

LA PRENDA DE DINERO EN EL CONTEXTO DEL FINANCIAMIENTO DE PROYECTOS

CASH COLLATERAL IN THE CONTEXT OF PROJECT FINANCE

Juan Luis Goldenberg Serrano*

RESUMEN: El presente trabajo examina la prenda de dinero como una de las principales formas de garantía en el contexto de los financiamientos de proyectos (*project finance*) en Chile, con el doble propósito de establecer su naturaleza jurídica y evaluar su eficacia práctica como mecanismo de garantía. Siguiendo los estudios sobre la materia, la figura correspondería a un acto irregular en el sentido técnico, generando una relación crediticia sometida a algunas reglas de la prenda. Sin embargo, nos parece que la garantía no recae propiamente sobre dinero sino sobre el crédito de restitución que el garante tiene contra el acreedor, lo que permite entender de mejor modo su régimen jurídico. Para ello, se analiza la operativa contractual de dos modelos empleados en la práctica chilena –prenda comercial amparada en el *Código de Comercio* y prenda sin desplazamiento bajo la Ley n.º 20190–, identificando los principales problemas jurídicos que la figura plantea, en especial, en el contexto de su ejecución.

PALABRAS CLAVE: prenda de dinero, acto irregular, financiamiento de proyectos, ejecución extrajudicial.

ABSTRACT: This paper examines cash collateral as one of the principal forms of security in the context of project finance transactions in Chile, with the dual purpose of determining its legal nature and assessing its practical effectiveness as a security mechanism. Following the doctrinal studies in the subject, the figure would constitute an irregular act in the technical sense, giving rise to a credit relationship subject to certain rules of pledge. However, we under-

* Doctor en Derecho, Universidad de Salamanca. Profesor titular del Departamento de Derecho Privado de la Pontificia Universidad Católica de Chile. Correo electrónico: jgoldenb@uc.cl

stand that the security does not properly attach money itself, but rather to the guarantor's claim for restitution against the creditor, which allows a better understanding of the applicable law. The paper analyzes the contractual operation of two models used in Chilean practice –commercial pledge under the Commercial Code and non-possessory pledge under Law No. 20,190– identifying the main legal issues raised by the figure, especially in the context of its enforcement.

KEYWORDS: pledge of money, irregular act, project finance, out of court enforcement.

INTRODUCCIÓN

El financiamiento de proyectos o *project finance* ha transformado la manera en que se estructuran las grandes inversiones en infraestructura y energía en Chile. A diferencia del crédito corporativo clásico, que descansa sobre el balance general del deudor, este modelo traslada el peso de la garantía desde el patrimonio de los patrocinadores (*sponsors*) hacia la capacidad intrínseca del proyecto para generar riqueza. En este escenario, la prenda de dinero ocupa una posición central en toda la arquitectura de las garantías en la medida en que se constituye como el mecanismo que permite capturar el activo más valioso de cualquier proyecto productivo, esto es, sus flujos de caja.

La relevancia práctica de esta figura en el mercado chileno es indiscutible dado que ha sido empleada en prácticamente todos los financiamientos de proyectos más complejos (por ejemplo, infraestructura, energía, etc.), como un mecanismo que permite asegurar que los flujos sean utilizados para la operatoria del mismo y, luego, para el pago de la deuda. Pero ella plantea profundos interrogantes dogmáticos frente a un ordenamiento civil y comercial diseñado en el siglo XIX para bienes corporales y no fungibles. Alejandro Guzmán sintetiza con precisión el problema de fondo al advertir que la prenda ordinaria supone objetos no fungibles ni consumibles, y que preñar dinero –el bien fungible por excelencia– altera de modo radical esta fisonomía, dando lugar a lo que denomina acto irregular o anómalo, en el sentido de un negocio que, siendo concebido por el sistema dogmático para recaer sobre bienes no fungibles, las partes hacen recaer sobre fungibles¹.

El presente trabajo plantea dos preguntas que pretenden ser resueltas en una aproximación general. La primera: ¿cuál es la verdadera naturaleza jurídica

¹ GUZMÁN (2013) pp. 780-781.

de la prenda de dinero en el derecho chileno? La segunda: ¿resulta eficaz como garantía frente a los desafíos de estructuración y ejecución que el *project finance* exige? La metodología empleada es analítica y sistemática: se contrasta el análisis doctrinal con la revisión de contratos de prenda de dinero utilizados en proyectos reales del mercado chileno. Para estos efectos, el artículo se estructura en las siguientes secciones:

- I) Tras esta introducción, se revisará el concepto y dinámicas del *project finance*, de modo de insertar en este el esquema de garantías.
 - II) Luego, se revisarán los caracteres generales de la prenda de dinero, descendiendo luego a los dos formatos admisibles en el derecho chileno, como son la prenda comercial y la prenda sin desplazamiento.
 - III) Y, por último, se revisarán ciertos problemas vinculados con la ejecución de este tipo de garantía.
- Todo ello para terminar con las conclusiones de rigor.

I. EL *PROJECT FINANCE* COMO CONTEXTO Y SU FORMATO GENERAL DE GARANTÍAS

Sin pretensión de exhaustividad, el *project finance* puede definirse como un mecanismo de financiamiento estructurado en que los prestamistas confían primordialmente en los flujos de caja futuros del proyecto como fuente de pago, aunque también en los activos del propio proyecto como garantía. Su viabilidad exige una rigurosa acreditación técnica, económica y financiera, pues el proyecto debe ser capaz de “pagarse a sí mismo” con sus ingresos operativos, sin recurrir al patrimonio de sus patrocinadores (*sponsors*)². Esta característica lo distingue del crédito corporativo ordinario, donde el crédito se apoya en el balance consolidado del deudor, incluyendo usuales garantías otorgadas por parte de socios y accionistas.

Aquí, en cambio, el análisis crediticio se desplaza hacia la capacidad autónoma del proyecto para generar ingresos suficientes, lo que exige modelos financieros robustos, buenas proyecciones de *cash flow* y sensibilidad frente a variables macroeconómicas (por ejemplo, tasas, tipo de cambio, demanda). En esta lógica, la estructura se suele caracterizar por un alto nivel de apalancamiento (pudiendo llegar entre un 70 % y un 90 % de deuda)³ y por la subordinación del capital (sea por tratarse de aportes o mediante el uso de pactos de subordina-

² VITO (2010) p. 227.

