

Reflexiones en torno al caso fideicomiso financiero Saturno Hogar X

Por Marcelo A. Camerini¹. Publicado en Revista de Derecho Comercial y las Obligaciones N° 237, jul/ago 2009.

Sumario: 1. Introducción. 2. Antecedentes de importancia del caso. 3. Fideicomisos financieros y valores fiduciarios. 4. La finalidad de los fideicomisos financieros. 5. Oferta pública y cotización. 6. La relación entre contrato; cesión de créditos; emisión de valores fiduciarios y negocio fiduciario. 7. La resolución con fundamento en el art. 20 de la LCQ. 8. Conclusiones.

1. Introducción

A fines del mes de abril del corriente año, más precisamente el 29-4-2010, la Sala I del Cámara de Apelaciones en lo Cámara de Apelaciones en lo Civil, Comercial, Laboral y de Minería de Neuquén, dictó Sentencia ("la Sentencia") en el expediente caratulado: *"Equity Trust Company (Argentina) S.A. s/ incidente de apelación E/A Saturno Hogar S.A. s/ concurso preventivo"*, el cual se había formado por la apelación realizada por Equity Trust Company (Argentina) S.A.² ("Equity"), contra la sentencia dictada en primera instancia en el expediente del concurso preventivo de Saturno Hogar S.A. ("Saturno"), donde el juez actuante conformó el pedido de Saturno de resolver el contrato de Fideicomiso Financiero Saturno Hogar X ("Fideicomiso X") con fundamento en el art. 20 de la Ley N° 24.522 y sus mod. ("LCQ"), hecho rechazado por Equity y motivo de su apelación en el expediente precedentemente identificado.

La Sentencia, confirmó que el Fideicomiso X se encontraba resuelto, dando fin a la controversia acerca de la existencia o no del mismo.

Por último, corresponde, señalar que la Sentencia bajo comentario, si bien encuadra correctamente la situación y la solución, desde nuestra opinión, por la importancia del tema y las implicancias que se derivan, debió tener un mejor análisis de los hechos y mayor fundamentación del derecho aplicable.

2. Antecedentes de importancia del caso

En el mes de febrero de 2008, Saturno, cedió créditos originados en sus actividades comerciales [es una cadena de negocios dedicadas a la venta de electrodomésticos, con influencia en la Patagonia (vg. provincias de Neuquén; Chubut; Río Negro y Santa Cruz)] a Banco de Galicia y Buenos Aires S.A. ("BG"), a los efectos de constituir dos fideicomisos financiero denominados: (i).- Fideicomiso Saturno Hogar VIII ("Fideicomiso VIII"), y (ii).- Fideicomiso Saturno Hogar IX

¹ Todo comentario sírvase dirigirlo a: mcamerini@tccabogados.com.ar

² Ex ABN AMRO TRUST COMPANY (ARGENTINA) S.A.

("Fideicomiso IX"), siendo ambos, series, de un programa global de fideicomisos financieros, en los cuales Saturno era el Fiduciante y BG actuaba como Fiduciario

Antes de finalizar el trámite de autorización de oferta pública y cotización de los Fideicomisos VIII y IX, se sumó al negocio Banco Santander Río S.A. ("BSR"), con la función de organizador y colocador. Ante esta nueva situación, las partes convinieron, traspasar los créditos cedidos por Saturno para la constitución de los Fideicomisos VIII y IX al nuevo Fideicomiso X a constituirse, el cual permitiría un mayor negocio fiduciario. Como contrapartida de ello, Saturno cedió mayor cantidad de créditos al Fideicomiso X y los bancos realizaron adelantos en efectivo a Saturno, a cuenta de la autorización del Fideicomiso X y la colocación de los valores fiduciario entre el público inversor.

La creación del Fideicomiso X, importaba un cambio en la estructura fiduciaria que hasta ese momento utilizaba Saturno, toda vez que si bien éste seguía como Fiduciante, BG dejaba de ser Fiduciario para pasar a ser Organizador; Colocador y Beneficiario, ocupando esa calidad Equity, actuado como colocador BSR.

Debe quedar bien claro al lector, que los valores fiduciarios del Fideicomiso X nunca fueron colocados entre el público inversor, ello por no haber cumplido el Fiduciario con el levantamiento de los condicionamientos impuesto en la Resolución aprobatoria de la oferta pública por la Comisión Nacional de Valores ("CNV") cuestión sobre la que volveremos *infra*. Aspecto por cierto, que le permitió a Saturno no completar las cesiones de los créditos comprometidos, para terminar de integrar el patrimonio fideicomitado.

La operatoria financiera acordada entre las partes, hasta el perfeccionamiento del Fideicomiso X, importó una clara desventaja para Saturno, toda vez que mientras los créditos que iba cobrando debían permanecer en una cuenta fiduciaria, y no devengaban interés alguno, los anticipos de fondos efectuados por BG y BSR generaban intereses a su favor a tasas de mercado.

