

**UNIVERSIDAD DEL CEMA  
Buenos Aires  
Argentina**

Serie  
**DOCUMENTOS DE TRABAJO**

**Área: Finanzas y Negocios**

**ANÁLISIS DE COSTOS DE AGENCIA  
Y COSTOS OCULTOS EN FIDEICOMISOS**

**Francisco María Pertierra Cánepa**

**Diciembre 2018  
Nro. 681**

**[https://ucema.edu.ar/publicaciones/doc\\_trabajo.php](https://ucema.edu.ar/publicaciones/doc_trabajo.php)  
UCEMA: Av. Córdoba 374, C1054AAP Buenos Aires, Argentina  
ISSN 1668-4575 (impreso), ISSN 1668-4583 (en línea)  
Editor: Jorge M. Streb; asistente editorial: Valeria Dowding <jae@cema.edu.ar>**



## *Análisis de Costos de Agencia y Costos Ocultos en Fideicomisos*

**Dr. Francisco María Pertierra Cánepa**

**Diciembre 2018\***

Resumen: En la práctica de la dirección de empresas observamos como una constante la aparición de situaciones imprevistas que deben ser solucionadas en emergencia para evitar daños mayores. Estas situaciones ocurren aún en contextos donde todos los aspectos del planeamiento del negocio han sido discutidos previamente. Esta realidad que ya había sido observada en las empresas organizadas como sociedades a través de los costos de agencia, no había sido analizada para las constituidas a través de contratos de fideicomiso, situación agravada en estos casos por el desconocimiento generalizado del concepto y potencialidad del fideicomiso en su aplicación a los negocios productivos. Nos propusimos estudiar la ocurrencia de los Costos de Agencia en los fideicomisos, pero además y como producto de nuestra experiencia práctica de 20 años utilizando el fideicomiso en sectores productivos como el agropecuario, el inmobiliario y el turístico, sabíamos que el desafío consistía en postular y determinar la existencia de otros costos adicionales, de más difícil conceptualización por su novedad, a los que definimos en una nueva categoría, denominándolos “Costos Ocultos”. En consecuencia y partiendo del planteo original, se organizó un trabajo científico con marco teórico y empírico para determinar la existencia de los costos de agencia en los fideicomisos y como aporte original, la identificación de los novedosos “costos ocultos”. Luego, y como aporte de valor práctico y estratégico, se pudo trabajar en el desarrollo de una estrategia preventiva para, confirmada la existencia de estos costos, minimizar su impacto a través de la planificación profesional y responsable de los proyectos.

\* Realizado sobre la Tesis Doctoral “Fideicomisos y Negocios en Argentina: Costos de Agencia y Ocultos”. Universidad del CEMA. 2009. Los puntos de vista del autor no necesariamente representan la posición de la Universidad del CEMA.

## **INTRODUCCIÓN**

Producto del uso y aplicación práctica del fideicomiso a los negocios comerciales productivos, nos resultó importante y necesario el estudio de situaciones negativas que se repetían y generaban costos no previstos, los que luego confirmamos con el estudio y análisis de los casos relevados en el trabajo de Tesis.

Algunos de estos costos tenían relación con los observados en las empresas organizadas jurídicamente bajo los tipos societarios tradicionales, como son los costos de agencia, pero no podían ser aplicados linealmente a los proyectos cuya organización tenía fundamento en un contrato de fideicomiso. Además, se detectaban muchos casos donde aparecían costos como producto de conductas o abordajes inadecuados del instrumento jurídico en consideración, el fideicomiso, o de la mala gestión del negocio en sí misma. Profundizando en el análisis de estos costos, pudimos determinar la existencia de estos costos denominados de “Agencia” en los fideicomisos pero además, logramos confirmar que existían en forma recurrente situaciones que generaban otros costos de más difícil conceptualización y que, por resultar más novedosos en su abordaje teórico-práctico, concluimos creando una nueva categoría y definiéndolos como “Costos Ocultos”.

Nos propusimos, entonces, avanzar en el conocimiento de nuestro objeto de estudio agregando las áreas de las Finanzas y el Management a las involucradas del Derecho, lo que nos permitió realizar el tratamiento integral y original del “fideicomiso y los costos de agencia”, introduciendo una nueva clasificación que denominamos “costos ocultos”.

Sabemos que la existencia de los costos de agencia se origina en la falta de alineación entre los intereses de los propietarios y los profesionales que se encargan de la gestión y conducción de los negocios de estos propietarios. La relación de agencia es un acuerdo por el que una de las partes, el principal (P), contrata a otra denominada agente (A), para que realice algún servicio en su nombre. Existen gran cantidad de relaciones de agencia en las empresas y en consecuencia muchas razones que muestran que los incentivos de los principales y los agentes no son iguales. Hay problemas de agencia cuando una vez firmado el contrato, los agentes tienen incentivos para tomar decisiones que aumenten su bienestar a costa de los principales. Estos costos de agencia, si bien han sido tratados por algunos autores para las empresas organizadas bajo esquemas societarios tradicionales, su ocurrencia en los negocios bajo fideicomisos constituye una novedad. En el caso que desarrollamos es necesario considerar que el fideicomiso se diferencia básicamente de una empresa tradicional en que la propiedad de los bienes es transmitida legalmente a un

fiduciario quien tiene por misión cumplir el objetivo preestablecido y que en confianza, le encomendaran a favor de los denominados beneficiarios.

Este hecho hace la diferencia con una empresa organizada bajo la tipología societaria tradicional donde los activos no son propiedad del manager. Pero, además, si analizamos en detalle el mercado del fideicomiso en Argentina tanto en una perspectiva histórica como coyuntural podemos detectar que, por su incidencia en los resultados siguen existiendo y apareciendo gran cantidad de conflictos innecesarios en la marcha regular de los negocios, que son muy costosos y muchas veces mal solucionados. Inclusive estos costos, ya presentados como “ocultos”, a veces alcanzan valores que limitan el resultado atractivo del negocio para los inversores y más aún, al no ser solucionados o solucionados en forma parcial debido al apuro y urgencia, van generando insatisfacciones finales para las partes lo cual termina perjudicando al instrumento en sí mismo. Buscando el origen de la relación causa-consecuencia podríamos señalar como principales factores, tanto la novedad en el uso de la figura, como la falta de estudio, difusión y docencia de la misma; la falta de profesionalismo de los actores involucrados en los negocios; la dificultad para acceder al asesoramiento de idóneos y la irresponsable generación de proyectos cuyos estudios previos de oportunidad, rentabilidad y sustentabilidad son muy pobres, en cuanto a su contenido y a su profundidad. Consecuentemente, el resultado obvio del conjunto de estos factores causales produce la aparición y existencia de determinados costos adicionales que no debieran haber ocurrido o aparecido, de haber sido considerados a la hora de planificar los negocios a emprender.

Para completar el diagnóstico, también se ve afectada la comunidad ya que todo esto produce confusión en los mensajes respecto a las bondades de la figura pues crece el descrédito sobre la misma en lugar de asignarle las culpas a los recursos humanos intervinientes, ya sea producto de la imprevisibilidad en el planeamiento de los negocios, de la ausencia del correcto asesoramiento para disminuir los costos o directamente de intenciones contrarias a la ética y buen espíritu de los negocios comerciales.

Lo anterior constituye el contenido central y marco del problema observado. Sobre esa base, establecimos una serie de hipótesis que este trabajo pretende demostrar.

1. Postulamos que existen costos de agencia en los fideicomisos y, más específicamente, en tanto aporte original a la discusión científica, postulamos la existencia de una nueva denominación de costos a los que llamamos “ocultos” en los negocios estructurados bajo contratos de fideicomiso.

2. Sostenemos que estos costos tienen diferente incidencia en los fideicomisos financieros respecto a los ordinarios y que podrían ser minimizados de ser considerados y estudiados profesional y responsablemente, en etapas previas de planificación, llegando hasta el start-up de los proyectos.
3. Pretendemos, a modo de aporte de valor, confirmar que de haber sido evaluados en esa etapa previa e incorporados sinérgicamente en la redacción de los contratos de fideicomiso, la anticipación en su tratamiento y control permitiría eficientizar la marcha de los proyectos generando una mejor gestión y rentabilidad de los mismos.

### **Metodología**

Consideramos pertinente el diseño de una investigación de carácter exploratorio a desarrollar en el marco de una investigación empírica de carácter cualitativa. Tal investigación tuvo como finalidad la operacionalización de las variables que hacen a los costos de agencia y a los costos ocultos del fideicomiso.

Para ello, diseñamos una entrevista estructurada y un cuestionario. Administramos ambos instrumentos a una muestra de 35 referentes del mercado, abarcando los niveles profesional, académico, empresarial y de desarrolladores de negocios en Argentina.

La muestra quedó finalmente conformada por los 35 referentes evaluados, luego de una selección más ajustada entre los 80 primeros. Tal selección se sustentó en un criterio de representatividad acorde a sus antecedentes curriculares relativos a una más vasta experiencia y conocimiento teórico-práctico.

La entrevista fue implementada como herramienta de primera aproximación y de exploración general con respecto a los mencionados costos de agencia y costos ocultos del fideicomiso.

Estructuramos tal entrevista con una serie de preguntas enmarcadas en tres momentos: a) exploratorio de la muestra e introductoria a los conceptos a evaluar,

b) de evaluación de los aspectos específicos que hacen a los costos (ocurrencia de los costos, su minimización, incidencia sobre los FF u FO y su anticipación para una mayor eficiencia del fideicomiso),

c) ampliatorio a ciertos aspectos jurídicos a evaluar, aunque sin ser éstos objeto de estudio específico, según las hipótesis planteadas en el presente trabajo. Estos aspectos harán a la discusión de nuevas líneas de investigación a futuro.

