conocimiento de sus clientes y que presenta una estructura administrativa ya montada para administrar el tipo de bienes que son cedidos en propiedad fiduciaria a los fideicomisos financieros.

Adicionalmente a la responsabilidad con su propio patrimonio que le cabe al fiduciario financiero por su obrar culposo o doloso, este obrar puede configurar una causa suficiente para que sea removido de sus funciones por el fiduciante y/o por los beneficiarios del fideicomiso financiero.

Observamos, en consecuencia, que el fiduciario tiene suficientes incentivos para obrar de manera diligente y, en caso de subdelegar las funciones de administración, subcontratar una persona que sea igual o más idónea que el fiduciario para administrar los bienes fideicomitados.

Finalmente, en lo que respecta al beneficiario y al fideicomisario, si bien el Código Civil y Comercial y las Normas de la CNV no estipulan obligaciones a su cargo, puede que surjan obligaciones a su cargo del respectivo contrato de fideicomiso.

D. Disposiciones ante casos de insuficiencia patrimonial y liquidación.

Habiendo analizado múltiples contratos de fideicomiso correspondientes a fideicomisos financieros constituidos con posterioridad a la entrada en vigencia del Código Civil y Comercial, cuya oferta pública se encuentra autorizada por la CNV, observamos que en ellos se estipula que el liquidador del patrimonio fideicomitado será el fiduciario y que es facultativo de éste acudir a un juez en caso de insuficiencia del patrimonio fideicomitado, y

esta facultad se encuentra prevista para los supuestos en que existan conflictos entre los beneficiarios.

En todos los contratos de fideicomiso que hemos analizado, observamos que existe un esquema de prioridades en la asignación de los fondos provenientes del patrimonio fideicomitado¹. Estos esquemas se encuentran divididos según se trate del funcionamiento ordinario del fideicomiso financiero o se presente una situación de liquidación del

¹ La redacción utilizada en los contratos se hace bajo un articulado específico que establece las prioridades y preferencias sobre el patrimonio fideicomitado, en los siguientes términos:

“I. En la Fecha de Liquidación:

Las sumas provenientes de la colocación y suscripción de los Valores Fiduciarios serán destinadas: (i) al pago de los Gastos Deducibles e Impuestos, si éstos fueran aplicables; y (ii) al pago del Producido de la Colocación, deducidos los importes que fueran retenidos por los conceptos (i) y (ii) anterior.

II. Durante la vigencia del Fideicomiso:

El Flujo de Fondos correspondiente a cada Mes de Cobranza será destinado en cada Fecha de Pago de Servicios a:

(a) Mientras no se produzca un Evento Especial: (i) el pago de los Gastos Deducibles y, en caso de corresponder, el pago de Impuestos y a la constitución del Fondo de Impuesto a las Ganancias del Artículo 8.4; (ii) al reembolso al Fiduciante de las sumas adelantadas para cubrir la falta de fondos transitoria para el pago de los Gastos Deducibles, de conformidad con lo dispuesto en el Artículo 10.2 (c); (iii) a la constitución y/o reposición del Fondo de Gastos, en cuanto el importe acumulado en el mismo no alcance a cubrir el monto mínimo indicado en el Artículo 8.2; (iv) a la constitución y/o reposición del Fondo de Garantía (conforme lo establece Artículo 8.3) en cuanto el importe acumulado en el mismo no alcance a cubrir el Requerimiento del Fondo de Garantía; (v) cuando corresponda según lo establecido en el Artículo 5.1 del Contrato de Fideicomiso en tanto no se hubieren cancelado los VDFTV: a. Al pago de los intereses correspondientes a los VDFTV, previa cancelación de los intereses adeudados bajo los mismos por períodos anteriores; b. Al pago en concepto de capital de los VDFTVA; y c. Una vez cancelados en su totalidad los VDFTVA, al pago en concepto de intereses y capital de los VDFTVB.

(b) Una vez cancelados en su totalidad los Valores de Deuda Fiduciaria (VDFTV): (i) a la constitución de la Cuenta de Contingencias, de corresponder según el Artículo 8.5; y (iii) cualquier remanente será destinado al Fideicomisario.

(c) En el supuesto que se produjera un Evento Especial o en el supuesto de liquidación o extinción del Fideicomiso: (i) al pago de los Gastos Deducibles, excepto los honorarios de los Agentes Calificadores de Riesgo en caso de corresponder. Si correspondiera al pago de Impuestos y a la constitución del Fondo de Impuesto a las Ganancias del Artículo 8.4; (ii) al reembolso al Fiduciante de las sumas adelantadas para cubrir la falta de fondos transitoria para el pago de los Gastos Deducibles, de conformidad con lo dispuesto en el Artículo 10.2 (c); (iii) a la reposición del Fondo de Gastos, en cuanto el importe acumulado en el mismo no alcance a cubrir el monto mínimo indicado en el Artículo 8.2; (iv) a la constitución del Fondo de Reserva Impositivo, de corresponder, según el Artículo 16.5; (v) al pago de los intereses de los VDFTV del período mensual correspondiente, previa cancelación de los intereses adeudados bajo los mismos por períodos anteriores, si los hubiere; (vi) al pago de la totalidad del capital de los VDFTVA hasta su íntegra cancelación; (vii) al pago del capital de los VDFTVB según lo establecido en el Artículo 5.1 del Contrato de Fideicomiso; (viii) a la constitución de la Cuenta de Contingencias, de corresponder, según el Artículo 8.5; (ix) al pago de los honorarios de los Agentes Calificadores de Riesgo; y (x) cualquier remanente será destinado al Fideicomisario.

Los fondos depositados en el Fondo de Gastos, Fondo de Garantía y el Fondo de Impuesto a las Ganancias serán afectados conforme la Sección VIII, Artículo 8.7 del Contrato de Fideicomiso. (Suplemento de Prospecto Fideicomiso Supervielle Creditos 97, pp. 91-92).

fideicomiso ante un determinado evento especial (como podría ser la insuficiencia patrimonial, la cancelación de la autorización de oferta pública, entre otros).

En todos los casos, los gastos del fideicomiso y los impuestos ocupan el primer lugar del esquema de prioridades en la asignación de fondos. Es importante destacar que los fideicomisos financieros no tienen terceros acreedores -distintos de los tenedores de los valores fiduciarios emitidos bajo el respectivo fideicomiso financiero- más allá de los prestadores de servicios al fideicomiso financiero (como pueden ser el fiduciario, el agente de control y revisión, el administrador, el agente de calificación de riesgo, los auditores, asesores legales, entre otros) y estos terceros acreedores se encuentran primeros en el orden de prioridades al cobro.

En el escalafón siguiente encontramos distintos fondos y reservas que, según la estructura de cada fideicomiso, se constituyen para la operatoria del fideicomiso y para afrontar eventos de iliquidez temporánea.

A continuación ya encontramos los servicios de capital e intereses de los distintos valores fiduciarios emitidos bajo el fideicomiso financiero. Su grado de prioridad dependerá de su nivel de subordinación; tema que veremos en el apartado sobre diseños estructurales de los fideicomisos financieros.

En el último estrato siempre encontramos a los tenedores de los certificados de participación o a los fideicomisarios, según fuere el caso y la estructura del fideicomiso.

Destacamos que comúnmente se constituyen fondos o reservas bajo los fideicomisos financieros con el objeto de afrontar momentos de insuficiencia transitoria del fideicomiso.

Por último, observamos que ante los supuestos de insuficiencia del patrimonio fideicomitado que se extiende en el tiempo, el fiduciario debe convocar a una asamblea de beneficiarios, aplicándose en ese caso las reglas sobre quorum y mayorías dispuestas en el artículo 1696 del Código Civil y Comercial. La posibilidad de descansar en la decisión de los beneficiarios ante un supuesto de insuficiencia del patrimonio fideicomitado redundaría en un beneficio para el fiduciario, ya que no carga con el peso de la decisión y disminuye la posibilidad de que un beneficiario del fideicomiso financiero considere que obró de manera culposa o dolosa y deba responder con su propio patrimonio por ello.

E. Diseños estructurales de los fideicomisos financieros.

Carregal (2008) indica que “un proceso de titulización podrá ser considerado seguro cuando las inversiones estén respaldadas por una cartera de créditos cuya cobrabilidad no sea traumática y pueda ser considerada como posible sin necesidad de procesos judiciales (...)” (p. 316). Cuanto mayor sea el nivel de atomización de los bienes cedidos en propiedad fiduciaria al fideicomiso financiero, menor será su riesgo de incobrabilidad. Es por eso que, al momento de selección de los bienes a ser fideicomitados, se busca que exista una atomización geográfica y de deudores cedidos.