Finalmente, por múltiples circunstancias, Saturno entró en cesación de pagos, lo que precipitó su concurso preventivo en febrero de 2009.

Al dictar la Resolución prevista en el art. 36 de la LCQ, en el expediente "Saturno Hogar S.A. s/ concurso preventivo" (17-11-2009), la juez actuante, ante el pedido de verificación de los siguientes tres acreedores estableció:

(1).- Declarar admisible un crédito por la suma de \$32.745.963,99, con carácter quirografario al acreedor BG. Dicho acreedor solicitó la verificación de su crédito con causa en adelantos o anticipos entregados en virtud de los Fideicomisos Financieros VIII y IX a Saturno y en su carácter de beneficiario del Fideicomiso X.

(2).- Declarar admisible un crédito por la suma de \$11.010.364,08, con carácter quirografario al acreedor BSR. La causa de dicho crédito estuvo originada en anticipos o adelantos financieros en virtud del Contrato de *Underwriter* de valores fiduciarios del Fideicomiso X.

(3).- Declarar inadmisibile el crédito del pretense acreedor Equity. Al respecto, corresponde señalar que al solicitar la verificación de su crédito, Equity, lo hizo por la suma de \$71.628.593,00 con carácter de quirografario condicional comprendiendo la suma de \$16.105.597,00 a saldo de cobranzas informadas por la concursada al fiduciario del Fideicomiso X y no depositadas en la cuenta fiduciaria con más los intereses a la tasa activa del BPN y de \$55.522 en concepto del flujo futuro de fondos estimados a la fecha de presentación en concurso que generaría la cartera de créditos no vencida que fuera cedida al Fideicomiso X determinada por el agente de control y revisión de dicho fideicomiso.

3. Fideicomisos financieros y valores fiduciarios

El fideicomiso financiero es un vehículo de inversión, que nace a partir de la celebración de un contrato sujeto a las reglas que impone la legislación vigente (Ley N° 24.441 -"LF"-) y las convenciones que alcancen las partes suscribientes (fiduciante y fiduciario), por el cual un fiduciante transfiere determinados activos en propiedad fiduciaria a un terceros (fiduciario), que es una entidad financiera o una sociedad especialmente autorizada por la CNV para actuar como fiduciario financiero, y que contra ellos, emita en forma (conjunta o indistintamente)³ dos clases de valores negociables (i).- certificados de participación y/o (ii).- títulos de deuda, que serán suscriptos por los beneficiarios (art. 19 LF)⁴.

Con el producido de los activos cedidos por el fiduciante, el fiduciario deberá atender los servicios de pago del capital y los intereses de los valores negociables fiduciarios, así como los gastos y costos del fideicomiso. Cancelados los valores negociables emitidos, todo remanente deberá ser devuelto al fiduciante o entregado al fideicomisario, según se estipule en el contrato de constitución.

Ambas clases de valores fiduciarios, podrán ser objeto de oferta pública, en los términos del art. 16 de la Ley N° 17.811, siendo la CNV la autoridad de aplicación respecto de los fideicomisos financieros⁵.

Lo primero que debe quedar despejado, es que el elemento diferenciador del fideicomiso financiero, del civil⁶ y que son:

- (a).- la posibilidad que tiene el primero de emitir valores negociables;
- (b).- la calidad profesional del fiduciario, aspecto no exigido por la LF, para los fiduciarios civiles;

³ Con esto estamos señalando que no puede considerarse fideicomiso financiero a aquel vehículo que no emita valores negociables, sin embargo, nada obsta a que el fiduciario puedan emitir certificados de participación y títulos de deuda en forma conjunta, o solo uno solo de dichos valores.

⁴ Fernando López de Zavalía, "Fideicomiso. Leasing. Letras hipotecarias. Contratos de consumisión", Ed. Zavalía, año 1996, pág. 142.

⁵ Marcelo A. Camerini, "Fideicomiso financiero", en "Tratamiento Integral del Fideicomiso" (Colección Derecho de los Mercados Financieros I) Directores: Eduardo Barreira Delfino y Marcelo A. Camerini, Ed. Ad- Hoc., año 2007, pág. 61.

⁶ Para el estudio comparado de la legislación sobre fideicomiso de Argentina; México y Panamá, ver: Gustavo A. Esparza, "El fideicomiso", Ediciones Gowa Profesionales.

(c).- la posibilidad de captación de ahorro público a través de la emisión de valores negociables fiduciarios;

(d).- que el fideicomiso financiero como vehículo de inversión que capta ahorro público, debe cumplir el control de legalidad que exige la CNV al momento de su constitución y una vez autorizado, queda bajo su fiscalización, hasta su extinción.