³ YESCOMBE (2014) p. 9.

ción), de modo que el servicio de la deuda (capital e intereses)⁴ siempre tenga prioridad por sobre cualquier distribución a los patrocinadores.

En consecuencia, la complejidad estructural del modelo radica en el denominado *ring-fencing* o aislamiento patrimonial⁵, de modo de enclaustrar los flujos y bienes que servirán para el pago o para las garantías, apartando otros activos de los patrocinadores. Desde el punto de financiero, esto permite aislar riesgos, optimizar el perfil de crédito y facilitar condiciones de financiamiento más competitivas, incluyendo condiciones financieras más favorable y tratamiento fuera de balance para los patrocinadores. La lógica subyacente es que cada riesgo (construcción, operación, demanda) debe ser asignado al agente con mayor capacidad de gestionarlo, de modo que los flujos proyectados adquieran calidad crediticia (*credit quality*).

Para lograrlo, el punto de partida consiste en la usual constitución de una “sociedad de propósito especial (o SPV, conforme a sus iniciales en inglés de *special purpose vehicle*), que opera de manera jurídica, comercial y financieramente independiente de los patrocinadores. Sin perjuicio de advertir que en un número importante de casos en los que el ordenamiento o las bases de licitación del proyecto requieren seguir esta estructura de manera imperativa, el modelo funciona de mejor modo por medio de la constitución de estos vehículos, aun no exigido por parte de la normativa, dado que el aislamiento se reconduce mediante la limitación que importa la personalidad jurídica y el principio de radical separación, por un lado, y, por el otro, las estructuras con reglas de limitación de responsabilidad⁶.

⁴ GOLDENBERG (2010) pp. 111-113. Ahí se indica: “[...] el financiador externo normalmente otorgará al deudor un monto máximo de crédito, estimado en consideración a las circunstancias normales en el desarrollo de la empresa. Pero es de ordinaria ocurrencia que, a lo largo de la realización del proyecto, surjan circunstancias que ameriten la inyección de nuevos recursos. Ello puede derivar de que han sobrevenido situaciones originalmente imprevistas, como fluctuaciones de costos, tasas de interés o tipos de cambio, exigencias adicionales del proyecto, etc., o que los flujos de caja no se ajusten a los proyectados al inicio de la operación, todos éstos, riesgos que el acreedor externo puede no estar dispuesto a financiar. El equilibrio financiero del proyecto significará que tales riesgos deben ser asignados a los inversores (*sponsors*). Por ello, es usual que éstos asuman la obligación de aportar los recursos que resulten necesarios para su correcta continuación o suplir las deficiencias de los flujos de caja (*equity cure*) [...] El financiador principal estará interesado en que su crédito siempre tenga mejor derecho al pago que la restitución de los fondos facilitados por los *sponsors*, de modo de no caer en el juego de la regla de distribución proporcional. A fin de lograr tal resultado, el financiador exigirá a los *sponsors* que los recursos sean entregados mediante aportaciones de capital, caso en el cual el efecto económico de la posposición se conseguirá tomando en cuenta que se trata de un pasivo no exigible. Aunque también admitirá la concesión de préstamos, aunque en este caso exigirá la celebración de un negocio de subordinación particular respecto a su crédito”.

⁵ YESCOMBE (2014) p. 7.

⁶ Sobre la limitación de responsabilidad en el contexto del derecho societario, véase VÁSQUEZ (2014) y GOLDENBERG (2016).

De este modo, el SPV es el núcleo jurídico-financiero del financiamiento de proyectos: se trata de una entidad creada *ad hoc*, con objeto exclusivo, para desarrollar, financiar, operar y, a su eventual término, liquidar un proyecto específico. Su racionalidad es financiera: aislar (*ring-fence*) los activos, pasivos y flujos del proyecto respecto de los patrocinadores, de modo que el riesgo crediticio se concentre en la capacidad de generación de caja del propio proyecto y no en el balance consolidado de los inversionistas. Conforme a ello, los SPV cumplen tres funciones críticas: primero, una función de enclaustramiento del riesgo, dado que, al ser una entidad independiente desde el plano jurídico, evita el contagio financiero hacia los patrocinadores y facilita el tratamiento fuera de balance. Segundo, una función de concentración contractual, puesto que todos los riesgos relevantes del proyecto se suelen distribuir mediante contratos *back-to-back*, permitiendo transformar riesgos operativos en riesgos contractuales cuantificables y, por tanto, financiables. Y, por último, una función de optimización financiera, dado que el SPV permite calibrar la estructura jerárquica de los recursos necesarios para el negocio (deuda senior, deuda de entepiso o *mezzanine* y capital), estructurar garantías sobre activos y derechos del proyecto, y diseñar obligaciones (*covenants*) alineados con ratios de cobertura (por ejemplo, una *debt service coverage ratio* o DSCR, que mide la capacidad del proyecto para cubrir la deuda en un periodo específico, y una *loan life coverage ratio* o LLCR, que mide el valor presente de los flujos futuros disponibles para el servicio de la deuda durante toda la vigencia del préstamo, en relación con el saldo de la deuda vigente).

De tal forma, los patrocinadores aportan un capital limitado y asumen riesgos acotados—confinados con frecuencia a la fase de construcción o *completion*—, de modo que, si el proyecto fracasa, los acreedores no pueden perseguir su patrimonio más allá de sus aportes efectuados al SPV. En todo caso, el juego entre el capital propio y los recursos ajenos obtenidos por medio del financiamiento externo deberá ser calculado, de modo tal de asegurar fondos suficientes para la realización del proyecto, al menos en su fase de construcción, ahí donde ambas partes querrán limitar su exposición. Sin embargo, el interés de los financistas será el que terminará por prevalecer, de modo que, de requerirse fondos adicionales, estos deberán quedar comprometidos por los patrocinadores, configurándose bajo fórmulas de aumentos de capital u otorgamiento de préstamos subordinados, en los términos explicados.