Los fideicomisos financieros varían sustancialmente en cuanto a sus estructuras dependiendo de su planificación financiera, el activo subyacente y de la receptibilidad que pueda tener en el mercado.

Si bien no es una exigencia legal que los fideicomisos financieros cuenten con una calificación de riesgo, otorgada por un Agente de Calificación de Riesgo, a efectos de ser

colocados mediante oferta pública, este es un requisito que impone el mercado y que termina teniendo un impacto directo en las estructuras de los fideicomisos financieros.

Habiendo analizado múltiples suplementos de prospecto y contratos de fideicomiso correspondientes a diversos fideicomisos financieros con oferta pública, observamos que la estructura más frecuentemente utilizada consiste en la emisión de valores representativos de deuda cuyo pago proviene del flujo regular de fondos de los bienes que fueron cedidos en propiedad fiduciaria. Para ello, se suelen ceder activos que cuentan con un flujo de fondos constante (como ser, por ejemplo, créditos de consumo, cupones de tarjeta de crédito, facturas, cheques, pagarés, entre otros).

Esta forma de estructuración encuentra diversas variantes:

- Fideicomisos financieros en los que se emite una única clase de valores representativos de deuda y el remanente de los bienes fideicomitados, una vez pagado el capital y los intereses bajo los valores representativos de deuda emitidos, es entregado al fiduciante como fideicomisario;
- Fideicomisos financieros en los que se emite una única clase de valores representativos de deuda y se emiten certificados de participación, cuyos tenedores tienen derecho a recuperar el capital invertido y obtener un rendimiento en la medida que existan fondos remanentes luego de abonar el capital y los intereses a los tenedores de los valores representativos de deuda;
- Fideicomisos financieros en los que se emiten múltiples clases de valores representativos de deuda, todas ellas subordinadas entre sí y con distintas condiciones de emisión (principalmente, en cuanto a plazo y tasa de interés), y el

remanente de los bienes fideicomitidos, una vez pagado el capital y los intereses bajo todas las clases de los valores representativos de deuda emitidos, es entregado al fiduciante como fideicomisario; y

- Fideicomisos financieros en los que se emiten múltiples clases de valores representativos de deuda, todas ellas subordinadas entre sí y con distintas condiciones de emisión (principalmente, en cuanto a plazo y tasa de interés), y certificados de participación, cuyos tenedores tienen derecho a recuperar el capital invertido y obtener un rendimiento en la medida que existan fondos remanentes luego de abonar el capital y los intereses a los tenedores de las distintas clases de los valores representativos de deuda.

La emisión de diversas clases de valores representativos de deuda tiene por objeto lograr una mejor calificación de riesgo para aquella clase de valores representativos de deuda que tiene mejor grado de prelación en el cobro –buscando así obtener una mayor demanda por parte de los inversores y a una tasa interés más baja- y una menor calificación para aquella clase de valores representativos de deuda que cuenta con mayor grado de subordinación. Cada clase conlleva un riesgo distinto para el inversor; cuanto mayor es la subordinación al cobro mayor es el riesgo, y esto tiene impacto en el interés que devenga cada clase de valores representativos de deuda (a mayor riesgo, mayor tasa de interés). Como ya hemos mencionado previamente, los fideicomisos financieros cuentan con un esquema de prioridades en el cobro y en este esquema cobrarán primeras las clases de valores representativos de deuda de mayor grado de preferencia.

El esquema de emisión de distintas clases de valores representativos de deuda constituye una forma de atenuar, para los valores representativos de deuda de mayor grado de

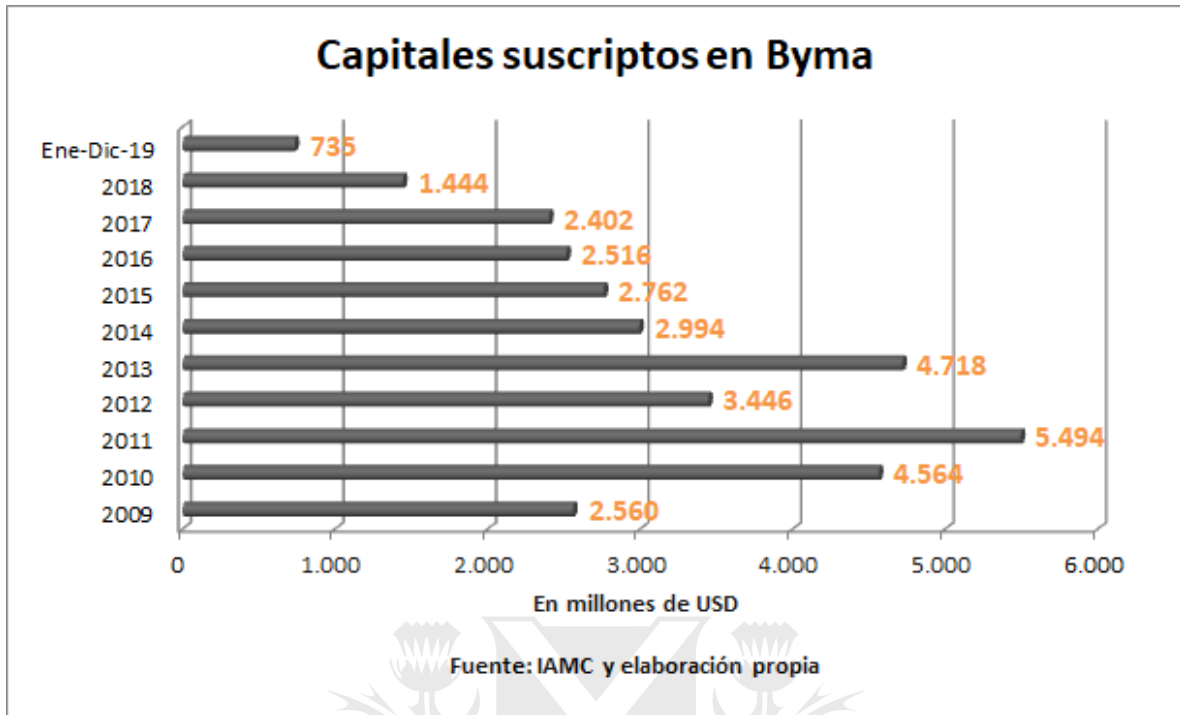
preferencia, el riesgo genérico de los bienes que se están cediendo en propiedad fiduciaria al fideicomiso. Mientras los títulos más *senior* cuentan con el respaldo de toda la cartera fideicomitada, los títulos subordinados cuentan sólo con el respaldo del remanente de la cartera fideicomitada una vez cancelados los títulos más *senior*.

Por último, existe la alternativa, utilizada con muy poca frecuencia por una cuestión de falta de apetito por parte de los inversores y de inexistencia de un mercado de largo plazo en Argentina, de emitir únicamente certificados de participación bajo el fideicomiso financiero y que los beneficiarios tengan derecho a recibir una proporción de los ingresos que provengan de los activos subyacentes del fideicomiso, una vez deducidos gastos, impuestos y honorarios del fiduciario. Esta alternativa se suele utilizar para activos que no son muy líquidos y su amortización es de largo plazo.