Respecto del fiduciante, en un fideicomiso financiero, puede ser una persona física o jurídica, que sea originante de los créditos que cede en propiedad fiduciaria al fideicomiso, o puede ser fiduciante (no originante) es decir que los ha adquirido al originante, para luego cederlos al fideicomiso financiero. Ambas prácticas son posibles, bajo la flexibilidad de la LF, así como que también es factible que concurren al contrato, cofiduciantes, es decir dos o más fiduciantes.

Del beneficiario, nos limitaremos a decir que es la persona física o jurídica, que con capacidad de ahorro, decide canalizarlo todo o una parte de ellos, a la adquisición de los valores negociables emitidos por el fiduciario.

Los certificados de participación, representan para el tenedor de los valores, el derecho de participar en los resultados derivados de la operatoria del fideicomiso⁷. Podrán dar derecho al producido de la venta de ciertos bienes operada su transformación para tal fin mediante los fondos obtenidos de sus suscriptores, u otro tipo de resultados según la naturaleza del proyecto para el cual se emitan. Implican para su tenedor la toma de riesgo del proyecto o negocio que financian los fondos entregados en contrapartida⁸.

La LF posibilita, la emisión de diversas clases de certificados de participación, que otorguen diversos derechos, aunque cada clase deberá contener los mismos derechos (vg. art. 22 LF), asimismo, la emisión puede dividirse en series⁹. Siempre los certificados de participación deberán ser emitidos exclusivamente por el fiduciario financiero¹⁰.

Por su parte, los títulos de deuda fiduciarios, representan el derecho a la devolución del capital y los intereses a su titular (beneficiario) en virtud de la obligación asumida por el emisor conforme las condiciones de emisión (vg. contrato de fideicomiso y prospecto de emisión), y que se encuentran garantizadas con el patrimonio fideicomitado, cedido en propiedad fiduciaria por el fiduciante al fiduciario¹¹.

⁷ Ver Marcelo A. Camerini obra cit., pág. 94 y ss.

⁸ Julián Martín, "Securitización, fideicomiso, fondos de inversión, leasing", Price Waterhaouse, Buenos Aires, año 1996, pág. 34.

⁹ En los fideicomisos financieros, no existe la prohibición estipulada para las obligaciones negociables ("ON") por el art. 2º de la Ley N° 23.576, que imposibilita la emisión de una nueva serie de ON, si no se encuentra totalmente suscripta la anterior.

¹⁰ Los certificados de participación, pueden adoptar cualquier forma, incluida la escritural conforme lo dispuesto por el art. 8º y conchs. de la Ley N° 23.576.

¹¹ Ver: Marcelo A. Camerini, obra cit. págs. 92 y ss.

Los títulos de deuda fiduciarios, pueden ser emitidos por: (i).- el fiduciante; (ii).- el fiduciario, o (iii).- un tercero. Lo cierto es que la incorporación del fiduciante como emisor de los valores de deuda, es una posibilidad que incorporó la reglamentación de la CNV, que contraviene la preceptuación realizada por la LF en su art. 21, que solo recepta como emisores de dichos títulos al fiduciario o terceros¹².

La emisión de valores fiduciarios forma parte del encargo fiduciario; el fiduciario no resuelve, ni efectiviza la emisión de los valores fiduciarios en función de un interés propio, sino por cuenta y en interés de terceros¹³.

4. La finalidad de los fideicomisos financieros

Hemos señalado al inicio de este trabajo, que consideramos a los fideicomisos financieros un vehículo de inversión. Si recurrimos al diccionario, veremos que la palabra vehículo tiene varias acepciones, siendo una de ellas: *“lo que sirve de transmisor o conductor de algo”*¹⁴.

En efecto, los fideicomisos financieros, son un instrumento jurídico, que por un lado canalizan activos ilíquidos (reales o creditorios) desde el fiduciante hacia el fiduciario. Por el otro, canalizan excedentes de ahorro público desde los inversores (beneficiarios), hacia el fiduciario financiero. En la conjugación de ambos movimientos, el circuito se cierra, cuando el fiduciante recibe a cambio de sus activos ilíquidos, nuevos recursos financieros para aplicar a sus negocios y los beneficiarios a cambio de sus excedentes de ahorro, reciben valores negociables con oferta pública, donde se les reconoce, no solamente el derecho a la devolución del capital, más una renta, sino a la liquidez, como forma de poder realizar la inversión antes de su amortización total. El regulador de esos canales conductores, bidireccionales es el fiduciario financiero, emisor de los valores y administrador de los activos fideicomitados.