Más allá de esta estructura basal, este modelo suele exigir una densa red de contratos, por ejemplo, de suministro, de construcción bajo modalidad *engineering, procurement and construction* (EPC), de operación y mantenimiento (O&M), de venta garantizada de producción (*offtake*), entre otros. A su turno, y siempre dependiente del monto de los recursos solicitados, la dotación de recursos ajenos suele estructurarse por medio de financiamientos sindicados, que mitigan los riesgos del proyecto para los prestamistas. En efecto, la estructura de crédito

sindicado pretende tal mitigación por medio de una combinación de mecanismos contractuales y organizativos que permiten, en primer lugar, la diversificación del riesgo, al distribuir la exposición entre múltiples entidades financieras en proporción a su participación, evitando así concentraciones excesivas; en segundo lugar, la limitación individual de responsabilidad, dado que las obligaciones de los prestamistas son mancomunadas y no solidarias, de modo que cada uno solo responde hasta el monto comprometido, sin verse afectado por la eventual insolvencia de los demás; en tercer lugar, la unidad de actuación a través de agentes (de crédito y de garantías), que centraliza la administración, supervisión y ejecución del financiamiento, reduciendo costos de transacción y riesgos operativos; y, por último, la estandarización de términos y condiciones, que asegura coherencia en la relación contractual y facilita la toma de decisiones colectivas, reforzando la estabilidad del esquema frente a escenarios de incumplimiento⁷.

En este contexto, cabe advertir que el SPV carece de historial crediticio propio y no dispone de activos patrimoniales significativos más allá del proyecto mismo. Por ello, la garantía sobre los flujos operativos es la principal protección real para los prestamistas durante la vida del crédito. Esta centralidad del flujo de caja explica por qué la prenda de dinero –y no la hipoteca sobre inmuebles ni la prenda sobre maquinarias– ocupa el lugar preponderante en la estructura de garantías. Así, siendo el SPV el centro del modelo, su funcionamiento financiero descansa en la premisa: de que los ingresos generados por la operación del proyecto deben ser suficientes para cubrir, en este orden, los costos operativos, el servicio de la deuda y, en último término, la retribución de los socios. Esta prelación es la columna vertebral de la cascada de pagos (*waterfall*), bajo una estructura contractual que regula el destino de cada peso que ingresa al SPV y que interactúa con el régimen de prenda de dinero examinado en este trabajo, del modo que se explicará más adelante.

Bajo la lógica del aislamiento patrimonial, la estructura de garantías en el *project finance* abandona la garantía corporativa general y diseña un paquete integral que abarca los activos y derechos del proyecto, incluyendo prendas sobre las acciones del SPV, hipotecas sobre los inmuebles del proyecto, prendas sobre los activos muebles de alta significación, cesión (en garantía) de contratos clave y sus créditos, y prendas sobre el dinero depositado en las cuentas del proyecto. Esta última garantía, que constituye el objeto de nuestro estudio, es la que presenta mayor complejidad dogmática y mayor importancia práctica. Las otras cauciones tienen valor de liquidación limitado: la hipoteca sobre inmuebles y la prenda sobre maquinarias se liquidan en condiciones desfavorables si el pro-

⁷ Sobre esta forma de estructuración de los créditos, GOLDENBERG (2012), *passim* y, en particular, sobre la mecánica de la constitución de las garantías por medio del denominado “agente de garantías” al amparo de las reglas dispuestas en el art. 18 de la Ley n.º 20190.

yecto está en dificultades; la prenda sobre acciones depende de que existan flujos futuros positivos, de forma que existan nuevos inversionistas interesados en su adquisición; y la prenda y cesión (engarantía) sobre contratos requiere cooperación de terceros. Por ello, más que buscar un valor de realización singular, lo que se pretende es que, en caso de *default* del proyecto, los financistas tengan extensos poderes de decisión sobre su destino, incluyendo todo cuanto va desde el ejercicio del derecho a voto admitido en la prenda de acciones, hasta el desmembramiento de los activos mediante la ejecución singular de los bienes.

De ahí que el centro de atención se encuentre en el dinero depositado en cuentas. Siendo este flujo líquido *per se*, su valoración es objetiva y su realización no debería presentar mayores puntos de fricción. Así, como hemos indicado en otros trabajos, es precisamente la prenda sobre créditos dinerarios la que ofrece la mayor virtud en materia de realización extrajudicial, facilitando el pago de la deuda por medio de un mecanismo bastante expedito y carente de mayores obstáculos. No obstante, la prenda de dinero no opera de manera aislada, sino como parte integrante de un sistema contractual más amplio (la mencionada cascada o *waterfall*), que permite seguir la senda del dinero entre un conjunto de cuentas que se van destinando a diversos fines necesarios para la construcción u operación del proyecto (según la fase en que se encuentre) como, asimismo, para el pago de los créditos y la eventual distribución de utilidades para los patrocinadores.

Este mecanismo, cuyo análisis se desarrollará más adelante, canaliza los flujos de dinero que ingresan al SPV hacia cuentas específicas sometidas a control prendario, impidiendo que los fondos sean desviados por los socios a otros fines o que queden expuestos a embargos de acreedores valistas, quienes solo podrían acceder a ellos de manera residual al amparo de las reglas de prelación.

II. ALGUNOS CARACTERES RELEVANTES DE LA PRENDA DE DINERO

II.1. *Antecedentes generales*

La prenda ordinaria, regulada en el art. 2384 y siguientes del *Código Civil* y en el art. 813 y siguientes del *Código de Comercio*, constituye un derecho real sobre una cosa mueble ajena entregada al acreedor para asegurar el cumplimiento de una obligación principal. Aunque el art. 2384 del CC se limita a exigir una “cosa mueble”, sin mencionar la infungibilidad, Alejandro Guzmán demuestra que esta es un presupuesto implícito e ineludible del régimen prendario, derivado de la necesidad de hacer operativas las normas que lo componen⁸. En efecto, tal

⁸ GUZMÁN (2013) p. 781.

característica es condición necesaria para la eficacia de la prohibición de usar y disponer las cosas pignoradas (art. 2395 del CC), pues sobre fungibles esa prohibición no puede controlarse, ya que el acreedor puede disponerlos y reponerlos sin que nadie pueda saberlo; la obligación de guardar y conservar la cosa (art. 2394 del CC), que es imposible sobre bienes que no pueden individualizarse; la restitución de la *eadem res* al extinguirse la prenda (art. 2401 del CC); el ejercicio de la acción real prendaria para perseguir las cosas pignoradas frente a terceros (art. 2393 del CC) y la extinción de la prenda por destrucción completa de la cosa empeñada (art. 2406 del CC), pues solo tiene sentido respecto de bienes identificables, ya que *genera non pereunt*.