Luego de realizado el screening, administramos el cuestionario, como herramienta de mayor precisión y análisis para caracterizar la ocurrencia de los costos ocultos más específicamente, ya que es el tema que mayor interés nos presenta. A través del mismo, indagamos la importancia (alta, media o baja) y la etapa en que se podrían minimizar los costos (start-up, durante o cuando ocurren). Ello, acotando las respuestas a cada una de las 10 variables que consideramos de ingerencia en el surgimiento de los costos analizados. Desglosando tales variables, las mencionamos a continuación, ya que fueron aquellas a contrastar en el cuestionario:

- 1) Imposición de profesionales (fiduciario / operador / organizador / asesores legales-fiscales, etc.) por parte del fiduciante - originante del negocio,
- 2) Discusiones que generan distanciamientos, pérdidas de tiempo y desconfianza,
- 3) Roles mal definidos y falta de actitud para ejercerlos,
- 4) Modificaciones en los contratos que implican posteriores addendas,
- 5) Liquidación del fideicomiso,
- 6) Incumplimientos en los compromisos de aportes por los fiduciantes,
- 7) Costos de litigios que debe iniciar el fiduciario acorde a su rol,
- 8) Costos de control,
- 9) Sustitución del fiduciario,
- 10) Discrecionalidad y/o derroche por el fiduciario.

Cabe señalar que la encuesta presentaba un tercer aspecto que no fue referido por ninguno de los encuestados. En dicho punto indagábamos la posibilidad de cuantificar los costos evaluados con respecto a los montos involucrados en el patrimonio fideicomitado, con respecto a los gastos iniciales y/u honorarios de estructuración o respecto de los honorarios del fiduciario, acorde a lo que más adecuado considerara cada uno de los entrevistados. En este punto, la falta de respuesta y/o mención al respecto fue analizada por su omisión.

Los resultados obtenidos, tanto de la entrevista como del cuestionario, se procesaron a modo cualitativo, presentándolos con criterios de porcentajes, de modo de poder cuantificar las respuestas y responder a las hipótesis planteadas.

Será, entonces, en la Parte IV que retomaremos lo evaluado en nuestro trabajo de campo, luego de hacer un recorrido teórico de lo estudiado hasta el presente con respecto a la figura del fideicomiso y de aquellos aspectos relacionados a esta, que tienen pertinencia e incidencia en el tratamiento de nuestro objeto de estudio.

## **EL FIDEICOMISO**

Remontándonos a su génesis la palabra fideicomiso que proviene del latín, fideicomisum, significa “confianza”. Esta confianza que tiene base en la fe y el conocimiento, se traduce en un encargo que una persona le hace a otra y que se plasma en un contrato de carácter jurídico. Por lo tanto de esto se deduce que el valor fundamental de este contrato estará dado por su contenido, el cual a su vez dependerá de las características del encargo realizado por una de las partes a la otra, que son quienes acuerdan los términos del documento.

Etimológicamente fideicomiso proviene de la conjunción de las palabras en latín fides y comittere. Fides significa confianza, y comittere se puede asimilar al concepto de encargar o comisionar a una persona en la que se deposita ese encargo; es decir significaría “depositar confianza en alguien para determinada tarea”.

El fideicomiso podría ser caracterizado como el instrumento que permite respaldar un negocio efectivamente por medio de una persona que transmite la propiedad fiduciaria de ciertos bienes a otra parte o persona, para que sean destinados a una finalidad determinada. Estas partes son los denominados fiduciante y fiduciario quienes firman el contrato para cumplimentar de la manera más eficiente posible los objetivos enunciados en su redacción, con la finalidad de que su accionar esté reglado y se desarrolle en favor de los beneficiarios del contrato.

De este concepto pueden desprenderse sus dos características fundamentales que consisten en, una, la transferencia de la propiedad y la otra en el encargo de confianza a la persona que se le transmite la propiedad de los bienes para que cumpla la finalidad que le ha sido impuesta por el fiduciante<sup>1</sup>.

Es importante destacar que el fideicomiso no constituye un fin en sí mismo, sino que es el instrumento utilizado para otorgar mayores seguridades jurídicas y garantías a una operación o negocio. Por lo tanto el fin es el negocio subyacente mientras que el fideicomiso es simplemente el medio utilizado. Es decir toda la flexibilidad y la aplicación de las ventajas que permite la figura estarán dadas por la calidad del contenido desarrollado y explicitado en el contrato a firmar entre las dos partes.

Analicemos ahora algunas características particulares que merecen especial atención y que nos permiten identificar a un contrato de fideicomiso.

<sup>1</sup> Pertierra Cánepa, Francisco M. “Fundamentos del Fideicomiso”, Notas de clase, Cátedra de Fideicomisos y Securitización. Master de Finanzas. Bs. As. Universidad del CEMA. 2006.



- Patrimonio especial: es el que se forma y está separado del propio del fiduciario y del propio del fiduciante. Esto tiene su correlato en el artículo 14 de la ley por el cual el fiduciario deberá utilizar este patrimonio que se ha formado para el fin por el cual se ha constituido como tal en el fideicomiso.
- Información contable separada: a raíz del criterio anterior surge previsto por el artículo 14 de la ley que habla del patrimonio separado, por lo tanto se hace necesario llevar una contabilidad separada para el fideicomiso de manera de facilitar su administración y presentación de información ante terceros.
- Sujeto impositivo: vemos que el artículo 6 de la ley 24.441 nos dice que “el fiduciario deberá cumplir con las obligaciones impuestas por la ley o la convención...”. Esto pareciera complicar el análisis ya que el fideicomiso por ser un contrato no tiene personería jurídica. Pero a los efectos impositivos y como consecuencia de llevar la información y contabilidad en forma separada, el fiduciario quien representa legalmente al fideicomiso, deberá tramitar ante la AFIP una clave única de identificación tributaria, denominada CUIT.

Ahora bien, en general las leyes impositivas diferencian en lo que hace a la transmisión del dominio entre las partes, a dos tipos de transferencias acorde con el espíritu que motiva la misma y pueden ser, por un lado que se realice y origine a título gratuito y por otro, que sea a título oneroso. Es decir, que haya o no “contraprestación” entre el que da y el que recibe un bien. En el caso del fideicomiso la doctrina entiende la especialidad y se refiere a una transmisión fiduciaria como aquella que únicamente se da entre las partes a título de confianza. Esto implica que el espíritu generador de todo el proceso es *la confianza* que vincula a las dos personas involucradas y la fuerza de esto, es algo privado, subjetivo y ligado con lazos muy fuertes a lo emocional.

Es pertinente enumerar una serie de características específicas que tiene el contrato de fideicomiso, que le dan su carácter tan particular y flexible:

- Es bilateral: por cuanto hay obligaciones recíprocas entre dos partes que son las que firman el contrato. Una es la de entregar la propiedad fiduciaria por parte del fiduciante y la otra es la de cumplir con el encargo realizado por parte del fiduciario. Solamente podemos dar como excepción el caso del fideicomiso testamentario ya que nuestra ley regula su constitución como un acto unilateral.

- Es oneroso o gratuito: tal como explicamos, jurídicamente la transferencia es a título de confianza y el carácter del contrato, dependerá si el fiduciario recibe o no una contraprestación comercial por la ejecución del encargo que le realizaron. En principio la ley lo presume oneroso, salvo que se haya pactado lo contrario.
- Es conmutativo: y lo es porque las partes, fiduciante y fiduciario, saben previamente y de antemano cuales serán las prestaciones que deberán cumplir cada uno, tal como hayan sido acordadas..
- Es consensual: porque no es necesaria la tradición para la existencia del contrato de fideicomiso (art. 4º inc. a).
- Es formal: porque existen contenidos obligatorios del contrato que están plasmados en diferentes artículos de la ley, como el 4º de la ley 24.441. Además es formal también porque surgen pautas formales de otros artículos como el caso del n. 12 y del n. 13.
- Es nominado: lo es a partir de la sanción de la ley 24.441 del año 1995.
- Es de cumplimiento diferido, sucesivo o periódico: esto será para cualquiera de esas opciones según haya plazo o condición de por medio, y dependerá también del encargo del fiduciante.
- Es accesorio: porque el fideicomiso es simplemente el vehículo para concretar un acto jurídico subyacente.
- Foco y especificidad: ya que se asegura el destino de los recursos puesto que por contrato está dirigido a determinadas acciones para un negocio específico. Además la participación de una o más personas o entidades que actúan como agentes exclusivos de recaudación y pago, como es el fiduciario, dificulta el desvío de bienes o fondos, respecto de lo establecido en el contrato. Tanto el fiduciario como los actores delegados por él, deben cumplir con la encomienda efectuada en el contrato con la prudencia y diligencia de un buen hombre de negocios que actúa sobre la base de la confianza depositado en él.
- Tiene mayor certeza de flujo: ya que otra de las características ventajosas es otorgar una certeza en la provisión de fondos debido a la correcta planificación previa posible, pero aclarando que esto también depende de la evolución del negocio y sus riesgos.
- Planificación adecuada a los compromisos: ya que permite coordinar los vencimientos de pagos e inversiones con los compromisos adquiridos. Para esto es fundamental que al realizar un plan de negocio se puedan armar presupuestaciones y escenarios de manera de planificar los ingresos para aplicarlos a los pagos.