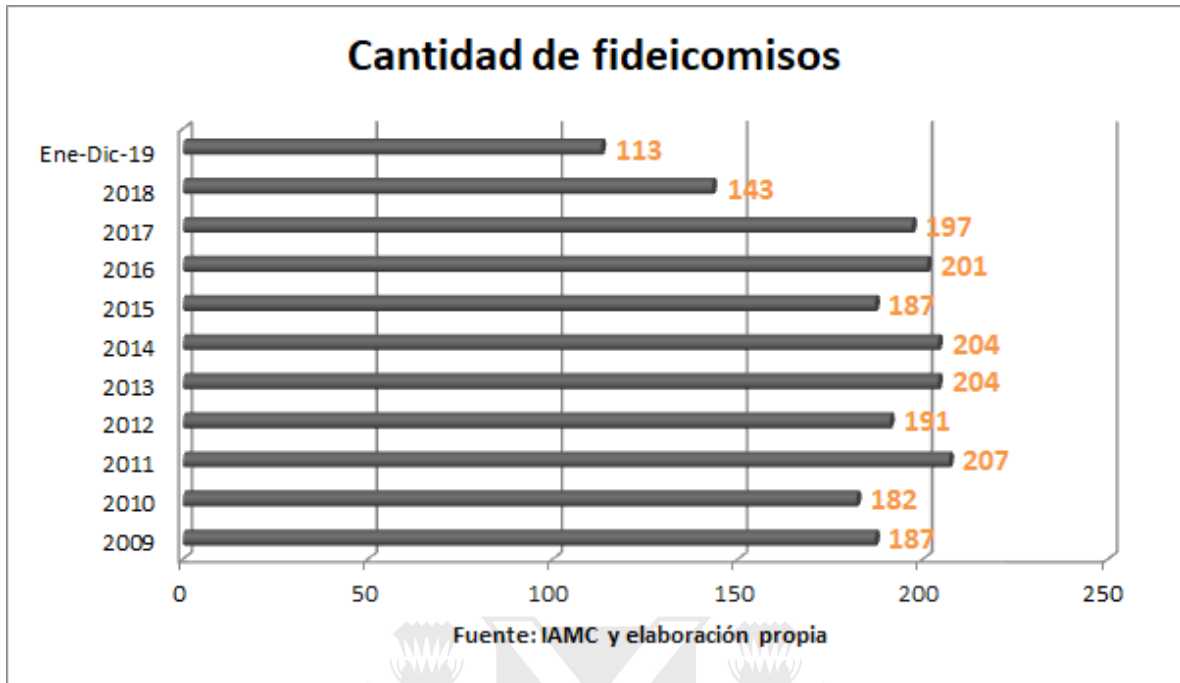
F. Estadísticas

La información sobre fideicomisos financieros a continuación expuesta nos ha sido provista por la Cámara Argentina de Fideicomisos y Fondos de Inversión Directa (“CAFIDAP”) tomando como fuente información provista por el Instituto Argentino de Mercado de Capitales (“IAMC”)².

² Newsletter CAFIDAP Enero 2020. Consultado el 16 de mayo de 2020. <http://www.cafidap.org.ar/wp-content/uploads/2020/04/CAFIDAP-NEWS-ENERO-2020.pdf>



Podemos observar del cuadro que antecede la importancia de este mecanismo de financiación a nivel local. El fideicomiso financiero constituye para las empresas una forma de financiarse a través del mercado de capitales, sin tener que cumplir con todas las obligaciones que imponen las Normas de la CNV para los emisores de obligaciones negociables y a una tasa de interés más baja que si se financiara a través de un préstamo bancario. Además, debemos resaltar que este tipo de financiamiento no tiene impacto en los balances del fiduciante, ya que el mismo constituye una venta de cartera en vez de un préstamo (como sería el caso de un préstamo financiero o una obligación negociable).



Si bien se puede evidenciar en el cuadro que antecede la gran cantidad de fideicomisos financieros que se constituyen por año, observamos, en los cuadros que anteceden, una notoria disminución tanto en el monto de los valores fiduciarios emitidos bajo los fideicomisos financieros, como en la cantidad de fideicomisos financieros constituidos durante los años 2018 y 2019. De ningún modo debemos interpretar esta disminución como una pérdida de importancia de la figura del fideicomiso financiero.

Eso responde al aumento significativo de las tasas de interés y al deterioro en las empresas argentinas producto de la compleja situación económica que atraviesa el país. Si bien las tasas de interés eran más bajas que las previstas para los préstamos bancarios, los costos financieros igualmente eran demasiado elevados para el costo de producción de las empresas argentinas y ello desembocó en la crisis de varias empresas.

Capitales suscritos en Fideicomisos aceptados a la cotización por el BYMA
 Reexpresados en millones de \$US equivalentes, cualquiera haya sido la moneda de emisión

Clasificación por Objeto	dic-19		dic-18		dic-17	
Consumo	660	89,8%	1.367	94,7%	2.191	91,4%
Créditos Comerciales	154		132		196	
Créditos de Consumo	397		1.061		1.579	
Tarjetas de Crédito	109		174		416	
Resto	75	10,2%	77	5,3%	205	8,6%
Agrícolas	0		0		5	
Inmobiliario - Hipotecario	0		16		0	
Leasing - Prendarios	18		35		109	
Financiac. exportaciones	42		0		77	
Otros	14		26		15	
Sub Total	735	100,0%	1.444	100,0%	2.397	100,0%
Obras públicas	0		0		0	
Total	735		1.444		2.397	
Sub Total / Total	100,0%		100,0%		100,0%	
Obras públicas / Total	0,0%		0,0%		0,0%	
Cantidad de Fideicomisos	113		143		198	

Fuente: IAMC y elaboración propia

De acuerdo surge del cuadro que antecede, las empresas originantes de créditos de consumo y las empresas emisoras de tarjeta de crédito son los principales fiduciantes de los distintos fideicomisos financieros emitidos durante los últimos años. Ello responde a que éstas originan activos que tienen un flujo de fondos constante y son auto-liquidables (salvo caso de mora y que sea necesario el cobro por vías judiciales y/o extrajudiciales).

En los años 2018 y 2019 observamos una notoria caída en el monto de los valores fiduciaros emitidos bajo fideicomisos financieros que tienen por activo subyacente este tipo de activos.

Como mencionábamos previamente, esto es consecuencia del impacto de la crisis que se encuentra atravesando el país. En línea con ello, hemos detectado, en los fideicomisos financieros constituidos durante el año 2019 que tienen este tipo de activos, la siguiente advertencia a los inversores:

“Los potenciales inversores deben considerar que el sector en el cual se desarrollan las empresas con las características del Fiduciante, se encuentra atravesando una delicada situación económica y financiera, producto de los cambios adversos en las condiciones generales de la economía y política argentina, que generaron el aumento del desempleo, pérdida de nivel del salario real y han ocasionado un aumento en los niveles de mora, y en el incumplimiento de los Créditos.

Por otra parte, producto de la situación económica y política de Argentina y de la afectación de la fuente de recursos de los deudores de los Créditos, podría suceder incumplimientos en los pagos de los Créditos. Ello, sumado a una merma en la originación de Créditos por parte del Fiduciante producto de una disminución significativa en el consumo, podría dificultar la situación económica del Fiduciante y la continuidad de sus operaciones.

En caso de verse obligado el Fiduciante a discontinuar con sus operaciones o bien a tomar medidas tendientes a disminuir sus costos operativos, podría verse afectada la gestión de cobro y administración de los Créditos de acuerdo a lo dispuesto en el Contrato de Fideicomiso y podría resultar en pérdidas respecto de los Créditos, y consecuentemente, en pérdidas para los Beneficiarios, incluso en aquellos casos en los que se designe un Administrador Sustituto.

De verificarse cualquiera de las situaciones previamente descriptas, podría verse afectada la cobranza bajo los Créditos configurando un efecto negativo sobre los Valores Fiduciarios. Atento a que los fondos generados por los Créditos constituyen la única fuente de pago para los inversores, en caso que las cobranzas de los Créditos cedidos no sean suficientes para pagar los Valores Fiduciarios, ni el Fiduciante ni el Fiduciario estarán obligados a utilizar

recursos propios para cubrir tales deficiencias” (Suplemento de Prospecto Fideicomiso Credipaz Serie 18, pp. 7-8).

Hemos hecho averiguaciones respecto de esta advertencia con CAFIDAP y con distintos profesionales de la CNV que son los encargados de revisar los trámites correspondientes a la solicitud de oferta pública bajo los fideicomisos financieros, y pudimos saber que la misma responde a una exigencia de la CNV ante la difícil situación que se encuentran atravesando las empresas originadoras de créditos de consumo y producto de que varios de los fiduciantes de estos fideicomisos financieros se concursaron o se encuentran atravesando dificultades financiera (por ejemplo, Carsa, Credimas, Ovoprot, Tarjeta Grupar, entre otros).

También debemos destacar que, en los casos en los que la situación del fiduciante tuvo impacto en el fideicomiso financiero (porque las estructuras preveían la cesión de créditos de manera revolvente y ello dependía de que el fiduciante siguiera originando créditos), las cuestiones de insuficiencia patrimonial se resolvieron en el marco de la asamblea de beneficiarios, sin necesidad de que participe un juez ante tal situación.

IV. Dilema sobre la aplicación de las normas del concurso y la quiebra a la liquidación del fideicomiso.

Nos preguntamos si la liquidación judicial en caso de insuficiencia del patrimonio fideicomitado, dispuesta por el artículo 1687 del Código Civil y Comercial, resulta aplicable a los fideicomisos financieros.

En una primera aproximación, nos inclinamos a creer que esta disposición no aplica a los fideicomisos financieros y que es un mecanismo ajeno a los mismos.

Como mencionamos previamente en este trabajo, el artículo 1690 del Código Civil y Comercial establece que el fideicomiso financiero se encuentra sujeto a las normas precedentes sobre fideicomisos. Entendemos que esto es de aplicación en la medida que las normas precedentes no sean modificadas para el caso específico del fideicomiso financiero, que como supuesto especial tiene un tratamiento diferenciado y un conjunto de normas que sólo le son aplicables a los fideicomisos financieros, y en la gran mayoría de los casos se encuentra sujeto a una autoridad de contralor adicional como es la CNV.