Siendo así, cuando el bien pignorado es fungible, el régimen se altera de forma radical, dando paso a lo que la doctrina denomina acto irregular. Alejandro Guzmán lo define como aquel “cuyo tipo dogmático exige, como cosa de su esencia, un objeto no fungible e inconsumible, y cuyos autor o partes, empero, lo hagan recaer sobre fungibles”⁹. Esta categoría tiene raigambre histórica: fue el comentarista medieval Paulo de Castro quien primero habló de un depósito de dinero con “naturaleza irregular”, y fue Robert Pothier quien reconoció sin ambages el *dépôt irrégulier* en la modernidad temprana¹⁰; no obstante, no comporta una categoría reconocida de manera explícita en nuestros *Códigos*, requiriendo de una reconstrucción inductiva y basada en las lógicas generales de nuestro ordenamiento.

Lo decisivo de la irregularidad es su efecto estructural: la entrega de una cosa fungible, cualesquiera sean las declaraciones de las partes, transfiere el dominio al receptor. Como explica el citado autor:

“cada vez que se celebra un acto jurídico recayente sobre fungibles con su tránsito de una parte a otra, en ningún caso el que los hace transitar puede ser considerado su dueño”¹¹,

y quien los recibe, aunque los tenga acreditados como deuda de restitución, puede usarlos, disfrutarlos y disponerlos. Esta apropiación automática no depende de ningún pacto especial de autorización de uso, sino que deriva de la fungibilidad del objeto, sin que las partes puedan alterar dicho efecto porque es consustancial a la naturaleza del negocio.

Aplicado a la prenda, este principio produce la llamada prenda irregular o anómala, caracterizada porque el pignoratario (acreedor) adquiere el dominio del dinero mediante una tradición *credendi causa*, por tanto, quedando facultado para disponer de él, y porque el pignorante (normalmente, el deudor) pier-

⁹ GUZMÁN (2016) p. 2.

¹⁰ *Op. cit.* pp. 5-6.

¹¹ *Op. cit.* p. 16.

de tal dominio y obtiene una acción personal para exigir, sujeta a la condición suspensiva del cumplimiento de la obligación principal, la restitución de un equivalente o *tantundem*¹². En este segundo aspecto, la relación crediticia generada por la prenda irregular queda sometida, en cuanto compatible con la fungibilidad del objeto, a algunas reglas de la prenda, recordando que tal transferencia de dominio no libera al negocio de su función de garantía. Así, siguiendo a Alejandro Guzmán, se aplican a este tipo de negocios la accesoriedad respecto de la obligación principal (art. 2385 del CC); la condición suspensiva en la obligación de restituir el *tantundem* cuando la deuda garantizada haya sido íntegra y oportunamente pagada; la gratuidad de la relación para el pignoratario, pues el pago de intereses reduciría la garantía en forma progresiva hasta aniquilarla; la indivisibilidad (art. 2405 del CC), de modo que mientras subsista cualquier parte impaga de la deuda, el acreedor puede retener la totalidad del dinero prendado; y el derecho de retención frente a otros créditos ciertos y líquidos del acreedor contra el mismo deudor (art. 2401, inc. 2.º del CC), bajo las reglas de la “prenda tácita”¹³.

En cambio, no se aplicarían, por no ajustarse a la naturaleza del negocio y al efecto traslativo antes señalado, la prohibición de usar y disponer (art. 2395 del CC); la pérdida del derecho de prenda por abuso (art. 2396 inc. 2.º del CC); la regla sobre riesgo de la cosa pignorada, que recae en el pignoratario, en tanto dueño de los fondos; la acción real prendaria de persecución, dado que los fungibles son inidentificables; y, lo que resulta central para la ejecución a la que pondremos atención más adelante, la prohibición del pacto comisorio (art. 2397 del CC), que Alejandro Guzmán declara

“inaplicable a la prenda irregular porque en esta el pignoratario se hace dueño desde el primer momento de los fungibles o consumibles recibidos en prenda”¹⁴.

En todos estos aspectos, el análisis del autor es suficiente para describir la prenda de dinero en efectivo, pero la práctica del *project finance* exige una capa adicional de análisis. Ello, dado que en casi totalidad de los casos que ofrece la práctica, el dinero no se entrega en forma física al acreedor, sino que se deposita en una cuenta bancaria, a nombre del deudor o del agente de garantías¹⁵. Cuando

¹² GUZMÁN (2013) p. 782.

¹³ *Op. cit.* pp. 783-785.

¹⁴ *Op. cit.* p. 785.

¹⁵ Conforme al art. 3.º del art. 18 de la Ley n.º 20190: “si la caución consistiera en prenda, la entrega de la cosa empeñada, cuando se requiera para la constitución de la garantía, se hará al agente o a quien éste designe. Las citaciones y notificaciones que de acuerdo a la ley deben practicarse respecto de los acreedores hipotecarios o prendarios, se entenderán cumplidas al efectuarse al agente”.

el banco acreedor es también el banco depositario –situación frecuente en proyectos medianos– surge una nueva dificultad dogmática: el depósito bancario irregular transfiere el dominio de los fondos al banco depositario y nadie puede tener un derecho real de prenda sobre cosa propia. En trabajos anteriores, hemos identificado este problema¹⁶, proponiendo la siguiente solución: la prenda no recae sobre las monedas o billetes físicos –que dejaron de existir como cuerpos ciertos al confundirse con el patrimonio del banco–, sino sobre el crédito de restitución que tiene el depositante (en este caso, el SPV) contra el banco depositario. En otras palabras, lo que denominamos “prenda de dinero” en lenguaje coloquial es, en rigor, una prenda sobre el derecho personal de cobro que el depositante tiene contra el banco, esto es, una prenda de créditos¹⁷.