Esto se conoce en forma más específica, como *securitización* o titulación de activos. La titulación, es un procedimiento de ingeniería financiera por el cual una persona física o jurídica, la cual es propietaria de determinados activos ilíquidos, elige alguno de los tres vehículos de inversión posibles para titular (sociedad anónima; fideicomiso financiero o fondos comunes cerrados de créditos), cediendo dichos créditos al vehículo, contra los cuales éste emite valores negociables, que son colocados entre el público inversor, sea por oferta pública o privada. Con el producido de esa colocación, se pagan los créditos cedidos por el originante y con el flujo de fondos que generan los activos cedidos se atienden los servicios de los valores negociables colocados, así como los gastos y costos que el

¹² Gladys Puliafito, “Fideicomiso financiero”, pág. 305 y ss, en “Tratado teórico práctico de fideicomiso”, Ed. Ad-Hoc., año 2002.

¹³ Mario O. Kenny, Nicolás Malumian y Gastón Fossati, “La oferta pública de valores fiduciarios y el art. 18 de la Ley N° 176.811”, El Derecho, ejemplar del 22-4-2003.

¹⁴ Diccionario Enciclopédico Larousse, año 1996, primera edición, Ed. Ediciones argentinas, pág. 1022.

vehículo de inversión demande. Es fundamental en este proceso, la homogeneidad, el plazo de duración y la tasa de interés de los activos¹⁵.

La titulización de créditos, como todo lo que proviene de la naturaleza humana, tiene marcados beneficios, pero no queda exenta de riesgos, imponiéndose que enumeremos en cada caso, de cuales son:

(a).- Beneficios:

- 1.- brinda liquidez al originante, toda vez que puede desprenderse de su cartera de activos ilíquidos, haciendo de recursos para destinarlos nuevamente a sus actividades específicas;
- 2.- logra profundizar el desarrollo del mercado de capitales, diversificando la oferta de valores negociables existentes;
- 3.- reduce el costo del financiamiento y posibilita a empresas y bancos la obtención de fondos en el mercado de capitales a menor costo que otras operaciones de crédito.

(b).- Riesgos:

- 1.- Evicción: consiste en la posibilidad de que dentro de la cartera de créditos cedidos existan vicios en su originación o instrumentación, o de fraude del transmitente, lo que puede afectar los derechos cedidos, y por consiguiente una pérdida patrimonial para el vehículo utilizado, pudiendo llegar a afectar el repago de los valores negociables emitidos;
- 2.- Mora: todo crédito tiene posibilidad cierta de que el deudor no cumpla en tiempo y forma sus obligaciones. Se advierte diferentes situaciones, según sea la mora, transitoria o definitiva. Lo determinante en un esquema de titulización es:
(i).- la determinación del nivel de la mora, cuanto mayor sea la incobrabilidad de los créditos, mayor posibilidad de no poder atender los servicios de los valores negociables emitidos; (ii).- el mecanismo de reemplazo (sustitución) de los activos en mora definitiva.
- 3.- Performance: este riesgo aparece nítido y latente, cuando la titulización tiene durante su vigencia lo que se denomina *revolving*, es decir, que la cartera de créditos cedidos que garantiza la emisión se renueva varias veces hasta la amortización total de los valores negociables emitidos, con lo cual el originante está obligado a generar nuevos créditos futuros, para ir reponiendo los que se van venciendo.

En el caso de cadenas como Saturno Hogar S.A., las cuales todos los días en sus distintos negocios venden gran cantidad de electrodomésticos, los que se abonan mayoritariamente con tarjetas de créditos y en cuotas -muchas veces con tarjetas de la propia cadena-, generando una gran cantidad de créditos, de corto, mediano y largo plazo, resulta sumamente atractivo la titulización de esos créditos vía un

¹⁵ Ver: Marcelo A. Camerini, obra cit., pág. 43; Kenny, Mario, "Titulización y fideicomiso financiero", 2ª Ed. Errepar, año 2005, pág. 1; Bollini Shaw, Carlos y Goffan, Mario, "Operaciones bursátiles y extrabursátiles", Ed. Ad-Hoc., año 2005, págs. 123; Paolantonio, Martín E., "Operaciones financieras internacionales" Ed. Rubinzal-Culzoni, año 1997, págs. 317; Hayzus, Jorge. "Fideicomisos financieros", El Derecho 158-1096; Villegas, Carlos G. "Operaciones bancarias", Ed. Rubinzal-Culzoni, año 1996, t. II, pág. 279.

fideicomiso financiero, como forma de movilizar un *stock* de activos ilíquidos, que le permitirá poder obtener liquidez y mantener el financiamiento a los consumidores, siendo un excelente negocio para el fiduciante el diferencial de tasa de interés que abona por los valores fiduciarios emitidos y la que pagan los consumidores de los electrodomésticos.