En el caso de los fideicomisos financieros y a diferencia de los ordinarios, poseen un tratamiento diferenciado para las obligaciones del fideicomiso respecto de los beneficiarios, que serían los acreedores. En los FF las obligaciones se instrumentan bajo la forma títulos valores denominados valores representativos de deuda y certificados de participación. Estos son títulos valores o “securities” y pueden tener diversos grados de privilegio o subordinación para su cobro, ya que como todo security su valor depende del riesgo que posee. En el caso de los instrumentos con mayor privilegio y por ende menor riesgo, se colocan entre los inversores; mientras que los de menor privilegio pero mayor riesgo debido a que su cancelación acompaña plazos mayores relacionados con el proyecto subyacente, pueden ser atractivos no solo para inversores sino también para los mismos fiduciantes, que originan el negocio.

- Es un escudo de protección indestructible: pues permite crear una protección total sobre los activos involucrados en el fondo fiduciario constituido, con excepción de los acreedores del fideicomiso. Esto es clave ya que los embargos que pudieran sufrir los fiduciantes o fiduciarios no pueden alcanzar ni tener acción sobre los bienes fideicomitados, es decir aquellos incluidos en el contrato, debido a la separación patrimonial que se realiza. Por supuesto vale repetir que ese escudo no tiene validez ni poder ante responsabilidades propias, dentro de la marcha de ese fideicomiso.

## **COSTOS DE AGENCIA Y COSTOS OCULTOS**

Si pensamos en la posibilidad de desarrollar actividades en forma efectiva pero sin la necesidad de considerar la participación de otras personas como parte del proyecto, podemos inferir que el resultado dependerá exclusivamente de nuestra capacidad y del esfuerzo puesto en juego por nosotros mismos. Pero la realidad nos demuestra que rara vez en las actividades económicas y comerciales esto se puede lograr en forma individual, ya que los proyectos necesitan de la interacción de personas y en lo posible y con mayor beneficio, de equipos de trabajo; además en la medida que los negocios se van convirtiendo en prósperos y crecientes se vuelven más complejos y necesitan de mayor especialización y recursos, por lo cual hay que incluir necesariamente la colaboración de otras personas en forma adicional y estratégica.

Concretado esto, se genera una relación social y de trabajo entre quienes inexorablemente comparten intereses dentro del proyecto pero que a la vez, hay que entenderlo, tienen otros intereses que pueden ser disímiles o no estar alineados con los comunes. Es decir que en

estas relaciones encontramos dos posiciones claramente identificadas, con puntos de contacto afines y que podemos definir como la del dueño y/o fundador y la del experto profesional contratado. A estas dos posiciones y a su relación, las denominamos en la teoría como la “relación entre el Principal y el Agente”.

Esto implica que el profesional contratado, el agente, es convocado para que aplicando sus talentos pueda llevar al éxito fielmente los objetivos del principal, recibiendo una retribución o paga por ello. A esto podemos agregar que lo lógico y aconsejable es que dicha retribución esté bien relacionada y sea acorde a los talentos del agente involucrado. De esta interacción se desprende que entre ambos se va a generar una serie de relaciones, que en algunos casos pueden originar conflictos a los cuales denominamos “problemas de agencia”.

En consecuencia resulta como un punto de fundamental importancia que las acciones focalizadas en elegir a las personas adecuadas para colaborar en las tareas, serán uno de los procesos básicos para construir y lograr los objetivos prefijados. Por otra parte estas personas elegidas deberían estar altamente motivadas y compenetradas con el proyecto para dar lo mejor de si en pos del cumplimiento de los objetivos. Pero es necesario aclarar que estas relaciones se concretan siempre en un marco donde la información que tienen o consiguen las partes esa asimétrica, lo cual implica que no es la misma o no es similar; y en el caso del principal además, generalmente no solo tiene conocimientos limitados sobre los candidatos a seleccionar sino que también debe comprender y asumir que su capacidad práctica de control efectivo sobre el desenvolvimiento de los mismos, también va a ser y estar limitada.

Estas diferencias de información en la relación entre las partes originan costos y específicamente, los que son objeto de este estudio, los de Agencia y los Ocultos. Sabemos que los costos de agencia han sido tratados por algunos autores desde la década del 60' pero dentro del marco de las organizaciones convencionales.

Entonces podemos iniciar el abordaje al tema recurriendo a esos trabajos y definiendo los costos de Agencia “como aquellos que surgen por la dispar alineación entre los intereses de los propietarios en su rol de accionistas y los del management en su rol de ejecutivos-administradores”.

En cuanto a introducir los costos Ocultos no encontramos autores que lo hubieran tratado en profundidad, salvo alguna aproximación desde los costos “residuales” como se hace mención en un trabajo de Jensen. Por lo tanto en el presente trabajo innovamos al respecto

y los definimos como **“aquellos costos no previstos que pueden surgir como consecuencia de la falta de idoneidad de los participantes, de la urgencia y la escasa o nula planificación profesional de los proyectos, pero también como producto del desconocimiento práctico de las actividades y problemas que implican la ejecución activa de los negocios, o de la imprevisión y el excesivo optimismo respecto a la evolución positiva de cada emprendimiento”**<sup>2</sup>.

Ahora bien si a estos costos intentamos relacionarlos con el fideicomiso, nos encontramos que estamos ante un caso de análisis original, puesto que esta relación no ha sido abordada, al menos, no en profundidad.

Si investigamos los costos de agencia en el fideicomiso podemos encontrar que a diferencia de los tipos societarios aplicados tradicionalmente como base de la organización jurídica de los proyectos, en el fideicomiso se presenta una característica original puesto que se puede dar la ocurrencia de costos de agencia en dos líneas o niveles simultáneos acorde a como se integran las partes y sujetos del instrumento jurídico fideicomiso: se pueden dar entre fiduciante / s y fiduciario pero también, dadas las características particulares, entre fiduciario y beneficiarios.

#### **Relevamiento de campo. Resultados.**

Así pues, definidos los costos de agencia y los más novedosos que denominamos costos ocultos, ajustamos los objetivos de nuestra investigación de campo acorde a los problemas encontrados. Dados los enunciados de las hipótesis planteadas originalmente, nos abocamos al diseño metodológico. Definimos las variables a estudiar en cuanto a la ocurrencia de los costos de agencia y los costos ocultos. Nos ocupamos de operacionalizar tales variables, identificando los ítems que hacen a la caracterización de tales costos. Estudiamos entonces su ocurrencia y caracterización a través del diseño de dos instrumentos de exploración: el primero fue una “entrevista en profundidad” como primera investigación sobre ambos costos, y el segundo fue un “cuestionario” para la profundización en el caso de los costos ocultos que definimos. Para ambas herramientas, las administramos a una muestra (n=35) que consideramos representativa por estar compuesta por referentes que fueron seleccionados por la jerarquía de sus antecedentes y condiciones curriculares, y además por ser pertenecientes a los ámbitos involucrados en la

<sup>2</sup> Pertierra Cánepa, Francisco María, “Costos no previstos en los fideicomisos”, Cuadernillo de clases, Cátedra de Fideicomisos, Master de Finanzas, Argentina, CEMA. 2008

industria del fideicomiso que incluyen las áreas empresariales, académicas, institucionales, gubernamentales y profesionales.

Una vez concluido el campo, nos abocamos a la meticulosa tarea de ordenar los resultados de acuerdo a lo obtenido a través de cada una de las dos herramientas metodológicas, según las hipótesis planteadas al inicio.

Es necesario establecer un breve paréntesis antes de profundizar en el desarrollo del campo para remarcar que el objetivo del trabajo de Tesis implica analizar las posibilidades y bondades del instrumento en una visión positiva y genérica, por lo cual no nos interesa extendernos a casos particulares donde el accionar de las partes del contrato de fideicomiso y / o sus operadores pueden ser, intencional o negligentemente, responsables de conflictos causados a contrario del sistema legal establecido e imperante en Argentina.

Aclarado esto, luego y por consiguiente, podemos establecer los resultados procesados de la entrevista realizada donde surge lo siguiente :

a) en cuanto a la ocurrencia de los costos en los fideicomisos:

- el 100 % de los entrevistados responde que sí ocurren los costos de agencia;
- el 93 % responde que sí ocurren los costos ocultos.

b) en cuanto a la incidencia de los costos sobre los FF y los FO:

- el 100 % responde que sí inciden los costos de agencia en los FF;
- el 86 % responde que los costos de agencia son de baja incidencia en los FF;
- el 77 % responde que los costos ocultos son de mayor incidencia en los FO.

En este punto surge un dato particular, que hace a que el 7% de los entrevistados hace referencia a que los costos de agencia no ocurren en los fideicomisos de garantía. Además se observa que:

- el 7 % responde que no ocurren costos ocultos en FF si las partes y sus asesores son idóneos;
- el 100 % responde que ocurren costos ocultos en los FO.

c) en cuanto a la posibilidad de minimizar los costos en etapas previas al start-up:

- el 86 % responde que sí es posible minimizar los costos de agencia en esta etapa;
- el 100 % responde que se deben minimizar los costos ocultos en esta etapa, y mediante el apoyo de asesores idóneos.

d) en cuanto a la mayor eficiencia que se genera en los proyectos a través de la anticipación e incorporación de aquello que hace a los costos en los contratos de fideicomiso:

- el 100 % responde que sí se puede lograr en relación a los costos de agencia;
- el 100 % también responde que sí se puede lograr en relación a los costos ocultos.

Podemos además establecer que finalmente los ejemplos mencionados por los entrevistados durante las conversaciones, proporcionaron la ocasión para realizar una tipificación de los mismos, enmarcada ésta en base a la revisión teórica realizada y a la práctica profesional del autor de este trabajo de Tesis.