Conforme a ello, en el caso del banco acreedor como depositario, el sistema opera de la siguiente manera: el banco recibe el pago de los fondos depositados, pero la prenda

“recaerá sobre el propio crédito que, en caso de cumplimiento de la obligación principal, el constituyente tendrá respecto al acreedor prendario para exigir el reembolso de los fondos recibidos”¹⁸.

A nuestro juicio, esta construcción explica la figura sin incurrir en la contradicción de una prenda sobre cosa propia, y permite encuadrarla en el régimen de la prenda de créditos dinerarios, con todas las consecuencias que ello apareja respecto al mecanismo de realización, que atenderemos más adelante, aunque requiere distinguir dos formas pignoraticias admitidas en el ordenamiento chileno y que ahora analizaremos.

II.2. La prenda comercial de dinero

El primer modelo utilizado en la práctica chilena se ampara en el art. 813 y siguientes del *Código de Comercio*. Opera mediante la entrega material de fondos en una cuenta bancaria controlada por un banco agente de garantías designado por los prestamistas, en los términos del art. 4.º del art. 18.º de la Ley n.º 20190. Tratándose de una prenda clásica que solo se aparta de manera incidental de aquella regulada en el *Código Civil*, la lógica del *Código de Comercio* también exige la entrega real de la cosa prendada¹⁹, y la cuenta bancaria bajo el control del banco agente satisface funcionalmente este requisito: los fondos están fuera del alcance operativo del deudor, quien no puede girarlos ni transferirlos sin la auto-

¹⁶ GOLDENBERG (2010) p. 12.

¹⁷ *Op. cit.* (2010) pp. 12-13.

¹⁸ *Op. cit.* p. 12.

¹⁹ SOMARRIVA (1943) pp. 248-249.

rización del agente. Aunque, como hemos enunciado, aquí debemos caracterizar que tal transferencia no solo implicará un desplazamiento de la tenencia, sino del dominio²⁰.

La estructuración contractual difiere según el tipo de fondos que ingresan a las cuentas prendadas. Los denominados “flujos dirigidos” son dineros con destino predeterminado –como el pago de tarifas bajo un contrato de suministro–. Estos fondos se reciben y retienen prendados hasta la fecha de vencimiento de las cuotas, evitando los llamados “costos de quiebre”, esto es, los costos financieros derivados del descalce temporal entre la recepción de fondos y el pago de las cuotas, sobre todo en materia de aplicación de intereses. Los “flujos no dirigidos”, en cambio, corresponden a los ingresos operativos regulares del SPV, que ingresan en cuentas de cobro general y deben ser prendados con cierta periodicidad. Su captura requiere de una mecánica adicional que, en la prenda comercial tiende a resolverse mediante mandatos irrevocables, de tal suerte que el agente de garantías suscribe conforme a una periodicidad o montos prefijados, un contrato de prenda (utilizando la redacción de un texto prefijado), constituyendo prenda sobre los montos depositados en una determinada cuenta para la seguridad de una obligación determinada.

II.3. La prenda sin desplazamiento de dinero

El segundo modelo, de creciente utilización en el mercado chileno, se apoya en el art. 14 de la Ley n.º 20190. Como hemos señalado, esta ley modificó el paradigma anterior al “remediar” la carencia de una figura que permitiera pignorar créditos sin privar al constituyente de su facultad de cobro, objetivo que el régimen del art. 2389 del CC, aludido también en el art. 816 del *Código de Comercio*, no satisfacía²¹.

Para los efectos del financiamiento de proyectos, una ventaja fundamental de este modelo es la posibilidad de gravar bienes futuros, consagrada en el art. 9 de la ley²². En tal caso, el contrato se celebra e inscribe en el Registro de Prendas sin Desplazamiento del Registro Civil antes de que los fondos ingresen en la cuenta del SPV, lo que permite asegurar el control prendario sobre el dinero que ingresará durante toda la vida útil del proyecto sin necesidad de perfeccionar nuevas garantías en cada oportunidad, haciendo innecesario el recurso al mandato irrevocable al que aludíamos en el apartado anterior.

Esta estructura otorga al acreedor una prioridad retroactiva. Así, el derecho real de prenda nace cuando el dinero ingresa a la cuenta, pero sus efectos

²⁰ SOMARRIVA (1943) pp. 212 y 230.

²¹ GOLDENBERG (2010) p. 3.

²² Sobre esta materia en general, GUZMÁN (2008), *passim*.

de oponibilidad y preferencia frente a terceros se retrotraen a la fecha de la inscripción registral inicial²³. El art. 25 de la ley es categórico sobre este punto, disponiendo que

“el derecho real de prenda se adquirirá, probará y conservará por la inscripción del contrato de prenda en el Registro de Prendas sin Desplazamiento”,

lo que, combinado con la retroactividad asociada a la creación de garantías sobre los bienes futuros en el art. 9.º, confiere al acreedor una posición privilegiada anterior respecto a cualquier otro acreedor que pretenda una ejecución después de la inscripción.

Para materializar la garantía sobre el dinero futuro, se suele articular un sistema de dos niveles complementarios. En primer lugar, el SPV se obliga a suscribir una “escritura de declaración” en un plazo contado desde la entrega de los dineros preñados, que tiene por objetivo dejar constancia (y, por tanto, facilitar la prueba), de la existencia de dineros o créditos preñados para los efectos del art. 9.º de la Ley de Prenda sin Desplazamiento. En segundo lugar, y para el evento en que el SPV no suscriba tal declaración de forma oportuna, se suele conferir al acreedor un mandato especial, gratuito e irrevocable, que incluye facultad de autocontratar, para que el acreedor o el agente de garantías pueda suscribir una escritura de declaración que dé cuenta de la existencia de los bienes futuros, en los mismos términos antes señalados.

Este doble mecanismo resuelve la tensión entre el principio de especialidad –que exige que el objeto del gravamen sea determinado o determinable– y la naturaleza dinámica de los saldos bancarios. Cada declaración permite acreditar con mayor facilidad el gravamen sobre el saldo específico existente en ese momento, creando una cadena ininterrumpida de prendas sobre los fondos que van ingresando. Pero, a diferencia del mandato señalado para la prenda comercial, esta estructura se ha impuesto en la práctica, no para la constitución del derecho real de prenda, que se habrá logrado mediante la inscripción registral por mérito del mentado art. 9.º, sino para meros fines de facilitación probatoria.