5. Oferta pública y cotización

Al respecto, corresponde que empecemos señalando que el art. 16 de la Ley N° 17.811, define el concepto de oferta pública, estableciendo que cuando un oferente (persona física o jurídica) haga una invitación general, para realizar actos jurídicos con valores negociables (en general) por algún procedimiento de difusión, deberá solicitar previamente autorización a la CNV¹⁶.

El contenido central de esta norma radica en obligar a quien desee captar ahorro público por la emisión de valores negociables, ha solicitar autorización previa a la CNV quien ejercerá el control de legalidad (no oportunidad, merito o conveniencia) sobre la emisión, como forma de proteger al público inversor, quedando de esa manera la oferta pública una vez autorizada, como regular¹⁷.

Caso contrario la oferta pública será irregular, y en caso de ser detectada por la CNV, el oferente será sumariado y sancionado por dicho organismo¹⁸.

El motivo del control de legalidad reside en establecer que la información que el oferente suministrará al público inversor, será suficiente; precisa y veraz.

La legislación comparada¹⁹ es pacífica en entender que el bien jurídico protegido es el inversor que detenta el ahorro y que puede destinarlo a la adquisición de valores negociables, sobre esa base se dictan las legislaciones que en forma homogénea ponen a cargo de sectores del Estado con competencia y facultades específicas el análisis legal de las emisiones de valores.

Pero claro, en la oferta pública lo que interesa al emisor es la autorización para la captación del ahorro público, sin embargo, el inversor pretende además del control de la legalidad de las emisiones, que haya liquidez suficiente en el

¹⁶ Marcelo A. Camerini, "La transparencia en el mercado de capitales", Ed. Ad-Hoc., año 2007, pág. 73.

¹⁷ Las ofertas pública que realice el Estado nacional; provincial; municipal; entes autárquicos y empresas del Estado, están exentas de pedir autorización a la CNV (conf. art. 19 de la Ley N° 17.811).

¹⁸ Además de las preceptuaciones de los arts. 6º, inc. a); 10; 16; 19 y conchs. de la Ley N° 17.811, el art. 36 del Dto. N° 677/01 establece que toda persona física o jurídica que intervenga en la oferta pública de valores negociables [...] sin contar con la autorización pertinente de la Comisión Nacional de Valores [...] será sancionada de conformidad con lo establecido en el art. 10 de la Ley N° 17.811 y sus modificatorias.

¹⁹ Ver: Ley N° 37/1988 del Mercado de Valores de España (mod. por Ley N° 47/2007 de 19 de diciembre); Ley del Mercado de Valores de México (30-12-2005); Ley del Mercado de Valores de Perú [(Dto. Legislativo 861) y Reglamento de oferta pública primaria y de venta de valores mobiliarios -Res. 141/98- de la CONASEV]; etc.

mercado para poder comercializar los valores negociables en el momento que desee y no tener que esperar el cumplimiento de las condiciones de emisión.

Ante esto, el emisor pide cotización de los valores negociables en los mercados de valores, tanto del lugar de la emisión, como en otros mercados locales o del exterior, siendo en definitiva los mercados de valores, los denominados mercados secundarios, que brindan liquidez a los activos que en ellos se cotizan.

La relación entre los mercados de valores y los emisores, es de carácter privado, y se rige por las disposiciones que los primeros establecen como requisitos de información a cumplir por los emisores, siendo ajena la intervención del Estado que queda reservada para la oferta pública y en su caso para la fiscalización de los mercados de valores como tales.

En definitiva, el sistema de oferta pública y cotización de valores negociables, es un doble sistema tuitivo, en donde el emisor queda sometido por propia voluntad, a brindar información al Estado y al privado.

Es lógico preguntarnos si este doble sistema, es independiente o dependiente, respecto de tener el emisor que acceder a ambos regímenes. Todo indica que lo obligatorio es contar con la autorización de oferta pública²⁰, para poder captar ahorro público, siendo la cotización independiente de esa posibilidad, la cual puede existir o no, en cuyo caso solo se privará al valor negociable que se trate de liquidez.

El acuerdo alcanzado oportunamente entre la Bolsa de Comercio de Buenos Aires ("BCBA") y la CNV²¹, permite al emisor, poder ingresar el pedido de oferta pública y cotización, indistintamente, por la BCRA o por la CNV. Si el pedido fuera ingresado por la BCBA -como habitualmente ocurre-, la BCBA luego del respectivo estudio, autorizará por medio de la Comisión de Títulos, la cotización de los valores negociables que se trate y girará el expediente a la CNV, con el carácter de precalificado, quedando supeditada la cotización a la autorización de oferta pública.

El expediente ingresa a la CNV, la cual luego del trámite respectivo, autorizará la oferta pública. Allí recién se están en condiciones de iniciar la suscripción de los valores negociables en el mercado primario.