Así resulta que podemos tipificar los “costos de agencia” en los siguientes casos:

- 1) Costos de contratación: son costos profesionales innecesarios producto de la discrecionalidad y poder de una de las partes;
- 2) Monitoring: son los esfuerzos dedicados al control entre las partes;
- 3) Gastos de representación no cuantificados: que surgen como producto del desarrollo de las actividades y son muy difíciles de corroborar;
- 4) Gastos de mayor magnitud al promedio de mercado: lo cual puede ser más fácilmente medible pero para ello hay que dedicar tiempo y esfuerzo; pero además obligan a la contra argumentación y la defensa;
- 5) Costos por designaciones y beneficios en base al “amiguismo”: hay dos alternativas principales donde se comprueba esto, una consiste en que en los momentos cruciales de un proyecto estos designados pueden demostrar no tener la idoneidad requerida, y otra es que al momento de la selección y formación de equipos, su designación excluye a recursos que son mejores candidatos desde los profesional, técnico y / o humano;
- 6) Escala óptima del negocio: hay veces que los managers (agente) no quieren redimensionar el tamaño de los negocios que controlan al óptimo, para no ver reducido su poder y / o sus beneficios.
- 7) Pago de sobrepagos: lo cual muchas veces es de muy difícil validación;
- 8) Costos por mal desempeño (residuales): que producen conflictos, desatenciones, pérdidas de energía y tiempos entre otros lo cual afecta en mayor o menor medida al proyecto;
- 9) Asignaciones de premios y castigos. Ascensos no merecidos. Bonding: esto es fácilmente comprobable analizando una muestra ex – post, pero a veces es de muy difícil detección en casos puntuales y al momento de la ocurrencia;

10) Proyectos elegidos por los managers, de mayor riesgo al deseado por los propietarios: lo cual muchas veces no está explicitado o comunicado correctamente y surge al amparo de una asimetría de información. Además puede suceder que el poder otorgado para la toma de decisiones tiene como resultado el avance y concreción de estos proyectos, los cuales luego son informados, es decir a posteriori de la concreción.

Ahora bien, investigando en los costos más novedosos producto del análisis de los resultados del cuestionario diseñado, en tanto segundo momento de estudio para la profundización de la ocurrencia y caracterización de las 10 variables que hacen a los costos ocultos, podemos establecer el siguiente procesamiento expuesto acorde con las respuestas donde surge que:

1) en cuanto a la imposición de profesionales (fiduciario / operador / organizador / asesores legales - fiscales, etc.) por parte del fiduciante - originante del negocio:

- el 14 % respondió que la importancia de los costos es alta y conviene minimizarlos al start – up,

- el 79 % respondió que la importancia es baja y el momento de minimizarlos es el start – up,

- 7 % respondió que la importancia es alta y que hay dos momentos para minimizarlos: el start-up y durante el negocio.

2) en cuanto a las discusiones que generan distanciamientos, pérdidas de tiempo y desconfianza:

- el 14 % respondió que la importancia de los costos es alta y hay que minimizarlos cuando ocurren,

- el 50 % respondió que la importancia es baja y hay que minimizarlos cuando ocurren,

- el 36 % opinó que la importancia es media y hay que minimizarlos cuando ocurren.

3) en cuanto a los roles mal definidos y falta de actitud para ejercerlos:

- el 43 % respondió que la importancia de los costos es alta,

- el 36 % respondió que la importancia es media y que hay que minimizarlos cuando ocurren,



- el 21 % opinó que la importancia es baja y que hay que minimizarlos cuando ocurren
- 4) en cuanto a las modificaciones en los contratos que implican posteriores addendas:
- el 28.5 % respondió que la importancia de los costos es baja al momento del start - up,
  - el 28.5 % respondió que la importancia es media y la etapa en la cual minimizarlos es el start - up,
  - el 43 % opinó que la importancia es alta y que conviene minimizar todo esto, durante el proceso previo al start – up.
- 5) en cuanto a la liquidación del fideicomiso:
- el 14 % respondió que la importancia de los costos es alta,
  - el 57 % respondió que la importancia es media y que debe ser minimizada contemplando esto en la etapa previa al start –up,
  - el 29 % opinó que la importancia es baja
- 6) en cuanto a los incumplimientos en los compromisos de aportes por los fiduciantes:
- el 79 % respondió que la importancia de los costos es baja y que se deben minimizar en la etapa previa al start - up,
  - el 14 % respondió que la importancia es media,
  - el 7 % respondió que la importancia es alta,
  - el 21 % dijo que la etapa en la cual deben ser minimizados son al inicio y durante el negocio.
- 7) en cuanto a los costos de litigios que debe iniciar el fiduciario acorde a su rol:
- el 100 % respondió que la importancia de los costos es baja y que puede ser minimizada en la etapa previa al start – up
- 8) en cuanto a los costos de control:
- el 79 % respondió que la importancia de los costos es media y que debe ser minimizada durante el start - up,
  - el 21 % opinó que la importancia es baja.
- 9) en cuanto a la sustitución del fiduciario:
- el 100 % respondió que la importancia de los costos es baja y puede ser minimizada en la etapa de start – up,
- 10) en cuanto a la discrecionalidad y / o derroche por el fiduciario:
- el 50 % respondió que la importancia de los costos es baja,

- el 29 % respondió que la importancia es media y el 21 % que es alta,
- El 79 % opinó que la etapa donde deben ser minimizados es la previa al start –up y el 21 % en las etapas de start - up y durante el negocio.

Es muy importante destacar que en todos los casos lo que obtuvimos fueron respuestas específicas y muy concretas; pero también lo que se logró establecer como denominador común a toda la muestra, es que ninguno de los consultados a la hora de profundizar pudo dimensionar o cuantificar la incidencia de estos costos en el resultado de los negocios; es decir todas las respuestas daban en forma coincidente que la importancia es mayúscula pero ninguno podía precisar en cifras estos costos, de manera de dimensionarlos y cuantificarlos. Esto abre una línea de trabajo futura de gran importancia, complementaria de esta Tesis Doctoral.

Continuando con el desarrollo de la investigación y evaluando los avances, podemos decir que de las personas consultadas y en términos generales incluyendo todo el año 2008, en los FF el 90 % respondió que no había experimentado la ocurrencia de costos de agencia. Esto se relacionaba y fundamentaba en forma coincidente en cuanto a que los contratos de FF en general, son productos cuyos contratos y operatoria están muy estandarizados por lo cual hay bajo margen de ocurrencia para conflictos o disparidad de intereses.

Asimismo también destacaron como otro argumento que el mercado también ejerce un fuerte control disuadiendo los conflictos al estar necesariamente involucrados órganos de control como la CNV y agentes calificados para las funciones que cumplen, como las bolsas de valores, los auditores y operadores técnicos, las calificadoras de riesgo, los asesores de prestigio y los estudios profesionales contables y legales de primer nivel, entre otros. Pero también este 90 % de los expertos consultados manifestaron saber positivamente que en los fideicomisos ordinarios el nivel de conflictividad es mucho mayor que en los financieros, porque los contratos son muy dispares ya que respaldan negocios de disímiles características y por ende, no podrían ni deberían estar estandarizados. Adicionalmente a esto en general los negocios subyacentes de estos tienen que ver con la economía real lo que aumenta la posibilidad de generación de conflictos.

Es importante remarcar que estas respuestas se realizaron en el marco de situaciones y experiencias de stress regulares, por lo cual si esto fuera alterado notoriamente por factores externos o hechos extraordinarios, sería necesario hacer ajustes para evaluar correctamente las mismas en un marco de crisis generalizada y default.

También es conveniente aclarar que el 80 % de los encuestados que reconocieron haber tenido experiencia en la concurrencia de conflictos de agencia entre las partes de un fideicomiso, trabajan asesorando o estructurando fideicomisos financieros sin oferta pública y mayoritariamente, ordinarios fundamentalmente relacionados con la producción agrícola y la construcción inmobiliaria.

Una conclusión contundente fue que casi el 100 % de la muestra respondió que la manera más efectiva de minimizar los costos de agencia consistía en seleccionar y aplicar los recursos necesarios al momento de iniciar la planificación de los negocios; es decir previo al start-up de manera de poder contar con el adecuado y completo asesoramiento por parte de profesionales idóneos con experiencia en la figura, en el desarrollo de negocios y en el diseño preventivo contractual.

En cambio las respuestas fueron divididas casi en partes iguales cuando respondieron respecto a que los conflictos desatados durante la marcha tuvieran impacto en los costos. Vale aclarar que en estos casos siempre condicionaban la baja incidencia en los costos a la existencia de un buen contrato en términos de contenido y anticipación. Esto es muy interesante y contundente porque demuestra el valor preventivo que en términos de pesos y relaciones, tiene el diseñar un buen plan de negocios y sustentarlo en un excelente y completo contrato de fideicomiso. Esta conclusión no es menor y tiene un valor fundamental ante tantos casos ocurridos, donde con el fin de bajar costos o simplificar la estructuración de un contrato de estas características, se copian los contratos de otros proyectos parecidos o se cubren los diferentes roles profesionales por parte de una misma persona o grupo afín, sin importar si cubren las condiciones en línea con sus incumbencias profesionales. Además en la mayor parte de estos casos, esos roles son excluyentes entre sí desde el punto de vista productivo y operativo y en términos de eficiencia en el control, pero también pueden llegar a ser incompatibles desde lo operativo y / o lo legal por más que se los intente cubrir con justificaciones económicas o mantos de legalidad.

Casi el mismo comportamiento tuvo la respuesta a los costos generados por la realización de addendas durante la marcha del emprendimiento.