²³ Como expresa GUZMÁN (2008) p. 236: “así que, en realidad, el derecho no puede existir ni se adquirido antes de que lleguen a existir las cosas pignoradas como futuras; pero una vez que éstas empiecen a existir, el derecho se adquiere, no desde ese momento (como había dicho el inciso 1º), sino, como dice el inciso 2º, desde la fecha de inscripción del contrato prendario en el Registro de Prendas sin Desplazamiento, que la ley supone y permite haber tenido lugar antes. De lo cual se deduce no requerirse ni ser necesaria una nueva inscripción, que, por lo demás, la ley no pide. Esta construcción, como se ve, no resulta más que de la aplicación de la doctrina del efecto retroactivo de la condición cumplida en especie”.

II.4. La cascada de pagos: arquitectura y función

Como hemos adelantado, la prenda de dinero no opera en el vacío, sino como componente de un sistema contractual más amplio: la cascada de pagos o *waterfall*. Este mecanismo establece el orden estricto en que deben dotarse y utilizarse los fondos que ingresan al proyecto, asegurando que los ingresos cubran, primero, las necesidades operativas y el servicio de la deuda antes de retribuir a los socios. Su lógica consagra las prioridades crediticias que en el derecho corporativo ordinario solo operarían en la liquidación.

La prelación típica en los proyectos chilenos fluye así:

- i) en la cuenta de operación y mantenimiento, para los costos indispensables de funcionamiento del proyecto;
- ii) en las cuentas de reserva, entre las que destaca la *debt service reserve account* (o DSRA), que debe mantener un saldo equivalente a varios meses de servicio de deuda como colchón de liquidez frente a caídas de ingresos;
- iii) en las cuentas para el servicio de la deuda, destinadas al pago de intereses y la amortización de capital; y
- iv) en las cuentas de libre disposición, desde las cuales los socios solo pueden extraer fondos mediante pagos restringidos si se cumplen ciertos ratios financieros pactados, que tienden a estructurarse considerando una cobertura del servicio de la deuda futura limitada. Si los ratios financieros caen por debajo del mínimo pactado –configurando un evento de incumplimiento o, al menos, un nivel de alerta–, los fondos quedan retenidos en la cascada y no fluyen hacia las cuentas de libre disposición.

Ahora bien, mantener vastas sumas inmovilizadas en cuentas corrientes genera un costo de oportunidad significativo. Para evitar esa pérdida sin comprometer la liquidez ni la seguridad del acreedor, los contratos suelen autorizar la inversión de los saldos en denominadas “inversiones permitidas”, caracterizadas como instrumentos financieros de bajo riesgo y alta liquidez que cumplan criterios de calificación crediticia y plazo preestablecidos. La designación de los derechos que surgen de las inversiones como créditos y como objeto separado de la garantía confirma que, al invertirse los fondos, la prenda debe ser reemplazada: dado que deja de recaer sobre dinero depositado en cuenta (o, como hemos sostenido, sobre el crédito de restitución de esos fondos por parte de la entidad depositaria), ella debe recaer sobre el crédito de restitución derivado del instrumento de inversión en cuestión.

La forma precisa en que se constituye la garantía sobre estas inversiones dependerá de su naturaleza, pero lo relevante es que siempre pueda existir la

posibilidad de liquidación anticipada. Así, si los ingresos del proyecto son insuficientes para atender el próximo vencimiento del servicio de la deuda, el acreedor o el agente de garantías, según el caso, puede ejecutar las inversiones y aplicar los fondos al pago, sin necesidad de obtener autorización del deudor. Este mecanismo replica, en sede operativa, la imputación extrajudicial cuya justificación dogmática se examina en la sección siguiente.

III. LA EJECUCIÓN DE LA PRENDA DE DINERO

La ausencia de regulación sistemática y expresa de la prenda irregular en el ordenamiento chileno constituye el primer y más estructural desafío de la figura. El *Código Civil* fue diseñado para bienes corporales, de manera que la prenda irregular existe como construcción doctrinal, pero carece de un anclaje legislativo que defina sus efectos, su régimen de extinción y sus mecanismos de ejecución. Esta orfandad genera incertidumbre sobre la causa del contrato—¿garantía, mutuo o figura *sui generis*?—, con consecuencias tributarias, registrales y concursales. Como hemos visto, Alejandro Guzmán advierte que la infungibilidad del objeto es presupuesto implícito de normas esenciales de la prenda ordinaria, pero esta constatación no resuelve el problema de calificación positiva de la prenda irregular.

El desafío dogmático más agudo es el de la ejecución, aun cuando la cuestión se resuelve de manera más simple que lo que parece. Así, Manuel Somarriva sostiene:

“la prenda de dinero, representa la garantía máxima y más cómoda para el acreedor, porque con ella se evita el procedimiento de realización de la prenda en caso que el deudor no cumpla la obligación garantizada. En verdad está realizada de antemano”²⁴.

El tema, por tanto, se sitúa en justificar tal efecto ante la estrechez de las normas que aluden al tema.

En primer término, cabe recordar que el art. 2397 del CC prohíbe el pacto comisorio, lo que significa que el acreedor prendario no puede apropiarse del bien dado en prenda por el solo incumplimiento del deudor, sino que debe realizarlo en pública subasta. Alejandro Guzmán observa que es:

“ostensiblemente absurdo imponer al acreedor el uso del procedimiento de realización ordinario de una prenda que consiste en dinero para pagar una deuda de la misma consistencia”²⁵,

²⁴ SOMARRIVA (1943) p. 231.

²⁵ GUZMÁN (2013) p. 794.

y que la identidad entre el caso del cobro de un crédito dinerario prendado y el caso del dinero prendado “permite el funcionamiento de la analogía”: en ambos supuestos el acreedor imputa el dinero que ya es suyo a la deuda principal impaga, rindiendo cuenta por el eventual remanente²⁶

En efecto, la regla de referencia es el art. 12 del Decreto Ley n.º 776, que dispone:

“si la prenda consistiere en un crédito por suma de dinero, el acreedor prendario deberá cobrarlo a su vencimiento conforme a las reglas generales del Derecho, entendiéndose representante legal del dueño del crédito para este efecto. Las cantidades que perciba las aplicará, sin sujeción a las formalidades de los artículos anteriores, al pago de su propio crédito, si éste fuera de igual naturaleza y en seguida rendirá cuenta a su deudor. Serán aplicables en seguida las reglas del título XIII, libro III del Código de Procedimiento Civil”²⁷.