Sin embargo, lo que habitualmente sucede es que la autorización de oferta pública, se aprueba condicionada, al cumplimiento de determinada información que no ha sido completada por el emisor durante el trámite (vg. presentación del prospecto definitivo, etc.), por lo cual el emisor no puede iniciar el proceso de colocación de

²⁰ No será obligatorio pedir autorización de oferta pública, cuando la colocación de los valores negociables se haga por oferta privada, la cual no tiene regulación alguna en Argentina.

²¹ Resolución General N° 215 de la CNV, donde se aprobó el "Convenio para la tramitación simultánea de solicitudes de oferta pública y cotización de títulos valores" suscripto entre los Presidentes de la COMISION NACIONAL DE VALORES y de la BOLSA DE COMERCIO DE BUENOS AIRES el 1° de Julio de 1992.

los valores negociables, hasta tanto no se haya levantado los condicionamientos impuestos por la CNV.

La Ley N° 24.441, establece en su art.19 que será la CNV quien tendrá la facultad para reglamentar lo que sea materia de fideicomisos financieros.

En aplicación de esta facultad, será el fiduciario financiero designado quien solicitará a la CNV la autorización de constitución del fideicomiso (aprobación del contrato²²) y la solicitud de autorización de oferta pública para los valores fiduciarios a emitir

Las normas de la CNV permiten la posibilidad de aprobar programas para la emisión de valores fiduciarios con un plazo máximo de duración de cinco años a contar desde su aprobación²³. Los programas pueden ser de varias formas, siendo su finalidad determinar reglas generales de aplicación a las Series o los fideicomisos a constituir bajo el programa, como forma de simplificar las posteriores emisiones de los valores fiduciarios²⁴. Ello no implica, que posteriormente se necesitará la autorización de la CNV para la colocación de cada Serie o fideicomiso en particular.

De los antecedentes del caso surge que el Fideicomiso X, si bien fue autorizado a realizar oferta pública de sus valores fiduciarios por la CNV, la autorización quedó condicionada al cumplimiento de determinados requisitos de información faltantes. Esta situación imposibilitaba la oferta pública y también la cotización de los valores fiduciarios del Fideicomiso X. El trámite de aprobación no había concluido, ni nunca concluyó, ya que el Fiduciario nunca pudo levantar los condicionamientos impuestos por la CNV.

Comparto con Kenny, Malumian y Fossati²⁵ que, la emisión, y en su caso la obtención y mantenimiento de las autorizaciones de oferta pública y cotización, forma parte del plexo de obligaciones del fiduciario en un fideicomiso financiero.

Por lo cual, que las partes hayan realizado contratos preliminares conducentes a la celebración de un fideicomiso financiero; que una haya cedido créditos y la otra entregado dinero, y hasta se haya montado una estructura en hechos y actos jurídicos que den la apariencia de un fideicomiso financiero, lo cierto es que nunca se alcanzó el perfeccionamiento del contrato de fideicomiso; la cesión completa de los créditos; ni la oferta pública y emisión de los valores negociables.

6. La relación entre contrato; cesión de créditos; emisión de valores fiduciarios y negocio fiduciario

²² Conf. Cap. XV, art. 11 de las Normas de la CNV.

²³ Conf. Cap. VI, art. 73 de las Normas de la CNV.

²⁴ Mario O. Kenny, "Titulización y fideicomiso financiero", Ed. Errepar, 2ª Edición, año 2002, pág. 114.

²⁵ Mario O. Kenny, Nicolás Malumian y Gastón Fossati, obra cit., pág. 1.

Como hemos vistos, en los fideicomisos financieros, la autorización de oferta pública y cotización, da lugar a la posibilidad de captar ahorro público y darle posteriormente liquidez a los valores fiduciarios emitidos, pero para ello es necesario previamente recorrer un camino obligatorio a los efectos de instrumentar el fideicomiso, volverlo operativo, es decir llegar al negocio fiduciario, momento final del proceso.

La CNV no autorizará en forma definitiva la oferta pública, hasta que el fiduciario no presente el contrato de fideicomiso en su última versión luego de otorgada la oferta pública, suscripto por el fiduciante y el fiduciario. El mercado autorregulado donde se vayan a cotizar los valores fiduciarios, solo dará cotización, una vez que la CNV lo notifique que se ha cumplido con toda la carga informativa exigida por su normativa.

Con la autorización de oferta pública definitiva, el fiduciario solicitará al fiduciante la cesión de los activos fideicomisos que garantizan el repago de los valores a emitirse. Cumplida las formalidades de las cesiones de créditos y los actos necesarios para su perfeccionamiento por el fiduciario, para que esos activos formen parte del llamado "patrimonio fideicomitado", el fiduciario dará inicio a través de los agentes colocadores designados en la emisión, al proceso de colocación en el mercado de los valores fiduciarios, cuyo importe ingresará en las cuentas especialmente abiertas por el fiduciario, titularidad del fideicomiso en los agentes colocadores, o en otra institución bancaria.