Respecto a las respuestas referidas al proceso de liquidación, la mayoría la consideró de alta incidencia en la generación de estos costos siempre que “no hubiera sido minimizado al inicio a través de la atención del tema específicamente dentro de la redacción del contrato”.

Pero vale aclarar también, que la investigación confirma que en general el proceso de liquidación es un tema no contemplado en la mayoría de los contratos de fideicomisos, y que esto tiene relación con la falta de conocimientos profesionales de los participantes y con la necesidad inconciente de no pensar en situaciones adversas para el negocio que se está iniciando. Si bien es real que la mayoría de los conflictos son reparados a diferente costo durante la marcha del negocio sin la necesidad de llegar a una situación que implique la liquidación, no deja de quedar demostrado que el desarrollo de la situación límite no contemplada previamente en el contrato, es una fuente muy importante de generación de estos costos.

Referido a la posibilidad de iniciar litigios por parte del fiduciario durante la marcha, el 100 % lo consideró de baja incidencia, como así también la posibilidad que los fiduciantes aportantes incumplan en sus compromisos. Lo mismo ocurrió respecto a la sustitución del fiduciario. Esto mayormente tiene relación con el conocimiento pleno de los perjuicios que producen estas situaciones, si bien pareciera que la menos evitable podría ser el incumplimiento por parte de alguno de los fiduciantes aportantes.

En contrario casi el 90 % opinó que los costos de control tienen alta incidencia y deben ser minimizados no sólo al inicio, sino también durante la marcha del negocio.

Finalmente y para sorpresa respecto a lo presupuestado, solamente el 25 % consideró de alta incidencia en los costos la posibilidad de discrecionalidad y derroche por parte del fiduciario.

### **Agencia y empresa: relaciones y problemas; incentivos y gobernanza.**

Introduciendo el análisis en la vida de las organizaciones vemos que las mismas están insertas en los mercados donde se utilizan precios para asignar los recursos; pero a diferencia de ellos, en las empresas los que asignan los recursos son seres humanos representados por los directivos. Esta caracterización nos lleva a examinar la eficiencia relativa de las empresas y de los mercados.

Podemos enunciar que el proceso de decisión en una empresa consolidada está condicionado por tres variables que son, en primer lugar, en las empresas son órganos colegiados los que toman las decisiones; en segundo lugar, el principal objetivo de las personas que toman decisiones no es maximizar el valor de la empresa y en tercer lugar, que las empresas suelen utilizar sistemas de precios internos para asignar recursos.

Además a la empresa, podemos interpretarla como un sistema de orden legal por lo cual podría verse como la sumatoria de un conjunto de contratos, lo que implica que es una de

las partes de cada uno de los numerosos contratos que la constituyen. Como ejemplo para facilitar esta interpretación podemos mencionar alguno de los contratos entre la empresa y diferentes actores, como pueden ser los empleados o los proveedores, las acciones, los bonos, los préstamos, los arrendamientos financieros, etc. La mayoría de estos contratos son documentos legales explícitos y conocidos y aceptados por todos.

Pero también hay otros contratos que son muy importantes y dado que son implícitos aunque aceptados y muchas veces compartidos, cuando hay problemas entre partes de una relación, son difíciles de hacer cumplir especialmente si el conflicto avanza y toma estado judicial formalmente; es decir ante los tribunales su valor puede verse muy limitado. Sin embargo en esto también debemos considerar que muchas veces la necesidad de cuidar y mantener la reputación de la empresa puede ayudar a garantizar el cumplimiento de los contratos implícitos, lo cual también abre una puerta para el abuso de la contraparte.

Analicemos ahora los conflictos de incentivos dentro de las empresas. La teoría nos indica que los individuos son maximizadores creativos de su propia utilidad y por lo tanto, no es esperable que el conjunto de individuos que hace un contrato con la empresa tenga automáticamente los mismos objetivos. En cambio los propietarios de la empresa tienen derecho a los beneficios residuales que genera la misma y entonces, probablemente les interesará maximizar el valor actual de estos beneficios, mientras que otros miembros de la empresa pueden no compartir este objetivo<sup>3</sup>.

Dado lo antedicho a continuación podemos desarrollar algunos de los principales conflictos que pueden ocurrir entre los propietarios y los directivos:

- Elección del grado de esfuerzo: el esfuerzo adicional de los directivos generalmente aumenta el valor de la empresa pero como son los directivos los que realizan el esfuerzo, el esfuerzo adicional reduce su utilidad.
- Aceptación de complementos: a los propietarios les interesa pagar sueldos y primas suficientemente altos para atraer y retener a los directivos idóneos, competentes y eficientes. Sin embargo y con alta probabilidad no estén dispuestos a pagarles demasiado por sobre el mercado. En cambio los directivos quieren todo lo contrario y lucharán por ello.
- Diferente exposición al riesgo: esto puede ser analizado desde la óptica de ambas partes. Los directivos normalmente tienen un considerable nivel de capital humano

<sup>3</sup> Pertierra Cánepa, Francisco M. y equipo, TP "Fideicomiso y costos de agencia", Cátedra de Fideicomisos del Master de Finanzas. Buenos Aires, Universidad del CEMA, 2008.

y de patrimonio personal invertido en la empresa. Esta gran inversión puede hacer que parezcan excesivamente aversos al riesgo a consideración de los propietarios, ya que en general invierten una pequeña parte de su riqueza en la empresa.

- Diferentes horizontes: esto es central ya que los derechos de los directivos sobre una empresa generalmente dependen de su antigüedad en la misma. Por tanto tienen pocos incentivos para preocuparse por la situación del flujo de caja después de su paso por la empresa. En cambio, a los propietarios les interesa el valor de toda la futura fuente de flujos de caja, ya que de él depende el precio al que pueden vender sus derechos y acciones sobre la empresa.
- Exceso de inversión: Los directivos pueden ser reacios a reducir el tamaño de una empresa; aún en el caso que hubieran concretado proyectos de inversión rentables, prefieren construir un imperio.

Una forma de controlar los problemas de incentivos puede ser viabilizada por medio de los contratos.

Los contratos tanto implícitos como explícitos definen como mencionamos anteriormente la arquitectura de la organización de la empresa, es decir sus sistemas de derechos de decisión, de evaluación de resultados y de remuneración. Esta arquitectura constituye un importante conjunto de restricciones y de estímulos que ayuda a resolver los problemas de incentivos.

En este análisis podemos apreciar que los propietarios establecen el gasto total de la empresa en remuneraciones y los directivos eligen el nivel óptimo de consumo de complementos, y eso determina su remuneración en efectivo. Esto sugiere que probablemente sea eficiente desde el punto de vista tanto de los directivos como de la empresa, que los directivos reciban un sistema de complementos ya que algunos aumentan la productividad, y los complementos y los sueldos reciben un tratamiento fiscal distinto. Sin ellos, es posible que los accionistas que son los propietarios, hubieran tenido que pagar unos sueldos más altos para atraer y retener al equipo directivo.

Surge por lo tanto evidente que existen buenas razones para creer que los incentivos de los principales y los agentes no son iguales automáticamente. Hay problemas de agencia cuando una vez firmado el contrato, los agentes tienen incentivos para tomar decisiones que aumenten su bienestar a costa de los principales.

Ahora veamos la contratación con costos e información asimétrica donde como bien dijimos, en algunos casos un contrato bien diseñado puede resolver los problemas de incentivos a un bajo costo. Sin embargo en la práctica sabemos que los buenos contratos deben tener un alto costo, es decir son caros en términos absolutos puesto que llevan una importante carga de conocimientos y experiencia no solo en su diseño sino también en las acciones de negociar, administrar y hacer cumplir.

Un importante factor que limita la capacidad de los contratos de resolver los conflictos de incentivos es que la información es costosa tanto para generarla como para procesarla y tenerla activa. Por lo tanto muy probablemente la información sea asimétrica lo que podemos corroborar a través de un ejemplo concreto donde podemos ver que un directivo puede saber cual es el potencial de beneficios de la empresa mejor que los propietarios que no están consustanciados con la operatoria de la misma. Dada esta distribución de la información que implica dos realidades contrapuestas, se vuelve claramente inviable que los propietarios puedan controlar los complementos que consume un directivo utilizando un contrato retributivo que requiera tener información perfecta sobre el potencial de beneficios de la empresa.

Referido a contratos también es necesario establecer una relación directa de los mismos con el tiempo, lo cual genera desiguales tratamientos para la información necesaria y los costos que pudiera generar esto. Los contratos presentan básicamente dos tipos de problemas de información en función del momento. El primero son las asimetrías de la información entre los firmantes antes de que se negocie el contrato; y el segundo es el problema de las asimetrías de la información durante el período de vigencia del contrato que ya fue redactado.

Basados en todo lo explicado, debemos aceptar que la estructura misma de los fideicomisos produce la duplicación de los problemas de agencia y en consecuencia, el aumento de los costos derivados de esta situación. Claramente esta duplicación ocurre porque existen tres actores donde dos de ellos cumplen el rol de “principales”, que son los beneficiarios y fiduciante / s, y uno el de “agente”, que es el fiduciario. Los problemas entonces pueden ocurrir entre fiduciario - fiduciante o también entre fiduciario - beneficiario.