Lo que debemos determinar es si las reglas aplicables a los fideicomisos financieros modifican la regla establecida por el artículo 1687 del Código Civil y Comercial para el fideicomiso ordinario, la cual establece que en caso de insolvencia la liquidación se encontrará a cargo de un juez.

En primer lugar, el artículo 1692 del Código Civil y Comercial al regular el contenido del contrato de fideicomiso prevé que el mismo debe incluir las reglas para la adopción de decisiones por parte de los beneficiarios, y las mismas deben incluir las previsiones para el caso de insuficiencias o insolvencia del patrimonio fideicomitado. Lo mismo dispone el inciso q) del artículo 22, del Capítulo IV, del Título VI de las Normas de la CNV.

Esto nos lleva a preguntarnos qué sentido tendría contar con estas previsiones si fuera de aplicación obligatoria la liquidación del patrimonio fideicomitado por parte de un juez y para qué replicó la CNV esta previsión en las Normas de la CNV si el entendimiento fuera que ante la insuficiencia del patrimonio fideicomitado son de aplicación los procedimientos

establecidos por el juez. Si fuera aplicable a los fideicomisos financieros la liquidación judicial, no sería necesario contar con estas reglas. Esto ya nos demuestra que la liquidación judicial no aplica imperativamente a los fideicomisos financieros.

Por otra parte, a mayor abundamiento, los artículos 1695 y 1696 del Código Civil y Comercial regulan las asambleas de beneficiarios de los fideicomisos financieros y regulan específicamente el caso de insuficiencia del patrimonio fideicomitado y la restructuración de los pagos a los beneficiarios. Esta asamblea no tendría sentido si ante el supuesto de insuficiencia patrimonial hubiera que acceder a la liquidación por parte de un juez.

Tenemos la firme creencia de que esta asamblea no tiene sólo por objeto decidir cuestiones de procedimiento, sino que también es el ámbito para decidir cuestiones de fondo, y la mismísima prueba de ello es que el legislador en este caso exigió a dicha asamblea que se impongan las reglas de la asamblea extraordinaria de sociedades anónimas y una mayoría calificada de tres cuartas partes de los valores fiduciarios emitidos y en circulación.

Al analizar la Ley General de Sociedades N° 19.550 (t.o. por Decreto N° 841/84) (la "Ley General de Sociedades"), observamos que la asamblea extraordinaria de una sociedad tiene destinado tratar las cuestiones absolutamente fundamentales de una sociedad; a saber, reducción de capital, escisión, fusión y la reducción del derecho de preferencia, entre otras.

Adicionalmente, observamos que la mayoría calificada del 75%, dispuesta por los artículos 1695 y 1696 del Código Civil y Comercial y receptada por las Normas de la CNV, es impropia de la Ley General de Sociedades. La Ley General de Sociedades sólo exige mayoría absoluta, con excepción de los supuestos especiales del artículo 244 de la misma,

donde también se aplica la mayoría absoluta pero con un quorum calificado del 60% o 30%, según se trate de primera o segunda convocatoria.

Sólo encontramos prevista una mayoría calificada del 75% en la Ley de Concursos y Quiebras N° 24.522 y sus normas modificatorias y complementarias (la "Ley de Concursos y Quiebras"). A modo de ejemplo, puede verse lo dispuesto en el artículo 52.2.b.ii de la Ley de Concursos y Quiebras, donde se prevé que a los efectos de homologar el acuerdo en un concurso preventivo "*(...) en el cual hubo categorización de acreedores quirografarios y consiguiente pluralidad de propuestas a las respectivas categorías*" y "*(...) no se hubieran logrado las mayorías necesarias en todas las categorías, el juez puede homologar el acuerdo, e imponerlo a la totalidad de los acreedores quirografarios, siempre que (...)*" cuente con la "*conformidad de por lo menos las tres cuartas partes del capital quirografario*"; y lo dispuesto por el artículo 31 de la Ley de Concursos y Quiebras, donde se prevé que para el caso del desistimiento en un concurso preventivo el deudor podrá desistir del mismo "*(...) hasta el día indicado para el comienzo del período de exclusividad previsto en el artículo 43 si, con su petición, agrega constancia de la conformidad de la mayoría de los acreedores quirografarios que representen el SETENTA Y CINCO POR CIENTO (75%) del capital quirografario*".

¿Tiene algún sentido que, ante la insuficiencia del patrimonio fideicomitado, la norma exija una mayoría aún más gravosa que la aplicable a las asambleas extraordinarias de las sociedades anónimas y que en la asamblea sólo se puedan tratar cuestiones procedimentales?

La única explicación posible que encontramos a que el legislador dispusiera que el caso de insolvencia debe ser tratado por la asamblea extraordinaria, que es la que trata los supuestos de mayor gravedad de una sociedad, y con un porcentaje que es impropio de la Ley General de Sociedades, y más propio de la Ley de Concursos y Quiebras, es que la asamblea debe regular todas las cuestiones atinentes a la insolvencia, y esto se encuentra en colisión con la idea de que esa liquidación la realizará un juez.

Entendemos que es ilógico sostener que el objetivo de una asamblea extraordinaria con mayoría calificada es tratar cuestiones de procedimiento, y no así la distribución de activos ante el faltante que produce la insolvencia.

Lisoprawski (1999) decía al respecto que “es evidente que el legislador buscó que el fideicomiso, especialmente el destinado a transacciones comerciales, se alejara de la rigidez y lentitud que caracteriza los procesos concursales, con los avatares y contingencias traumáticas de esa clase de procesos” (p. 772).

Desde un punto de vista casuístico, si bien tenemos conocimiento de lo resuelto por los tribunales en los fallos Fideicomiso Calle Chile³ y Fideicomiso Ordinario Fidag⁴, donde se dispuso la liquidación judicial del fideicomiso y se aplicaron por analogía las normas del concurso, se trata de un fideicomiso ordinario y de un fideicomiso inmobiliario, y no existen antecedentes judiciales como estos para el caso de los fideicomisos financieros.

³ Juzgado N. Com. N° 17, “Fideicomiso Calle Chile 2286/94/96 s/ liquidación judicial”, LL, 12/09/2011.

⁴ CNCom., Sala E, “Fideicomiso Ordinario Fidag s/ liquidación judicial”, LL, 15/12/2010.

No podemos pasar por alto el renombrado caso “Bonesi”⁵, pero lo que allí sucedió no fue una liquidación judicial del patrimonio fideicomitado. El fiduciario del fideicomiso Bonesi, mediante un incidente de restitución de bienes realizado en el marco del concurso de Bonesi S.A., recuperó los fondos provenientes de la cobranza de los créditos que habían sido cedidos a los fideicomisos que fueron retenidos ilegítimamente por Bonesi, en su carácter de agente de cobro de los fideicomisos financieros.

Si bien no existen muchos casos de fideicomisos financieros en los que se dio la insuficiencia patrimonial, en los pocos que se ha dado (en el pasado, Bonesi, Saturno, Rhuo, Lujan Williams y, más recientemente y luego de la entrada en vigencia del Código Civil y Comercial, Tarjeta Grupar, Ovoprot, Credimas, Musimundo, entre otros) han sido solucionados satisfactoriamente sin la necesidad de recurrir a la liquidación judicial.

No obstante a esta altura ya creemos que tenemos argumentos suficientes para considerar que no son aplicables las normas del concurso y la quiebra a la liquidación del fideicomiso financiero, para terminar de agotar cualquier tipo de duda haremos un breve repaso por los distintos institutos propios de la liquidación judicial a fin de considerar si los mismos tienen sentido ante la insuficiencia patrimonial del fideicomiso financiero:

- El Principio de Universalidad, que surge del artículo 1° de la Ley de Concursos y Quiebras, establece que todo el patrimonio del deudor queda afectado al concurso.

Destacamos que este principio ya rige en la liquidación del patrimonio fideicomitado, sin importar si las reglas del Concurso y la Quiebra son aplicables o no al proceso de liquidación del patrimonio del fideicomiso financiero ante un supuesto de insuficiencia

⁵ CNCom., Sala E, “Bonesi S.A. s/conc. prev. s/inc. de apel. por: Standard Bank Argentina S.A.”, LL, 13/10/2009.

patrimonial. Como hemos dicho previamente, el patrimonio fideicomitado es la prenda común de todos los acreedores del fideicomiso financiero y, como tal, se encuentra afectado en su totalidad a satisfacer, tanto durante la vigencia del fideicomiso como ante un supuesto de liquidación del patrimonio fideicomitado, las obligaciones contraídas por el fiduciario en la ejecución del fideicomiso.

En consecuencia, la aplicación de este principio a la liquidación del fideicomiso financiero, no tendría impacto alguno.