Finalizada la colocación de los valores negociables, el fiduciario, liberará los fondos recolectados en las cuentas del fideicomiso, entregándoselos al fiduciante.

En ese momento es cuando estamos en presencia del llamado "negocio fiduciario", porque se han completado todos los pasos previos y obligatorios que requiere el mencionado negocio²⁶.

Por lo cual, hasta que no se alcanza el negocio fiduciario, no hay perfeccionamiento del fideicomiso financiero en sentido integral, pueden existir actos jurídicos tendiente a alcanzar el perfeccionamiento y que pueden dar lugar a determinados derechos y obligaciones para las partes, pero ello no permite considerar que estemos en presencia de un fideicomiso financiero.

Los fideicomisos financieros, no se perfeccionan por usos y costumbres; ni por presentaciones a la CNV o a los mercados autorregulados donde pretenda cotizar; ni por inscripción en el organismo de recaudación; ni porque se hayan abierto cuentas fiduciarias, etc. Todo ello son actos preparatorios tendientes a la obtención de un fin, pero no son el fin en si mismo.

Si bien la Sentencia en su orfandad conceptual no indica ante que tipo de contratación estaban las partes con el Fideicomiso X, permitió que Saturno resolviera el contrato con fundamento en el art. 20 de la Ley N° 24.522 y sus

²⁶ Pedro M. Giraldi, "Fideicomiso" Ed. Depalma, año 1998, pág. 7 y ss.

modificatorias ("LCQ"). Para ello tuvo en cuenta, la falta de integración de la titulización y la oferta pública, junto a la posibilidad que brinda el mencionado art. 20 de la LCQ.

Resulta interesante observar que Saturno, siempre consideró que el Fideicomiso X, debía encuadrarse, como un contrato preliminar²⁷. El contrato preliminar es un contrato que solo obliga a las partes a celebrar una futura convención contractual. Este tipo de contrato se denomina también preparatorio, antecontrato o precontrato. Históricamente se discutió si la promesa es un contrato autónomo, o si simplemente es preparativo de lo que será un contrato definitivo. Hoy en día parece claro que la promesa es autónoma, por cuanto es un contrato con objeto propio (éste es el contrato futuro), y que seguirá siendo válido aunque el contrato futuro no se celebre, dando derecho a indemnización de perjuicios²⁸.

Sin embargo, la Sentencia muestra que en los hechos estamos frente a un contrato de asistencia financiera (mutuo)²⁹ por parte de los BG y BSR, garantizado con cesiones de créditos presentes y futuros. Ambos bancos adelantaron recursos a Saturno y eso constituyó un contrato en sí mismo, con independencia que posteriormente toda la operatoria se fundiera en un fideicomiso financiero, lo que al no suceder, dejó consolidado jurídicamente el mutuo como contrato cierto entre las partes, y su posterior resolución de pleno derecho ante la presentación en concurso preventivo de Saturno.

7. La resolución con fundamento en el art. 20 de la LCQ

En el derecho comparado se aprecian tres formulas para resolver los problemas que se derivan de los contratos, a partir del concurso preventivo de una de las partes, y donde hubiere prestaciones recíprocas pendientes de cumplimiento, esas posibilidades son: a).- las que los declaran a todos resueltos; b).- las que los considera automáticamente reconducidos y c).- y la que faculta al juez concursal decidir qué contratos continúan y cuáles no³⁰.

Desde esa perspectiva, nuestra legislación concursal aborda el tema en el art. 20 de la LCQ, cuya redacción es por cierto poco clara³¹, si bien en este trabajo solo analizaremos la primera parte de dicha norma, donde el legislador estableció el criterio para el mantenimiento de las contrataciones de carácter comercial, con prestaciones recíprocas pendientes.

²⁷ Atilio Alterini, "Contratos", Ed. Abeledo Perrot, año 1998, pág. 337; Mosset Iturrante y Piedecabras, "Responsabilidad precontractual", Ed. Rubinzal-Culzoni, año 2006, pág. 175; José M. Gastaldi, "Contratos" Ed. Abeledo Perrot, año 1997, pág. 208.

²⁸ Alberto Spota, "Instituciones de derecho civil. Contratos", T. II, Ed. Depalma, año 1975, págs. 1 y ss.

²⁹ Lucia Spagnolo, "Cesión de derechos en garantía de un mutuo y concurso preventivo", Conflictos actuales en Sociedades y Concursos. Coordinadores: Martín Arecha - Ariel Dasso - Ricardo Nissen - Daniel Vitolo, Ed. Ad- Hoc, año 2002, pág. 502.