Si contextualizamos el tema en el marco de la gobernanza corporativa tradicional, los problemas de agencia se centran en la relación de un principal y un agente como es el caso de los accionistas con el management de una organización. En el caso de los fideicomisos

los costos de agencia se duplican ya que existe este problema de relación que en el caso ya mencionado podemos llamar tradicional (fiduciario- beneficiario) y un problema inherente a la particularidad del fideicomiso que es el del fiduciario con el fiduciante o los fiduciantes si fueran varios. Por otra parte en los fideicomisos financieros se dan nuevos potenciales problemas de agencia en relación con la figura del banco comercial como controlador del cumplimiento de covenants y controlador del pago de capital e intereses ya que el banco es elegido por quien establece el encargo o la manda, como agente de los tenedores de títulos antes de la emisión de bonos.

En el caso del banco comercial podemos ver que se produciría un conflicto claro de asimetría de información cuando el inversor es atendido por un empleado supuestamente idóneo en el tema y éste ya sea por falta de interés personal, por falta de capacitación o por falta de incentivos, no cuenta con los conocimientos adecuados para cubrir la función de asesoramiento en inversiones. Esto más concretamente se puede ver en la falta de una oferta de alternativas de inversión acorde al perfil del inversor o en confusiones técnicas de conceptos como “maturity vs. duration, tipos de tasas y costos financieros”.

También esto se ve reflejado claramente en la designación de las calificadoras de riesgo que anualmente evalúan el flujo de los activos en juego expresando una calificación para contribuir con la información y seguridad de los inversores, pero que su contratación está directamente relacionada con la decisión de quien es el fiduciante, es decir el interesado principal en ese encargo originante del negocio.

Siguiendo con los aspectos de la gobernanza, vemos que la visión de Sitkoff nos muestra una comparación muy clara entre la gobernanza corporativa y la gobernanza de los fideicomisos privados donativos en relación, según estudió él, a los costos de agencia. El autor también hace hincapié en su trabajo sobre que las leyes de fideicomiso no solo deben ser minimizadoras de costos de agencia, sino que también deben mediar entre los deseos ex - ante de los fiduciantes y las preferencias ex - post de los beneficiarios, argumentando esta tensión con ejemplos concretos como la terminación prematura del fideicomiso, la remoción del fiduciario y los derechos del fiduciante. En ese esquema, estas tensiones traen la aparición en escena de un nuevo actor en los fideicomisos donativos privados que es “the protector”, y la búsqueda de un fiduciario profesional que no este atado por lazos afectivos con el fiduciante.

También podemos establecer con seguridad en forma comparativa que los problemas de agencia son menores en una estructuración de proyectos y emprendimientos con



herramientas jurídicas tradicionales como alguno de los tipos societarios, de lo que se desprende que también serán menores sus costos. Esto implica aceptar que la estructuración a partir de fideicomisos en este aspecto, contiene una desventaja comparativa en relación con la forma de estructurarlos a través de tipos societarios. No obstante, en realidad esta es una desventaja que se encuentra en la naturaleza misma del fideicomiso pero esa misma naturaleza es la que permite y contiene, muchas otras ventajas que hacen que el fideicomiso sea un instrumento de altísimo valor si está aplicado en forma adecuada. Pero también podemos confirmar que estos problemas de agencia tienen carácter de ocurrencia potencial, pero además técnica y eficientemente podrían ser disminuidos o controlados a partir del contenido del texto redactado en el contrato que debe ser aceptado por las partes. Es decir simplemente utilizando alguna de las grandes ventajas del fideicomiso como la versatilidad y la posibilidad de formalizar un patrimonio de afectación que está fuera del patrimonio de cada uno de los participantes y que se ajuste a las reglas, derechos y obligaciones establecidas por las partes intervinientes y a la medida del negocio.

Específicamente respecto a los costos ocultos, la investigación empírica realizada y los casos prácticos relevados permiten determinar que existe un consenso mayoritario en cuanto a que las contingencias fiscales, los vacíos contractuales y la falta de experiencia práctica en la operación de un negocio bajo un contrato de fideicomiso son los principales problemas que generan los costos experimentados.

Sobre la base de los resultados de nuestro trabajo hemos podido confirmar que estos costos existen y aumentan en los fideicomisos ordinarios, especialmente en aquellos que tienen como objetivo procesos de carácter productivo en la economía real. Por lo tanto para lidiar con estos hay consenso en que se requiere un conocimiento específico de la actividad desarrollada, y para ello son fundamentales determinadas características particulares como el efectivo desempeño de los roles activos, como el de un fiduciario idóneo y con antecedentes, de un desarrollador y / o un operador con expertos conocimientos técnicos y de auditores que controlan y ayudan al negocio; todo esto se convierte en trascendental para lograr cumplir con los objetivos planificados.

Por el contrario, surge del trabajo que en los fideicomisos financieros no resulta tan evidente que se generen costos ocultos por lo ya explicado, con excepción de las cuestiones impositivas, los defaults y / o los procesos de liquidación del fideicomiso.

En el caso de los FF con oferta pública si el objetivo es la securitización de carteras de créditos lo fundamental, como primer actividad básica para poder estructurar el negocio correctamente, es analizar en forma profesional y responsable lo siguientes items: el flujo que se va a securitizar, las garantías otorgadas, quien es el que otorga los créditos y finalmente a quien se le adjudican esos créditos. Si esto se planifica y realiza de esta manera, se disminuyen notablemente las posibilidades de stress, inclusive ante la influencia de circunstancias negativas externas.

Resumiendo lo que si queda confirmado es que muchos de estos costos se podrían evitar o minimizar si se hubiera analizado previa y adecuadamente el negocio en términos de rentabilidad y sustentabilidad, antes de lanzarlos comercialmente, lo cual nos lleva nuevamente a reforzar la conclusión respecto de la importancia del diseño y desarrollo de Business Plans profesionales y completos.

Por supuesto nuevamente aclaramos que esto se concluye en el marco en que se ha desarrollado esta Tesis, que en ningún momento considera las acciones e intencionalidades de las personas fuera del imperio de la ley

### **Relaciones de agencia y sus problemas. Costos de Agencia y el Fideicomiso**

Podemos definir a la relación de agencia como aquella que se establece cuando alguien actúa en interés de una contraparte recibiendo como contrapartida de esa tarea alguna forma de compensación. Generalmente se describe esta relación entre dos actores económicos, que son el agente (A) y el principal (P).

Presentado esto establecemos que es la tarea del agente A comprometer sus mejores esfuerzos, capacidad y experiencia para satisfacer ciertos intereses específicos del principal P para lo cual P compromete remuneraciones, incentivos o compensaciones a cumplimentar para con A como contrapartida de sus esfuerzos, capacidad y experiencia en la administración de sus intereses. Por lo tanto en general P es quien delega en A la capacidad para tomar decisiones. Si tomamos estos roles y los aplicamos al esquema constitutivo del fideicomiso podemos establecer que los roles desempeñados por el fiduciante y por los beneficiarios quedarían constituidos como el de principal (P) y la otra parte del contrato que es el fiduciario, actuaría como el agente (A).

En consecuencia la relación de agencia supone que ambas partes se vinculan de manera mutuamente beneficiosa, en pos de objetivos e intereses compartidos. La forma de materializar estas relaciones es por medio de los contratos pactados entre las partes ya sea que tengan carácter explícito o implícito. También de esto dependerá su pertinencia como

elemento de valor a la hora de producirse conflictos pero aún en estos casos, lo determinante será el contenido referido a derechos y obligaciones de las partes.

Volviendo al punto anterior una de las características básicas de la relación es la diferencia de información que poseen los actores desde la posición que juega cada uno en el contrato. Esta diferencia se manifiesta como un indiscutible caso de información asimétrica que no es producto de la falta de predisposición o mala intencionalidad de las partes, sino que se relaciona con roles, experiencias, posiciones, habilidades y conocimientos.

Una relación denominada de agencia supone que una de las partes, el agente, se desempeña primariamente a favor de los intereses del principal y no de los propios, si estos generaran un conflicto de intereses. No obstante esto, queda claro que los agentes podrían aprovechar la imperfecta relación de agencia por asimetrías de información para trabajar a favor de sus propios intereses, desplazando la atención de sus obligaciones en la relación con el principal y consecuentemente, creándole un mayor o menor perjuicio. Esto es lo que llamamos un comportamiento oportunista con sus consecuentes afectaciones. En consecuencia y dado lo que mencionamos respecto a que el vínculo entre ambas partes es contractual ya sea más o menos explícito, la solidez del contenido de este contrato será la pieza fundamental para disminuir la posibilidad de ocurrencia de los problemas que se generan producto de los costos de agencia que si bien siempre existen, pueden ser minimizados y controlados, llegando en algún caso, a ser evitados.

Existen muchas relaciones de agencia que ocurren habitualmente en las organizaciones entre las que podemos mencionar situaciones como cuando los accionistas nombran consejos de administración como agentes para supervisar la gestión de las empresas. Tal como puntualizamos existen razones demostradas para aceptar que los incentivos de los principales y los agentes no son iguales automáticamente. De hecho hay problemas de agencia cuando una vez firmado el contrato, los agentes tienen incentivos para tomar decisiones que aumenten su bienestar a costa del principal.

Normalmente la información asimétrica impide resolver sin costo estos problemas contractuales, dado que el principal no puede observar lo que hace el agente sin incurrir en costos; y el agente generalmente puede dedicarse a actividades como no esforzarse y consumir complementos sin que esas actividades sean detectadas invariablemente por el principal.

No obstante, el principal normalmente puede limitar esa conducta dando al agente unos incentivos adecuados a través del contrato e incurriendo en costos de seguimiento.

Pero también los agentes también podrían incurrir en costos de fianza para contribuir a garantizar que no harán determinadas cosas o que el principal será indemnizado si lo hacen; tal es el caso de la contratación de pólizas de seguro que indemnizarán al principal en caso de robo.