De lo anterior se sigue que, para el autor, la prenda irregular se ejecuta reteniendo el acreedor aquello que ya ingresó a su patrimonio, siempre que la obligación principal no se extinga. Si la deuda principal y la prenda recaen ambas sobre dinero –o, por extensión, sobre fungibles homogéneos– podría parecer que la vía natural es la compensación. Pero el planteamiento del autor es más fino: la compensación no opera de manera automática mientras no concurra la exigibilidad actual de ambas deudas, porque la obligación restitutoria del pignoratario está subordinada a la extinción de la deuda principal. Por eso, la ejecución no descansa técnicamente en una compensación *ipso iure* desde el inicio, sino en la idea de que, incumplida la obligación principal, el acreedor conserva para sí los fungibles ya adquiridos, quedando frustrado el nacimiento del deber de restitución en favor del pignorante²⁸.

Por nuestra parte, hemos concordado con esta solución, entendiendo que ella se asemeja al pacto marciano antes que al pacto comisorio prohibido. Su lógica es que la valoración objetiva del bien –innecesaria tratándose de dinero, cuyo valor nominal es de por sí objetivo e indiscutible– elimina el riesgo de abuso que justifica la prohibición comisorio²⁹. Conforme a ello, la ejecución de la prenda irregular comercial, en conexión con el art. 12 del Decreto Ley n.º 776, es funcional y antiformalista, desplazando el foco desde categorías clásicas (venta forzada, compensación) hacia un mecanismo autónomo de imputación directa de flujos, que opera como técnica eficiente de satisfacción del crédito. Cuando

²⁶ GUZMÁN (2013) pp. 794-795.

²⁷ MINISTERIO DE JUSTICIA (1925).

²⁸ GUZMÁN (2013) p. 793.

²⁹ GOLDENBERG (2010) p. 9.

la prenda recae sobre créditos dinerarios y el acreedor prendario recibe el pago del crédito pignorado, no estamos ante una “realización” en sentido clásico (liquidación del bien), sino ante un fenómeno de apropiación funcional del flujo. El citado art. 12 no configura una representación legal –a pesar de que esta es la referencia de la norma que justifica la recepción de los flujos por parte del acreedor– sino que reconoce que el acreedor prendario tiene un título propio derivado del derecho real de prenda para percibir el pago del crédito y, una vez verificado el incumplimiento, aplicar esas sumas al pago de su crédito garantizado sin necesidad de ejecución judicial³⁰.

El punto que aleja de la construcción propuesta por Alejandro Guzmán es que entendemos que la aplicación del art. 12 no se da por analogía, sino porque debe evitarse cualquier contradicción que pueda llevar a pensar que estamos sobre una “prenda sobre lo propio”, habida cuenta del efecto traslativo de la prenda irregular. Así, como hemos señalado, entendemos que, en este caso, en realidad, la prenda recae sobre el crédito de restitución que el constituyente tendría contra el acreedor prendario. En caso de incumplimiento, ese crédito no se hace exigible y, por tanto, la imputación opera sin necesidad de compensación; en caso de cumplimiento, el crédito emerge y se extingue la garantía³¹. Nos parece que esta construcción permite mantener coherencia dogmática y, al mismo tiempo, preservar la eficiencia económica del mecanismo, haciendo aplicable la norma antes citada sin caer en el ambiguo ejercicio de la analogía.

Ahora bien, cuando estamos frente a un supuesto de prenda sin desplazamiento, la cuestión se complejiza.

Para Alejandro Guzmán, el asunto se debe revisar a la luz de las reglas dispuestas por la Ley n.º 20190. Así, sostiene que esta regla habría renunciado a toda posibilidad de ejecución vía imputación, en los términos del art. 12 del DL n.º 776, reemplazándolo por un mecanismo de realización propio, dispuesto en el art. 31 del art. 14 de la Ley n.º 20190. En efecto, este dispone:

“tratándose de prenda sobre créditos, podrá el ejecutante pedir que el embargo se notifique por cédula al deudor del crédito pignorado, a fin que retenga y consigne en la cuenta corriente del Tribunal la suma que éste determine. La resolución deberá identificar el crédito respecto del cual se solicita el pago e incluir instrucciones para que el deudor del mismo pueda cumplir con lo ordenado”³².

El citado autor observa una contradicción entre esta norma y la que se dispone en el art. 7.º, que autoriza el pago al pignoratario, cuando se le ha notificado la

³⁰ GOLDENBERG (2010) p. 10.

³¹ *Op. cit.* p. 11.

³² GUZMÁN (2010) p. 58.

existencia de la prenda y la prohibición de pagarlo en otras manos. En consecuencia, intenta conciliar las normas del siguiente modo:

“el artículo 7° se aplicaría cuando el crédito pignorado ha vencido (como asimismo la deuda garantizada) y no se ha iniciado la ejecución; pero iniciada ésta, regiría el artículo 31, pasando a fases de embargo, retención y depósito ante el tribunal”³³.

Por nuestra parte, pensamos que esta ejecución se estructura sobre un modelo dual que pivota en la oponibilidad al deudor del crédito pignorado. Mientras la prenda no ha sido notificada ni aceptada (art. 7.°), el acreedor prendario carece de control directo sobre el flujo y debe recurrir a un mecanismo judicial de realización: solicita el embargo del crédito y su notificación al deudor para que retenga y consigne los fondos en el tribunal (art. 31). En este escenario, la ejecución no implica la necesidad de subasta, por las razones técnicas antes indicadas; si el crédito es dinerario y exigible, la lógica eficiente es la consignación y posterior pago al acreedor, evitando costos de liquidación innecesarios. En cambio, una vez que la prenda es oponible –por notificación o aceptación–, el sistema converge con la prenda ordinaria: el deudor del crédito queda obligado a pagar directamente al acreedor prendario (art. 7.°). Por ello, en caso de incumplimiento de la obligación garantizada, la ejecución se produce de forma extrajudicial mediante imputación de los fondos percibidos, conforme a idéntica lógica del art. 12 del Decreto Ley n.° 776, lo que se deduce del uso de la misma fórmula “prohibición de pagar en otras manos”, entendemos, que las del acreedor prendario.