³⁰ Miguel E. Rubin, "Concurso preventivo: contratos con prestaciones recíprocas pendientes: reforma de la ley 24.522", El Derecho, ejemplar del 22-8-1996.

³¹ Julio Cesar Rivera, "Instituciones de derecho comercial", t. I, Ed. Rubinzal-Culzoni Editores, año 1996, pág. 227.

En su primera parte el artículo *sub-examine*, presenta tres cuestiones diferenciales: (a).- en el primer párrafo el concursado debe identificar el contrato en curso de ejecución que desea continuar y pedir la autorización al juez concursal para ello; (b).- en el segundo párrafo, se posibilita al concursado a que autorizado a continuar con un contrato, abone el pago de lo que adeude a la contraparte, verdadera excepción al principio establecido por el art. 32 LCQ, lo que debe ser entendido como el favorecimiento a la continuidad de la empresa, principio rector del derecho falencial; y (c).- el tercer párrafo, dispone una doble opción para el cocontratante *in bonis*, optar por exigir la aplicación del art. 753 del Código Civil o bien, cuando el deudor no le hubiera comunicado la decisión de continuar con el contrato dentro de los 30 días hábiles judiciales de abierto el concurso, resolverlo.

Como vemos, el art. 20 de la LCQ, no indica en forma expresa si existe una resolución inmediata de todos los contratos celebrados y en ejecución con prestaciones recíprocas pendientes, cuando una de las parte se presenta en concurso preventivo.

La jurisprudencia en el caso: "Equital S.A. c/ Legumbres S.A. s/ cobro de pesos"³² entendió que el art. 20 no prescribía la resolución automática del contrato con prestaciones en curso. Si el deudor no hace uso de la opción de continuar con el cumplimiento del contrato, ello no significa que el mismo quede resuelto automáticamente.

Desde nuestra perspectiva, la presentación en concurso preventivo de uno de los cocontratante, con prestaciones recíprocas pendientes, deja semi-resuelto el contrato, el cual solo por decisión del deudor y previa autorización judicial puede ser continuado. Ni siquiera el deseo de continuarlo por el cocontratante *in bonis*, es posible sin la aquiescencia del deudor y la autorización del juez. Va de suyo que, ningún cocontratante *in bonis* va a continuar con sus prestaciones, si la contraparte está en concurso preventivo y no le comunica su intención de mantener la contratación.

En el caso de la Sentencia, se advierte el expreso pedido de la concursada Saturno, de resolver el contrato de financiamiento con BG y BSR con fundamento en el art. 20 de la LCQ, y que iba a finalizar, cumplidos los requisitos legales en el negocio fiduciario, del Fideicomiso X, porque como bien señala la Sentencia, carecería de sentido proseguir con un proceso tendiente a perfeccionar el negocio fiduciario cuando el fiduciante se haya en concurso preventivo, cuyo riesgo conduciría al fracaso del negocio, posición correcta, frente a las desavenencia de las partes involucradas en el proceso, y sobre todo por la imposibilidad de Saturno para hacer frente a la cesiones de créditos suficientes para garantizar el Fideicomiso X³³.

8. Conclusiones

³² Incom., Sala A, LD-Textos, citado por: Jorge D. Grispo en: "Tratado sobre la ley de concursos y quiebras", Ed. Ad-Hoc, t. 1, año 1997, pág. 310.

³³ Eduardo Favier Dubois (h), "Cuestiones generales y el caso del fideicomiso de garantía frente al concurso" El Derecho, ejemplar del 2-9-2008.

De lo antes relacionado, surgen las siguientes cuestiones para valorar:

1.- los Fideicomisos financieros, constituyen un vehículo de inversión con una doble idoneidad, por un lado permiten sacar activos ilíquidos de los fiduciantes y darles liquidez para la prosecución de sus negocios, por el otro generan valores negociables que incentivas la canalización del ahorro hacia esos activos;

2.- la oferta pública y la cotización son regímenes de sujeción especial al cual accede el fideicomiso por decisión de las partes contratantes (fiduciante y fiduciario) con una finalidad específica que es la captación y liquidez del ahorro público, siendo función indelegable y específica del fiduciario obtener ambos requisitos y mantenerlos durante la vigencia del fideicomiso;

3.- solo hay Fideicomiso Financiero en sentido integral y completo, cuando se arribó al negocio fiduciario;

4.- el concursamiento de uno de los cocontratantes, deja semi-resuelto el contrato con prestaciones reciprocas pendientes, el cual sólo puede continuar por expreso pedido del cocontratante *in malis* al juez del concurso, quien deberá autorizar su continuidad, caso contrario la resolución es tácita, salvo que como en el caso bajo análisis y por características singulares, sea necesario el pedido de resolución por parte del deudor.