- La Ley de Concursos y Quiebras prevé en su artículo 14 la designación de un síndico para vigilar la administración por parte del deudor (artículo 15 Ley de Concursos y Quiebras), que en este caso sería el fiduciario, o bien administrar y disponer de los bienes (previsto para el caso de quiebra en los artículos 109 y 179 de la Ley de Concursos y Quiebras).

Si bien tenemos presentes que reconocidos doctrinarios como Claudio Kiper y Silvio Lisoprawski (2012) entienden que es muy probable que el causante de la insuficiencia del patrimonio fideicomitado sea el propio fiduciario y que carecería de sentido que el fiduciario causante de la crisis sea luego el encargado de la liquidación del patrimonio del fideicomiso, pudiendo tener incluso conflictos de intereses, no coincidimos con la postura de estos doctrinarios para el caso particular del fideicomiso financiero.

No debe perderse de vista que, como ya hemos dicho previamente en este trabajo, en los fideicomisos financieros actúa un fiduciario profesional que requiere de autorización de la CNV, debe constituirse como una entidad financiera o una sociedad anónima y debe contar con organización administrativa propia y un elevado patrimonio neto mínimo.

Adicionalmente, de acuerdo a lo dispuesto por el artículo 1673 del Código Civil y Comercial y lo establecido por las Normas de la CNV, cuando el fiduciario sea beneficiario del fideicomiso financiero, deberá evitar cualquier conflicto de interés y obrar privilegiando los intereses de las demás partes del fideicomiso y no así los suyos, no pudiendo votar en las asambleas de beneficiarios cuando las decisiones a adoptar generen conflicto de interés con el resto de los beneficiarios.

Por otra parte, creemos que no hay que desconfiar del fiduciario como liquidador, ya que éste tiene mucho para perder dado que no está liquidando su propio patrimonio, sino uno separado, y deberá responder con su propio patrimonio en caso de obrar con culpa o dolo. Es decir, el fiduciario cuenta con grandes incentivos para obrar de manera diligente y para, en caso de no estar facultado para liquidar el fideicomiso financiero o verse superado por la complejidad de la liquidación de un fideicomiso financiero determinado, subdelegar dicha función en un tercero especializado o, de considerarlo necesario, recurrir a la liquidación judicial.

Además, es importante recordar que el fiduciario tiene un deber de información a los beneficiarios y, en el caso de aquellos fideicomisos financieros que cuentan con oferta pública (que ya hemos dicho que es el caso de la gran mayoría), se encuentra bajo la lupa de la CNV y el control de un agente de control y revisión impuesto por las Normas de la CNV (que, entre otras funciones, debe verificar cual es el flujo de fondos real del conjunto de bienes fideicomitados en comparación con el flujo teórico proyectado para los mismos y debe emitir informes mensuales). El fiduciario, por su obrar doloso o culposo, podría ser removido por los beneficiarios y/o el fiduciante del respectivo fideicomiso con justa causa y, adicionalmente, podría ser sujeto pasivo de sanciones que le imponga la CNV (que van

desde un apercibimiento, pasando por una multa y hasta su inhabilitación para actuar como fiduciario financiero).

Por otra parte, desde un punto de vista fáctico, y en contraposición a lo dispuesto por Claudio Kiper y Silvio Lisoprawski, habiendo analizado los distintos supuestos de insuficiencia patrimonial que se vienen registrando a lo largo de los últimos años en los fideicomisos financieros con oferta pública (como por ejemplo, el caso de Bonesi, Ovoprot, de Credimás, de Tarjeta Grupar, de Tarjeta Actual, de Grupo Rhuo, entre otros), observamos que en todos los casos la insuficiencia patrimonial no respondió a un mal desempeño del fiduciario, sino que fue producto del fuerte deterioro del activo fideicomitado como consecuencia de la situación del país, o de la situación particular del fiduciante del respectivo fideicomiso, o bien fue como consecuencia de retenciones indebidas de fondos por parte de aquellas sociedades que se desempeñan como agentes de cobro de los fideicomisos financieros en cuestión. Como ya hemos dicho previamente, todos estos casos fueron solucionados satisfactoriamente, sin la necesidad de recurrir a la liquidación judicial.

Por último, la participación del síndico para la realización de las tareas que son propias del fiduciario generará elevados costos. Estos costos, según prevé la Ley de Concursos y Quiebras, deberán ser pagados previo a la distribución del producido de la liquidación del patrimonio del fideicomiso (siguiendo el orden de aplicación de fondos dispuesto bajo cada contrato de fideicomiso), redundando la participación del síndico en un perjuicio para los beneficiarios del fideicomiso financiero, ya que sufrirán una merma en el pago a recibir bajo los valores fiduciarios que son de su titularidad y verán afectada su posibilidad de recupero de lo invertido al suscribir los valores fiduciarios.

- La Ley de Concursos y Quiebras prevé, en los artículos 14, 32, 126 y 200, la exigencia de que los acreedores por causa o título anterior a la presentación en concurso o la declaración de quiebra, según corresponda, deban realizar el pedido de verificación de su crédito al síndico. Estas disposiciones tienen como finalidad que el síndico recabe la información de cada uno de los acreedores, el monto de su acreencia, la causa y los privilegios con que cuenta el crédito de cada acreedor.

En virtud de que los fideicomisos financieros son distintos a los fideicomisos ordinarios y, en términos generales y con pequeñas excepciones menores, no tienen otros acreedores que los propios tenedores que se reúnen en asamblea, entendemos que el requisito de verificación no es aplicable a los fideicomisos financieros, podría ocasionar un gasto innecesario a los beneficiarios de los fideicomisos financieros y someterlos sin mucho sentido a un proceso bastante más tedioso.

La registración que deriva de la nominatividad de los valores fiduciarios hace innecesaria la verificación de los créditos, más bien, si el fideicomiso cuenta con oferta pública, se requiere un padrón de la Caja de Valores de donde conste quienes son cada uno de los tenedores, o, si no cuenta con oferta pública y el fiduciario no optó voluntariamente por el régimen de depósito colectivo, se debe consultar en el registro de tenedores que lleve el propio fiduciario.

Se desprende de lo anterior, que tampoco tendría sentido que el síndico redacte el informe individual del artículo 35 de la Ley de Concursos y Quiebras, ya que el fiduciario tiene identificados sus acreedores.

- En los artículos 14 y 89 de la Ley de Concursos y Quiebras se dispone la obligación de publicar edictos de la resolución que declara la apertura del concurso y de la sentencia de quiebra, correspondientemente.

En los fideicomisos financieros también se da publicidad a la situación de insuficiencia mediante la publicación de la convocatoria a la asamblea de beneficiarios de los valores fiduciarios emitidos bajo el fideicomiso financiero, en la que se debe detallar que uno de los puntos del orden del día es la insuficiencia del patrimonio del fideicomiso y las acciones a tomar en virtud de la situación de insuficiencia patrimonial.

En consecuencia, no observamos grandes aportes de la Ley de Concursos y Quiebras en este punto en particular.

- El artículo 14 de la Ley de Concursos y Quiebras también dispone que ante la apertura del concurso del deudor, se debe disponer la inhibición general del mismo para disponer y gravar sus bienes registrables. En similar sentido, el artículo 85 de la Ley de Concursos y Quiebras establece que el juez a cargo de la quiebra puede dictar medidas precautorias para proteger el patrimonio del deudor, incluyendo entre las medidas la inhibición general de bienes y la intervención controlada de sus negocios.

Al respecto, reiteramos que las situaciones de insuficiencia patrimonial del fideicomiso financiero, que son conocidas y se presentaron en los últimos años 20 años, no fueron causadas por el despilfarro del patrimonio fideicomitado por parte del fiduciario. Como ya hemos indicado previamente, respondieron al deterioro de los activos, producto de la situación económica del país o de la propia compañía originante de los activos, o bien

respondieron a supuestos de retención indebida de fondos por parte de los fiduciantes que se desempeñaron también como agentes de cobro del fideicomiso financiero.

Por otra parte, entendemos que la inhibición no es aplicable a la gran mayoría de los fideicomisos financieros, ya que, como se observa previamente en el cuadro sobre “Capitales suscriptos en fideicomisos aceptados a la cotización por el BYMA”, los fideicomisos no suelen contar con bienes registrables en su patrimonio, sino que con créditos de consumo.

En lo que respecta a aquella minoría de fideicomisos financieros cuyo patrimonio fideicomitado se encuentra compuesto por este tipo de bienes, como podrían ser, por ejemplo, los fideicomisos financieros cuyo activo subyacente esté conformado por créditos prendarios, la inhibición para el fiduciario para disponer de los bienes registrables de titularidad del fideicomiso implicaría la imposibilidad de administrar la totalidad del patrimonio fideicomitado, generando un grave perjuicio a los beneficiarios del fideicomiso.