CONCLUSIONES

La prenda de dinero constituye el tejido conectivo indispensable para el buen funcionamiento de la estructura de un *project finance*. En efecto, es el instrumento que permite capturar el flujo de caja bajo las lógicas de la garantía real, aun cuando el régimen jurídico de este tipo de cauciones dista de la completa certeza para los operadores.

Sobre la naturaleza jurídica, se ha señalado que la prenda de dinero corresponde a un acto irregular en el sentido técnico elaborado por Alejandro Guzmán, que opera como una transferencia de dominio *credendi causa* del dinero al acreedor, generando una relación crediticia sometida a algunas reglas de la prenda. A nosotros nos parece que una explicación más completa, y que evite caer en

³³ GUZMÁN (2010) p. 60.

los problemas de entender que estamos frente a una especie de prenda sobre cosa propia, es añadir que ella no recae sobre el dinero, sino sobre el crédito de restitución que tiene el acreedor prendario.

Sobre la eficacia práctica, la figura es eficiente en condiciones normales. La combinación de mandatos irrevocables, cuentas en cascada con ratios financieros y autorización para inversiones permitidas logra capturar los flujos de caja de manera continua y flexible. No obstante, ante la ausencia de un régimen jurídico más acabado, solo la ingeniería contractual puede superar las deficiencias del marco legal mediante cláusulas que anticipan los escenarios relevantes y asignan con precisión los riesgos, sobre todo explicitando los mecanismos de imputación para efectuar el pago de las obligaciones caucionadas por medio de los fondos e inversiones pignorados.

La mayor interrogante se encuentra, desde luego, en el mecanismo de ejecución. Nos parece que la solución de la imputación al pago parece sólida –y cuenta con el apoyo del art. 12 del Decreto Ley n.º 776, aplicable por vía analógica, según Alejandro Guzmán– pero carece de respaldo normativo expreso, pudiendo exponerla a cuestionamientos en sede concursal o judicial. Por ello, llegando a igual solución, nos resulta más atractiva la idea conforme a la cual seguimos en la órbita de la prenda de créditos (como hemos dicho, del “crédito de restitución”), lo que hace directamente aplicable la mentada regla del art. 12, para el caso de la prenda comercial. Por su parte, para el supuesto de la prenda sin desplazamiento, Alejandro Guzmán presenta la aparente contradicción del art. 7.º del art. 14 de la Ley n.º 20190, que admite la percepción directa del pago una vez notificado el deudor, y del art. 31 del mismo cuerpo legal, que insta por su embargo, depósito y retención, en el carácter exigible o no del crédito. A nosotros nos parece que la diferencia no se encuentra en ello, sino en si la prenda es o no oponible al deudor del crédito prendado, de modo que solo en el primer caso se admitiría una imputación paralela a la dispuesta en el art. 12 del Decreto Ley n.º 776.

BIBLIOGRAFÍA

- GOLDENBERG SERRANO, Juan Luis (2010): “Formas de perfeccionamiento y mecanismos de realización de la prenda sobre créditos”, *Revista Chilena de Derecho Privado*, n.º 14: pp. 1-28.
- GOLDENBERG SERRANO, Juan Luis (2011): *La subordinación voluntaria de créditos* (Cizur Menor, Civitas/Thomson Reuters).
- GOLDENBERG SERRANO, Juan Luis (2012): “Los créditos sindicados y las agencias de crédito y garantías en la regulación del mercado de capitales chileno”, *Revista Chilena de Derecho*, vol. 39, n.º 3: pp. 605-627.

- GOLDENBERG SERRANO, Juan Luis (2016): "Mecanismos de protección a los acreedores de una sociedad de responsabilidad limitada infracapitalizada. Análisis crítico y propuesta de solución", *Revista Chilena de Derecho Privado*, n.º 27: pp. 141-225.
- GUZMÁN BRITO, Alejandro (2008): "La prenda sin desplazamiento de cosas corporales e incorpóreas futuras", *Revista de Derecho de la Pontificia Universidad Católica de Valparaíso*, vol. XXXI: pp. 221-254.
- GUZMÁN BRITO, Alejandro (2010): "La realización de la prenda sin desplazamiento", *Revista de Derecho de la Pontificia Universidad Católica de Valparaíso*, vol. XXV: pp. 37-66.
- GUZMÁN BRITO, Alejandro (2011): "La prenda sin desplazamiento de créditos nominativos en el Derecho chileno", *Revista Chilena de Derecho Privado*, n.º 16: pp. 9-44.
- GUZMÁN BRITO, Alejandro (2013): "La prenda irregular o anómala con desplazamiento de muebles corporales en el Derecho chileno", *Revista Chilena de Derecho*, vol. 40, n.º 3: pp. 779-799.
- GUZMÁN BRITO, Alejandro (2016): *Los actos y contratos irregulares en el derecho chileno* (Santiago, Ediciones UC).
- SOMARRIVA UNDURRAGA, Manuel (1943): *Tratado de las cauciones* (Santiago, Editorial Nascimento).
- VÁSQUEZ PALMA, María Fernanda (2014): "Sobre la limitación de responsabilidad en el derecho de sociedades y su posible extensión en el contexto de la modernización", *Revista de Derecho (Valdivia)*, vol. 27, n.º 2: pp. 105-132.
- VITO RUSSO, Tomasso (2010): *Il project finance* (Nápoles/Roma, Edizione Scientifiche Italiani).
- YESCOMBE, Edward R. (2014): *Principles of project finance* (Oxford, Elsevier).

Normas

- MINISTERIO DE HACIENDA (2007): Ley 20190, introduce adecuaciones tributarias e institucionales para el fomento de la industria de capital de riesgo y continua el proceso de modernización del mercado de capitales. Disponible en www.bcn.cl/leychile/navegar?idNorma=261427&idParte=8190035&idVersion=2019-05-24 [fecha de consulta: 8 de julio de 2026].
- MINISTERIO DE JUSTICIA (1925): Decreto Ley 776. Disponible en www.bcn.cl/leychile/navegar?idNorma=242406 [fecha de consulta: 8 de julio de 2026].