Mencionado esto podemos establecer que el equivalente en moneda corriente de la pérdida de ganancias derivadas del comercio que se produce como consecuencia de esta divergencia de intereses dentro de la relación de agencia, se conoce con el nombre de pérdida residual.

En el enfoque teórico tradicional para que existan problemas que signifiquen costos de agencia entre los actores económicos A y P es necesario que exista una relación entre ellos y ello ocurre en las siguientes situaciones:

- A y P están vinculados por una relación de agencia que se da entre ellos como actores directos,
- Existen conflictos de intereses entre las partes que obstaculiza la relación,
- Una de las partes deja de alinear sus intereses con los definidos en la relación de agencia,
- La parte no alineada comienza a percibir beneficios personales como consecuencia de la manipulación de la relación de agencia existente.

Como se ve claramente esto en el corto o mediano plazo producirá un impacto que se traducirá en conflictos y costos que si no son resueltos, atentarán contra las bondades del proyecto.

Hemos presentado el enfoque tradicional de los costos de agencia en las organizaciones, que ha sido estudiado en profundidad por distintos autores. Previamente habíamos desarrollado en profundidad el concepto de fideicomiso y sus aplicaciones. A continuación desarrollaremos las relaciones de agencia en los negocios estructurados bajo contratos de fideicomiso.

Habiendo comprendido el funcionamiento y organización de un fideicomiso podemos desarrollar dos casos principales donde se originan problemas de agencia con mayor posibilidad de ocurrencia, denominados Moral Hazard y Adverse Selection.

**Moral Hazard o el riesgo moral**, se produce cuando existen acciones del agente que no son directamente observables por el principal o que el agente considera que no es conveniente que sean observadas. Este problema deriva directamente de la existencia de

una situación de posesión o acceso a la información, que genera una real asimetría. Podemos ver un ejemplo que ayude a interpretar lo dicho a través del caso de un fideicomiso financiero donde el fiduciante designa como administrador a un banco de prestigio en el mercado. El hecho es que el mismo además podría desarrollar actividades ilícitas relacionadas con el lavado de dinero lo cual podría ser una situación que sea desconocida por el fiduciante. El problema surgirá si esto es descubierto o si por algún motivo ocasional, el suceso pudiera salir a la luz durante el cumplimiento del contrato.

En cuanto al otro caso denominado **Adverse Selection**, selección adversa o elección perjudicial o desfavorable, podemos observar que se produce cuando existen ciertas características en el comportamiento del agente que el principal no puede observar directamente. Se refiere a la tendencia de una persona que tiene información privada sobre algo que afecta a los costos o beneficios de un posible socio comercial a presentar una oferta que sería perjudicial para el socio comercial.

Analizando la relación con el fideicomiso, como ejemplo ilustrativo podríamos mencionar el caso de un fideicomiso ordinario donde se comete un grave error en la selección y designación del fiduciario, producto de no haber investigado en profundidad su desempeño anterior lo que hubiera permitido detectar los problemas ocurridos en otros casos donde el mismo actuó como fiduciario respecto a las obligaciones a cumplir. Esto tiene como consecuencia que se eligió y aceptó al fiduciario sin haber realizado un exhaustivo análisis de antecedentes dentro del mercado, o que se estableció una relación con alguno de ellos por diferentes razones pero sin haber buscado y exigido uno con un track - record demostrable.

Esta situación llevada a la práctica ocurre con cierta regularidad, especialmente en los casos de desarrollos inmobiliarios donde el creador y promotor del proyecto a aras de bajar costos y conseguir inversores rápidamente, contrata a un fiduciario carente de experiencia, antecedentes y escala.

Profundizando en la selección adversa vemos que ocurre con frecuencia y que generalmente tiene relación con el manejo y la posesión de la información.

Graficando a través de un ejemplo, encontramos que es probable que cada persona conozca su estado de salud mejor que la compañía de seguros mientras que es probable que una compañía solo tenga información sobre los gastos medios de grupos demográficos que se observan fácilmente. La compañía solo sabe que los gastos que se esperan hacer en promedio son de \$500, por lo tanto para obtener beneficios debe vender a un precio

superior a este sin embargo puede que los gastos anuales esperados de uno de los individuos sea solo de \$100. La estructura de información de este ejemplo puede disuadir a algunos clientes potenciales de hacer transacciones en el mercado, reduciendo las ganancias que se pueden obtener comerciando.

### **Problemas de información pre-contractuales y post-contractuales.**

El planteo de la información asimétrica realizado se puede corroborar en cualquiera de las dos etapas que analicemos para un contrato, es decir durante el diseño del contenido del mismo o durante la vigencia de ese contrato ya formalizado.

Sabemos que la información normalmente es asimétrica en el momento del diseño y la negociación de un contrato. Esto lo podemos ver a través de otro ejemplo donde el demandante del empleo normalmente tiene más información sobre el salario que considera aceptable mientras que el empresario tiene más información sobre lo que la empresa está dispuesta a pagar. Las asimetrías de la información precontractuales<sup>4</sup> también generan costos contractuales y pueden plantear el fracaso de la negociación cuando las partes no llegan a un acuerdo aunque sea teóricamente ventajoso hacerlo y la selección adversa.

La “selección adversa” se refiere a la tendencia de una persona que tiene información privada sobre algo que afecta a los costos o beneficios de un posible socio comercial a presentar una oferta que sería perjudicial para el socio comercial y como ejemplo hemos mencionado el de la persona que conoce su estado de salud mejor que la compañía de seguros.

Normalmente la información asimétrica impide resolver sin costo estos problemas contractuales. Dado que el principal no puede observar lo que hace el agente sin incurrir en costos, el agente generalmente puede no asumir su mayor compromiso y recibir los complementos sin que esas faltas sean conocidas por el principal.

No obstante como dijimos, el principal normalmente puede limitar esa conducta dando al agente unos incentivos adecuados a través del contrato e incurriendo en costos de seguimiento.

### **La relación entre los fideicomisos y los problemas de agencia, una situación particular<sup>5</sup>:**

<sup>4</sup> Pertierra Cánepa, Francisco M. y equipo “Las asimetrías de información”. TP de la Cátedra de Fideicomisos y Securitización del Master en Finanzas. Buenos Aires Universidad del CEMA. 2008

<sup>5</sup> Pertierra Cánepa, Francisco María y equipo. “Agencia en los fideicomisos”. TP de la Cátedra de Fideicomisos del Master de Finanzas del CEMA. Buenos Aires, año 2008.

Como ya hemos dicho diversos autores han abordado el tema de los costos de agencia en gobernanza corporativa, que es donde se detecta este problema en forma regular dados los intereses y conflictos dada la relación entre los accionistas de la empresa y el management que la conduce. Ahora bien, nuestra investigación hasta el presente nos muestra la no detección de autores con trabajos que hayan extrapolado el estudio de esto aplicándolo al caso de los fideicomisos, en cuyo funcionamiento conceptual se observa la particularidad que la relación de agencia está duplicada pues el fiduciario actúa como agente tanto del fiduciante como de los beneficiarios designados en el contrato, pues a favor de estos es que ejecuta sus responsabilidades por el encargo que le hayan realizado y formalizado a través de contrato.

Tal como expresamos al inicio del trabajo, el fideicomiso es un contrato de carácter bilateral que surge de un encargo de confianza con el objetivo de cumplir el mismo a favor de quienes hayan sido indicados como beneficiarios. Es decir que si bien la bilateralidad implica que solamente hay dos partes en el contrato establecidas a través de una parte que transmite los bienes objetivando el encargo y la otra parte que es quien recibe esto. Pero este último va a cumplir el encargo desarrollando sus responsabilidades solamente en función del beneficio a concretar para los identificados, que son los denominados beneficiarios. Esto hace que en la práctica existan tres jugadores fundamentales en una estructura fiduciaria, cuyos roles y funcionamiento están interconectados.

En consecuencia vemos establecida una duplicación que surge al desarrollar los problemas de agencia en los fideicomisos tanto ordinarios como financieros, y que podemos corroborarla en casos específicos como los siguientes:

- Fiduciante – Fiduciario: esta situación ocurre cuando el fiduciario no cumple, desaira o ignora la voluntad del fiduciante durante la gestión que realiza como titular al frente del fideicomiso. Por supuesto este es un problema de agencia temporal dado que la propiedad de los bienes le fueron transmitidas al fiduciario en forma acotada al encargo de confianza, al objetivo del encargo y a la duración de mismo. Resulta que comparando con el esquema de organización tradicional este el caso concreto que no encontramos en las leyes corporativas y sí en las del fideicomiso. Por lo tanto y dada la transferencia de la propiedad del patrimonio, esto constituye una particularidad única del fideicomiso.
- Fiduciario – Beneficiarios: encontramos esto cuando el fiduciario en el desempeño de sus funciones no tiene en cuenta los deseos o voluntades de los beneficiarios,

pues el encargo le fue indicado por el fiduciante. Es decir, podemos asumir que tal vez escudado en el encargo realizado olvida prestar atención a los beneficiarios que son quienes tienen los derechos sobre el encargo y los objetivos establecidos que el fiduciario debe concretar. Aquí surge un punto interesante pues es importante resaltar que los beneficiarios si bien tienen los derechos sobre el resultado, estos son de carácter “personal” contra el fiduciario puesto que el fideicomiso no es una persona jurídica. Esta diferenciación expone un tema de importante discusión jurídica pues se trata de las implicancias que tienen los derechos personales respecto a los derechos reales. Este caso es el más estudiado de conflictos de agencia en la organización tradicional y un claro ejemplo es el comportamiento riesgoso del management cuya percepción e intereses sobre la asunción del riesgo es diferente a la de los accionistas.