Finalmente, bajo ningún punto de vista debería extenderse la inhibición al fiduciario a título personal, ya que, como hemos dicho previamente, su responsabilidad, salvo dolo o culpa, se encuentra limitada al patrimonio fideicomitado, y los fiduciarios comúnmente administran múltiples fideicomisos en simultáneo, por lo que se podría estar afectado a beneficiarios de otros fideicomisos financieros que no tienen vinculación alguna con el fideicomiso que padece la insuficiencia patrimonial y cuyo patrimonio se está liquidando.

- No tiene ningún sentido que se conforme un comité de control, tal como dispone el artículo 14 de la Ley de Concursos y Quiebras, cuando el fiduciario se encuentra bajo contralor de la CNV y debe rendir cuentas a los beneficiarios y al fiduciante, pudiendo ser

removido en cualquier momento por estos últimos. De ello se observa que el fiduciario se encuentra constantemente sujeto al control del organismo de contralor, del fiduciante y los beneficiarios del fideicomiso financiero. La constitución del comité de control sólo redundaría en mayores gastos para los beneficiarios.

- Las normas sobre pronto pago de créditos laborales, dispuestas en el artículo 16 de la Ley de Concursos y Quiebras, no resultan aplicables al fideicomiso financiero por no contar éste con empleados.

- Mientras el artículo 19 de la Ley de Concursos y Quiebras indica que la presentación en concurso suspende el curso de los intereses que devengue todo crédito con causa anterior a la presentación en concurso, el artículo 129 de la Ley de Concursos y Quiebras prevé que la declaración de quiebra suspende el curso de interés de todo tipo.

En el caso de los fideicomisos financieros, no tiene ningún sentido aplicar lo dispuesto por estos artículos y suspender el curso de los intereses de los distintos valores fiduciarios emitidos bajo un determinado fideicomiso, ya que cada clase de valores fiduciarios emitidos tiene una tasa de interés distinta. Si se suspendieran los intereses se alteraría la relación existente entre los distintos valores fiduciarios, perjudicando a los tenedores de valores fiduciarios que tienen una mejor prioridad al cobro y beneficiando a los tenedores de los valores fiduciarios que se encuentran subordinados.

- En cuanto a la posibilidad de aplicar al caso de insuficiencia del patrimonio fideicomitado las normas sobre continuación del cumplimiento de los contratos en curso de ejecución con prestaciones recíprocas pendientes, dispuestas por el artículo 20 de la Ley de Concursos y

Quiebras, a primera vista pareciera que podría ser provechoso para el beneficiario del fideicomiso financiero.

Luego, cuando analizamos qué contratos con prestaciones recíprocas pendientes debería continuar el fiduciario ante la liquidación del fideicomiso, y considerando que en la gran mayoría de los casos los activos que componen el patrimonio de los fideicomisos financieros son autoliquidables, destacamos que debería continuar con el contrato con la persona a la que le subdelegó la administración y cobro de los bienes por tener mejor conocimiento de los créditos (podría ser el típico caso del fiduciante que actúa como agente de cobro de la cartera de créditos fideicomitada por ya tener desplegada su red de cobro de los créditos y tener mayor conocimiento de los deudores cedidos y su comportamiento).

También observamos que las personas a las que el fiduciario les subdelegó la administración y cobro de los bienes que conforman el patrimonio fideicomitado tienen grandes incentivos para continuar desarrollando sus tareas, más allá de la aplicación de las normas sobre continuación del cumplimiento de los contratos en curso de ejecución con prestaciones recíprocas pendientes, ya que los honorarios que éste percibe constituyen un gasto del fideicomiso financiero y, como hemos mencionado previamente en este trabajo, en todos los casos los gastos del fideicomiso y los impuestos ocupan el primer lugar del esquema de prioridades en la asignación de fondos que está previsto en los contratos de fideicomiso. En la medida que gestione el cobro de los créditos, las sumas que ingresen por el pago de los mismos se aplicarán, previo a ser aplicadas al pago a los beneficiarios, al pago de sus honorarios.

- Las normas previstas por la Ley de Concursos y Quiebras sobre imposibilidad de suspensión de servicios públicos no son aplicables al fideicomiso financiero, ya que el fideicomiso no es contratante de servicios públicos.

- Consideramos que las restricciones para viajes al exterior dispuestas en los artículos 25 y 103 de la Ley de Concursos y Quiebras no son de aplicación al fiduciario del fideicomiso financiero. No resulta lógico que se le pretenda aplicar este tipo de restricciones a un fiduciario financiero profesional, que actúa como tal de manera simultánea bajo múltiples fideicomisos financieros, pudiendo afectar así la operatoria de otros fideicomisos financieros que no están vinculados con el fideicomiso que sufre la insuficiencia patrimonial, y más aún cuando comúnmente esta insuficiencia no le es imputable al fiduciario.

- En cuanto a la normativa que prevé la Ley de Concursos y Quiebras respecto de los acuerdos preventivos a ser celebrados entre el deudor y sus acreedores en el marco del concurso, entendemos que las misma no aplica al fideicomiso financiero, ya que las reglas de la asamblea dispuestas en las Normas de la CNV y los artículos 1695 y 1696 del Código Civil y Comercial reemplazan a todo lo que se podría inferir de una propuesta concursal aprobada que obliga a las minorías y exigen mayorías tanto o más gravosas que las que exige la propia Ley de Concursos y Quiebras.

- Del artículo 88 de la Ley de Concursos y Quiebras, cuando trata el contenido de la sentencia que declare la quiebra, surgen ciertas consecuencias que no tendría sentido que sean aplicadas al fiduciario de un fideicomiso financiero.

En primer lugar, en el punto 3 se trata el desapoderamiento del fiduciario de sus bienes existentes a la fecha de quiebra y de los que adquiriera hasta su rehabilitación; tema que también es tratado en el artículo 107 de la Ley de Concursos y Quiebras. Entendemos que no son aplicables las normas sobre el desapoderamiento, atento que no estamos hablando del patrimonio personal del fiduciario, sino de un patrimonio de afectación administrado por el fiduciario en beneficio de terceros.

Por otra parte, en el punto 5 se establece la prohibición de hacer pagos al fallido (en este caso, el fiduciario) e indica que de realizarse serán considerados ineficaces. No tiene sentido la aplicación de esta prohibición para el caso del fideicomiso financiero porque, como ya hemos dicho en varias oportunidades, la insuficiencia no es producto del accionar negligente del fiduciario sino del deterioramiento del activo fideicomitado, y de aplicarse esta disposición el fiduciario se vería imposibilitado de operar y afrontar los gastos necesarios para mantener el fideicomiso financiero operativo.

En el punto 6 se ordena que se intercepte la correspondencia del deudor y se entregue al síndico. Más allá de que no le vemos ninguna aplicación práctica o beneficio para los beneficiarios del fideicomiso financiero, reiteramos que los fiduciarios financieros comúnmente se desempeñan simultáneamente en varios fideicomisos financieros e interceptar la correspondencia del fiduciario podría atentar contra otros fideicomisos financieros bajo su administración. Recordamos que no estamos ante un supuesto de insuficiencia patrimonial del fiduciario, si no que de un fideicomiso financiero en particular.

Por último, en el punto 9 se ordena la realización de los bienes del deudor (en este caso sería el patrimonio fideicomitado) y la designación de quien efectuará las enajenaciones, y en el punto 10 se ordena que se designe a una persona a cargo de realizar un inventario de bienes. En primer lugar vemos innecesario que se realice un inventario de los bienes del deudor cuando el fiduciario lleva un control del patrimonio fideicomitado, el único activo que tiene el fideicomiso financiero es justamente el patrimonio fideicomitado y estos es también verificado por el Agente de Control y Revisión. Por otra parte, como ya hemos dicho previamente, los fideicomisos financieros, prácticamente en su mayoría, cuentan con bienes autoliquidables, como son los créditos de consumo, y no tendría sentido liquidarlos porque se autoliquidarán en un corto plazo por su devengamiento natural. No obstante ello, si se decidiera enajenar esos bienes a descuento, lo que podría redundar en un perjuicio para los beneficiarios del fideicomiso financiero, el fiduciario se encuentra plenamente capacitado para llevar a cabo esa tarea y designar a un tercero para que realice la enajenación implicaría incurrir en un costo adicional innecesario.

- Los artículos 104 y 105 de la Ley de Concursos y Quiebras, que tratan sobre la facultad de continuar desempeñando tareas profesionales o en relación de dependencia y sobre los efectos de la muerte del fallido sobre el concurso, respectivamente, no son aplicables al fideicomiso financiero, por tratarse de un patrimonio de afectación y por ser el fiduciario una persona jurídica que debe estar constituida como una sociedad anónima o una entidad financiera.

- Los artículos 111 y 113 de la Ley de Concursos y Quiebras, sobre herencias y legados y sobre donaciones, correspondientemente, no aplican a los fideicomisos financieros por no ser el fideicomiso financiero sujeto pasible de recibir herencias o legados ni de donaciones.

- La Ley de Concursos y Quiebras trata en el artículo 160 la extensión de la quiebra del deudor a los socios con responsabilidad ilimitada. Consideramos que la extensión de la quiebra no es aplicable a los fideicomisos financieros, atento a la separación de patrimonios que establece el instituto del fideicomiso. De acuerdo a lo dispuesto por el artículo 1687 del Código Civil y Comercial, sólo podría comprometerse el patrimonio del fiduciario, a título personal, cuando éste haya obrado con dolo o culpa.

- El artículo 181 de la Ley de Concursos y Quiebras establece que cuando los bienes no se encuentren en lugares que ofrezcan seguridad para su conservación y custodia, el síndico puede tomar las medidas necesarias para evitar sustracciones, pérdidas o deterioros. Respecto de este punto, indicamos que el fiduciario, entre sus obligaciones, tiene la de custodiar los bienes que componen el patrimonio del fideicomiso financiero, así como también toda su documentación respaldatoria. Las Normas de la CNV tienen estipulaciones específicas al respecto en el artículo 24, del capítulo IV, del Título VI.

En consecuencia, no debería ser aplicable este punto a los fideicomisos financieros y, en caso de que lo fuera, sería una causal suficiente para extender la responsabilidad al patrimonio del fiduciario financiero por haber obrado con culpa o dolo.

- El artículo 182 de la Ley de Concursos y Quiebras establece que el síndico debe ser la persona encargada de procurar el cobro de los créditos adeudados al fallido y debe iniciar los juicios que correspondan al efecto. Asimismo este artículo prevé que el síndico debe contar con autorización judicial para otorgar quitas, esperas o realizar novaciones.

Consideramos que no tiene sentido que el síndico se encargue de la gestión de cobro de los bienes fideicomitidos, cuando esta es una gestión propia del fiduciario y que el mismo puede realizar sin generar los costos adicionales que generaría la participación del síndico.

Por otra parte, el proceso de cobro mediante el mecanismo dispuesto en este artículo es mucho más engorroso, burocrático y lento que si es llevado a cabo directamente por el fiduciario del fideicomiso financiero. En los distintos contratos de fideicomiso que hemos analizado, observamos que el fiduciario tiene como facultad otorgar quitas, esperas y/o realizar novaciones en pos de cobrar los créditos morosos, sin necesidad de requerir autorización a la asamblea de beneficiarios, lo que hace que la gestión de cobro sea más expeditiva.

- El artículo 184 de la Ley de Concursos y Quiebras no aplica a los fideicomisos financieros. Esto responde a que el artículo trata sobre la venta inmediata de los bienes perecederos y los fideicomisos financieros no cuentan con este tipo de bienes en su patrimonio.

- En el artículo 189 de la Ley de Concursos y Quiebras encontramos las normas sobre continuación de la explotación de la empresa. Entendemos que las mismas no son aplicables a los fideicomisos financieros por no ser aplicable a estos el mismo tratamiento que a una empresa, ya que los fideicomisos financieros no instrumentan una explotación comercial.

- El artículo 216 de la Ley de Concursos y Quiebras regula como debe ser la gestión de cobro de los créditos que conforman el patrimonio del fallido. Entendemos que esta previsión no es aplicable a los fideicomisos financieros, ya que las previsiones en tal

sentido se encuentran dispuestas en los respectivos contratos de fideicomiso. Si se aplicara este artículo a la liquidación del fideicomiso y quedara esta función en cabeza del síndico, se estaría generando un costo innecesario, y consecuentemente un perjuicio a los beneficiarios, además de que podría suceder que el síndico no seleccione una persona tan idónea como la que podría seleccionar el fiduciario (que es conocedor del activo que conforma el patrimonio fideicomitado).

- El capítulo I, del Título IV de la Ley de Concursos y Quiebras, sobre privilegios, no es de aplicación a la liquidación de los fideicomisos financieros. Como ya hemos manifestado previamente, los fideicomisos financieros tienen estrictos órdenes de prelación tanto para los gastos e impuestos como para la subordinación existente entre los diversos valores fiduciarios, lo que haría innecesario el régimen de privilegios de la Ley de Concursos y Quiebras.

V. Propuesta alternativa: nuevo articulado para el Código Civil y Comercial de la Nación.

A efectos de dejar de lado los problemas interpretativos que podrían surgir en virtud de la actual redacción del artículo 1690 del Código Civil y Comercial, y evitar que se pretenda aplicar la liquidación judicial ante supuestos de insuficiencia patrimonial en fideicomisos financieros, generando un alto nivel de litigiosidad e incurriendo en costos innecesarios que podrían tener un impacto negativo en los tenedores de los valores fiduciarios emitidos bajo los respectivos fideicomisos financieros, proponemos la siguiente redacción para el artículo 1690 del Código Civil y Comercial:

“ARTICULO 1690.- Definición. Fideicomiso financiero es el contrato de fideicomiso sujeto a las reglas precedentes, en la medida que dichas reglas no sean modificadas por lo dispuesto en las secciones 4ª, 5ª y 6ª de este capítulo, en el cual el fiduciario es una entidad financiera o una sociedad especialmente autorizada por el organismo de contralor de los mercados de valores para actuar como fiduciario financiero, y beneficiarios son los titulares de los títulos valores garantizados con los bienes transmitidos.” (Lo subrayado nos pertenece y es un agregado al artículo original)

Con esta nueva redacción, lo dispuesto por los artículos 1692, 1695 y 1696 del Código Civil y Comercial estará modificando al artículo 1687 del Código Civil y Comercial y, por ende, este último artículo no será aplicable a los fideicomisos financieros. Como consecuencia, no habrá lugar a que se interprete que, ante supuestos de insuficiencia patrimonial, la liquidación judicial del patrimonio del fideicomiso financiero es mandatoria.

VI. Conclusión: posibilidad de aplicación del nuevo articulado.

El Código Civil y Comercial derogó casi en su totalidad la Ley N° 24.441 y modificó el paradigma liquidatorio aplicable al fideicomiso, disponiendo en su artículo 1687 que, en caso de insuficiencia de los bienes fideicomitidos, su liquidación ya no se encontrará en cabeza del fiduciario, sino que se encontrará a cargo del juez competente y se realizará sobre la base de las normas previstas para el concurso y la quiebra, en lo que sea pertinente.

Dado el análisis realizado de los artículos del Código Civil y Comercial que regulan la insuficiencia del patrimonio fideicomitado, así como también de las Normas de la CNV que regulan este mismo tópico, consideramos oportuno concluir que, teniendo en cuenta las

particularidades del fideicomiso financiero, éste cuenta con un régimen normativo especial. Consecuentemente, en caso de insuficiencia del patrimonio fideicomitado de un fideicomiso financiero, no es de aplicación imperativa el régimen general aplicable al fideicomiso ordinario dispuesto por el artículo 1687 del Código Civil y Comercial, sino que resulta de aplicación el régimen especial dispuesto por los artículos 1692, 1695 y 1696 del Código Civil y Comercial y por las Normas de la CNV (para el caso de aquellos fideicomisos financieros que cuentan con oferta pública de sus valores fiduciarios). Sin embargo, ello no obsta a que en aquellos supuestos en los que al intentar aplicar el régimen normativo especial propio del fideicomiso financiero su aplicación deviniera imposible o el fiduciario considerase, actuando como buen hombre de negocios, que no es conveniente, éste solicite la aplicación del régimen normativo general y se proceda a liquidar el fideicomiso financiero judicialmente.

Basamos esta conclusión en la convicción de que las normas precedentes sobre fideicomisos son de aplicación a los fideicomisos financieros, tal como indica el artículo 1690 del Código Civil y Comercial, en la medida que no sean modificadas para el caso específico del fideicomiso financiero, y observamos que las reglas aplicables a los fideicomisos financieros dispuestas en los artículos 1692 (al disponer que el contrato de fideicomiso debe incluir las reglas para la adopción de decisiones por parte de los beneficiarios, y las mismas deben incluir las previsiones para el caso de insuficiencias o insolvencia del patrimonio fideicomitado), 1695 y 1696 del Código Civil y Comercial (al regular las asambleas de beneficiarios de los fideicomisos financieros que resuelven sobre la insuficiencia del patrimonio fideicomitado y la restructuración de los pagos a los beneficiarios, e imponerles requisitos de mayorías agravadas para la toma de decisiones)

modifican la regla establecida por el artículo 1687 del Código Civil y Comercial para el fideicomiso ordinario.

Asimismo, basamos nuestra conclusión en la casuística existente en materia de insuficiencia patrimonial de fideicomisos financieros y en el hecho de que los pocos casos existentes hayan sido solucionados satisfactoriamente sin la necesidad de recurrir a la liquidación judicial.

Por otra parte, mediante la realización de un repaso por los institutos propios de la liquidación judicial, demostramos que una liquidación judicial sería perjudicial para los inversores del fideicomiso financiero, no sólo por lo engorroso que es el proceso, sino que también porque los subordinaría (en algunos casos, aún más) en su posibilidad de cobro, ante la necesidad de hacer frente, previo a su pago, a los costos, gastos de la liquidación y otros gastos de justicia asociados a un concurso o a una quiebra.

Por último, la nueva redacción propuesta para el artículo 1690 del Código Civil y Comercial despeja cualquier duda y no deja lugar a que se interprete que, ante supuestos de insuficiencia patrimonial, la liquidación judicial del patrimonio del fideicomiso financiero es mandatoria.

VII. Bibliografía

A. Libros

- Améndola, Manuel Alejandro. 2011. *Ley de Fideicomiso Comentada*. Buenos Aires: Errepar, 1ª Ed.
- Bauzá de Pina, Dolly y Daniel Alejandro Grzona. 1999. “*Fideicomiso y derecho falencial*”. En *Tratado Teórico Práctico de fideicomiso*, dirigido por Beatriz Maury de González, 141-162. Buenos Aires: Ad-Hoc, 1ª Ed.
- Carregal, Mario A. 2008. *Fideicomiso, Teoría y Aplicación a los Negocios*. Buenos Aires: Heliasta, 1ª Ed.
- Esparza, Gustavo. 2011. “*Los privilegios en la Ley de Fideicomiso (24.441). Algunas notas para su estudio*”. En *Derecho Económico Empresarial*, dirigido por Diana Farhi y Marcelo Gebhardt, Tomo 1, 217-232. Buenos Aires: La Ley, 1ª Ed.
- Esparza, Gustavo y Luís María Fernando Games. 1997. *Fideicomiso y Concursos. Introducción a un tema complejo y problemático*. Buenos Aires: Depalma, 1ª Ed.
- Farina, Guillermo V. y Juan M. Farina. 2008. *Concurso preventivo y quiebra (Tomo 1 - Concurso preventivo)*. Buenos Aires: Astrea, 1ª Ed.
- Farina, Guillermo V. y Juan M. Farina. 2008. *Concurso preventivo y quiebra (Tomo 2 - Quiebra)*. Buenos Aires: Astrea, 1ª Ed.
- Fernández, Raymundo L. y Osvaldo R. Gómez Leo. 2004. “*Capítulo III Fideicomiso (Parte general)*”, “*Capítulo IV Fideicomiso Común (U Ordinario) (Segunda parte)*” y

“Capítulo V Fideicomisos Especiales. Fideicomiso Financiero”. En *Tratado Teórico-Práctico de Derecho Comercial*, Tomo IV, 149-283. Buenos Aires: Depalma, 1ª Ed.

- Highton, Elena I., Jorge Mosset Iturraspe, Martín E. Paolantonio y Julio Cesar Rivera. 1995. *Reformas al Derecho Privado Ley 24.441*. Buenos Aires: Rubinzal-Culzoni, 1ª Ed.

- Junyent Bas, Francisco A. y Carlos A. Molina Sandoval. 2009. *Ley de Concursos y Quiebras. Comentada (Tomo I: Arts. 1 a 76)*. Buenos Aires: Abeledo Perrot, 2ª Ed.

- Junyent Bas, Francisco A. y Carlos A. Molina Sandoval. 2009. *Ley de Concursos y Quiebras. Comentada (Tomo II: Arts. 77 a 297)*. Buenos Aires: Abeledo Perrot, 2ª Ed.

-Kenny, Mario O. 2018. “*Ley 27.440 de Financiamiento Productivo. Modificaciones en temas de fideicomiso y de cesión de créditos*”. En *Reformas del Mercado de Capitales Ley 27.440*, dirigido por Eugenio A. Bruno, 97-102. Buenos Aires: La Ley, 1ª Ed.

- Kiper, Claudio y Silvio V. Lisoprawski. 1999. *Teoría y Práctica del Fideicomiso*. Buenos Aires: Depalma, 1ª Ed.

- Kiper, Claudio y Silvio V. Lisoprawski. 2012. *Tratado de Fideicomiso (Tomo 2)*. Buenos Aires: Abeledo Perrot, 3ª Ed.

- Leiva Fernández, Luis F. P. 2017. “*Capítulo LIII Contrato de Fideicomiso*”. En *Tratado de los Contratos Parte Especial, Tomo VI*, 319-414. Buenos Aires: La Ley, 1ª Ed.

- Lisoprawski, Silvio V. 1999. “*El Fideicomiso Frente al Concurso y la Quiebra*”. En *Derecho Bancario y Financiero Moderno*, dirigido por Carlos Gustavo Gerscovich, 769-789. Buenos Aires: Ad-Hoc, 1ª Ed.

- López de Zavalía, Fernando J. 1995. *Teoría de los Contratos (Tomo 5)*. Buenos Aires: Zavalía, 1ª Ed.
- Lorenzetti, Ricardo Luis. 2000. “Capítulo XLIII – El Fideicomiso Ordinario” y “Capítulo XLIV – Fideicomisos Especiales”. En *Tratado de los Contratos*, 293-355. Santa Fe: Rubinzal-Culzoni, 1ª Ed.
- Lorenzetti, Ricardo Luis, Director. 2015. *Código Civil y Comercial de la Nación Comentado Tomo VIII*. Santa Fe: Rubinzal-Culzoni, 1ª Ed.
- Puliafito, Gladys Josefina. 1999. “Fideicomiso Financiero”. En *Tratado Teórico Práctico de Fideicomiso*, dirigido por Beatriz Maury de González, 269-320. Buenos Aires: Ad-Hoc, 1ª Ed.
- Reggiardo, Roberto Sergio. 2016. “Liquidación del Fideicomiso por Insuficiencia Patrimonial”. En *Derecho Concursal en el Código Civil y Comercial*, dirigido por Darío J. Graziabile, 459-498. Buenos Aires: Erreius, 1ª Ed.
- Villegas, Carlos Gilberto. 2005. “Capítulo X – El Contrato de Fideicomiso”. En *Contratos Mercantiles y Bancarios*, 533-604. Buenos Aires: Edición del Autor, 1ª Ed.

B. Prospectos

- Fideicomiso Financiero Best Consumer Directo III. Consultado el 12 de mayo de 2020.
<https://aif2.cnv.gov.ar/Presentations/publicview/F4541F81-9D06-4183-B7C4-C8AF7E09B822>

- Fideicomiso Financiero CCF Créditos Serie 22. Consultado el 12 de mayo de 2020.

<https://aif2.cnv.gov.ar/Presentations/publicview/20806D96-2D50-4272-A311-49EE399D2A25>

-Fideicomiso Financiero Credipaz Serie 18. Consultado el 12 de mayo de 2020.

<https://aif2.cnv.gov.ar/Presentations/publicview/16AB87AE-5A55-4BF3-AE2F-FB49EAA770BA>

- Fideicomiso Financiero Megabono Crédito 222. Consultado el 12 de mayo de 2020.

<https://aif2.cnv.gov.ar/Presentations/publicview/DD02FDB2-3C37-4CC0-9CCD-E3650C6BA994>

- Fideicomiso Financiero Secubono 198. Consultado el 12 de mayo de 2020.

<https://aif2.cnv.gov.ar/Presentations/publicview/CE160470-3C95-4F10-BBE2-BD19173E6781>

- Fideicomiso Supervielle Creditos 97. Consultado el 12 de mayo de 2020.

<https://aif2.cnv.gov.ar/Presentations/publicview/E9D2ED80-D56E-49B2-9FBF-DB5EFE11CA55>

- Fideicomiso Financiero Tarjeta Actual XXIX. Consultado el 12 de mayo de 2020.

<https://aif2.cnv.gov.ar/Presentations/publicview/BAA80486-B4C4-4D7E-92DD-96D51494B867>

-Fideicomiso Financiero Unicred Cheques VII- Consultado el 12 de mayo de 2020.

<https://aif2.cnv.gov.ar/Presentations/publicview/52FCE4FD-93D5-4C53-97F4-89F6850D076A>