### **Problemas de agencia fiduciario-fiduciante: el problema particular del fideicomiso**

Este conflicto de agencia es particular del fideicomiso dado que el fiduciante sólo tiene poderes de disposición sobre los bienes fideicomitados hasta el momento de la transferencia de la propiedad fiduciaria<sup>6</sup>. De ahí en más sabe, o debería saberlo y aceptarlo, que ya no es dueño del patrimonio transferido por el tiempo establecido en el pacto. Es decir que deja de ser el propietario aunque esto esté limitado en el tiempo, por lo cual el fiduciario concreta una propiedad imperfecta sobre el patrimonio en cuestión. En tal sentido, se podría estipular que luego de la manifestación del encargo de confianza que provoca la constitución del fideicomiso y la transferencia de la propiedad consecuente para perfeccionarlo, el interés del nuevo propietario en el fiduciante pierde fuerza conservando un valor menor y de carácter histórico. Pero en la realidad esto no es así ya que el fiduciante puede reservarse derechos como revocar al fiduciario, ponerle mayores obligaciones y requisitos, hasta si la redacción del contrato lo previó y bajo determinadas circunstancias, cambiar al beneficiario y/o al fideicomisario; o también adicionar otros. Asimismo al tratar el deber del fiduciario de rendir cuentas, surge la facultad del fiduciante de exigirlos como obvia consecuencia del encargo que le ha encomendado. Por supuesto que además todo fiduciario que conozca responsablemente sus deberes y responsabilidades intentará no caer en comportamientos que pueden interpretarse bajo la figura de la culpa o

<sup>6</sup> Pertierra Cánepa Francisco M. y equipo, “Costos de agencia y fideicomiso”, TP de la Cátedra de Fideicomisos del Master en Finanzas: Buenos Aires, Universidad del CEMA. Año 2008



el dolo, pues como bien desarrolla Lisopraswki en su trabajo su responsabilidad puede ser hasta denunciada penalmente.

Pero además hay que puntualizar que en los fideicomisos el rol del fiduciario es organizar las diferentes relaciones que hacen a las partes y sujetos intervinientes en el fideicomiso, y que la insolvencia del mismo no debiera afectar la continuidad del proyecto bajo un fideicomiso. En consecuencia y siempre teniendo como premisa el correcto desempeño del fiduciario este tiene responsabilidad hacia los acreedores del fideicomiso. Podemos afirmar que un fideicomiso que no está legalmente atado a las obligaciones del fiduciario es un fideicomiso solamente de nombre justificado probablemente por razones comerciales. Por lo tanto debe existir un incentivo del fiduciante a monitorear y controlar al fiduciario, lo que significará claramente un costo de control a considerar.

Ahora bien, el fiduciante debe ejercer su potestad a la hora del control y buen ejercicio por parte del fiduciario pero sin olvidar que este es el experto en la materia o debiera serlo. Su contratación se fundamenta en la confianza obtenida por su idoneidad en la administración fiduciaria y su buen desempeño y antecedentes que denominados track record. En consecuencia, el fiduciante debe tener cuidado en los límites que le imponga contractualmente sobre el marco de acción del fiduciario para no condicionar, limitar o entorpecer el buen desempeño profesional y ágil del mismo, producto de su experiencia, su punto de vista independiente e idoneidad en la materia. De no ser así nos estaríamos acercando peligrosamente a la figura del administrador tradicional que actúa cumpliendo ese rol para quien lo contrata.

Otro tema no menor es lo referente a la remuneración a recibir por el fiduciario. La misma debe ser clara, transparente y con acuerdo total del fiduciario, tanto en tipo y monto como en forma de pago con el fin que no produzca ruidos en el desempeño de las actividades fiduciarias ni en la marcha del fideicomiso. Va de suyo que éste último al aceptar y tomar el cargo tiene la obligación de manejarse como un buen hombre de negocios y si no lo cumpliera con los estándares requeridos y su rendimiento no fuera el esperable, el o los fiduciantes se verán en la disyuntiva estratégica de echarlo y sustituirlo, o de incentivarlo de manera diferente. En ambos casos se producirán mayores costos de los que se hubiesen asumido al inicio de la relación y lo mismo sucedería si el fiduciario decidiera renunciar. Es decir todas estas situaciones perjudican al negocio y le generan costos adicionales que si bien son de agencia, tienen superficies comunes con los que denominamos costos ocultos, pues muchos de ellos ya no son solamente producto de la disparidad de intereses entre

agente y principal sino que también surgen por desconocimiento, imprevisión, improvisación o falta de idoneidad.

En consecuencia, para tratar de estar al margen de los problemas de agencia mencionados se tiene que poner énfasis en que las obligaciones e incentivos del fiduciario deben ser claras y estar plasmadas en un contrato. A partir de la relación contractual entre fiduciario y fiduciante, se negocia la gobernancia del fideicomiso y por ende a mayor solidez del contrato, menor será la posibilidad de comportamientos oportunistas del fiduciario, por lo que los costos de agencia disminuirán. Esta solidez deberá descansar en un correcto plan de negocios realizado por el emprendedor con todo el asesoramiento de profesionales idóneos y un contrato de fideicomiso estructurado con la participación de todas las áreas del conocimiento técnico y funcionales ya sea jurídico, comercial, finanzas, producción, impositiva y fiscal entre otras. En todos los casos y tratándose de negocios, siempre es clave que cuenten con experiencia práctica real en el desarrollo y ejecución de los proyectos.

#### **Problemas de agencia fiduciario-beneficiarios, los reclamantes residuales**

La aparición de estos conflictos es similar a la ocurrida en la relación tradicional entre accionistas y el management contratado para la conducción. Por eso en este caso y pese a la estructura particular de la propiedad del fideicomiso, decimos que se asemeja al problema de agencia tradicional.

En este caso el agente actúa a favor de los beneficiarios del fideicomiso quienes en caso de administración fraudulenta o cesación de pagos, están limitados a recibir el residual del patrimonio fideicomitado luego de haberse pagado todas las demás obligaciones.

En esta relación puede ocurrir una situación extrema que consiste en el caso de la remoción del fiduciario de sus funciones ya sea por causas como deslealtad, deshonestidad o directamente por incapacidad. En este caso el costo originado en su desplazamiento y de selección de candidatos para su reemplazo, así como los costos de la incertidumbre durante la transición, serán soportados por los beneficiarios, mientras que en la relación lógica los beneficiarios deberían ser defendidos y considerados positivamente por las buenas decisiones que tome el fiduciario.

Al mismo tiempo y acotado temporalmente tal como hemos explicado, el fiduciario es el único dueño del patrimonio fiduciario durante la vigencia del fideicomiso pero los beneficiarios, que son los tenedores de los derechos, se convertirán en los poseedores de la bienes recién al final del fideicomiso. En consecuencia esto nos lleva a confirmar que el

beneficiario debería estar altamente incentivado y motivado a monitorear al fiduciario, y por ende debería afrontar los costos de ese monitoreo.

En simultáneo y sopesando la otra parte, también se deduce que es una tarea fundamental del fiduciario la satisfacción de los beneficiarios pero remarcando que no obstante ello, el fiduciario no debe actuar de acuerdo a los intereses individuales de los beneficiarios. Esto se explica porque el mismo debe actuar siempre como una figura lo más imparcial posible ya que esta es una característica crítica de la gobernancia de los fideicomisos y constituye una obligación legal de los fiduciarios.

### **Costos Ocultos**

Si bien desde la década del 60' Jensen y Smith habían trabajado la teoría de los costos residuales originados por el comportamiento evasivo del agente, cuando iniciamos las tareas de relevamiento bibliográfico, papers, documentos de trabajo y de opiniones respecto a este tipo de costos, nos encontramos con la ausencia de trabajos relevantes y además, se presentaba la complejidad que el concepto que nosotros interpretábamos por costos ocultos, no estaba definido ni tratado en el área de los fideicomisos, tanto en Argentina como en el resto de Latinoamérica.

Obviamente y producto de nuestra experiencia en el trabajo diario de diseño, estructuración, organización, conducción y / o asesoramiento de negocios bajo contratos de fideicomiso nos provocaba mucho interés investigar al respecto ya que por la experiencia práctica y por las investigaciones que realizamos, sabíamos la importancia de los mismos y de su real existencia y ocurrencia en la mayor parte de los fideicomisos.

Dado esto nos vimos en la responsabilidad de definirlos y lo hicimos como **“aquellos costos que se pueden manifestar durante la marcha de los negocios y que tienen causa en errores humanos producto del desconocimiento, la falta de idoneidad profesional, la falta de experiencia práctica en el desarrollo de negocios, la modificación de reglas marco, el exceso de confianza y la ausencia o inadecuado asesoramiento”**.

Una vez establecidos estos costos y revisando conceptualmente la definición, vemos que de ella se desprende la altísima relación existente entre el nivel de conocimiento teórico-práctico de quienes trabajan en el diseño de los negocios y sus contratos de fideicomiso, y la dedicación en términos de tiempo y responsabilidad puesta en esas tareas. Del adecuado mix entre capacidad y dedicación surgen muchos de las soluciones a los potenciales conflictos generadores de estos nuevos costos ocultos, ya que su estudio y planificación anticipada, permiten incorporar cláusulas y procedimientos para atenuar su impacto.

La ocurrencia de estos costos no está predeterminada ni es aleatoria ni accidental, sino que tiene fuerte relación con el desempeño de los participantes y con nivel de responsabilidad e idoneidad de los mismos. Esto implica que estos costos tienen que ver directamente con las personas que intervienen y por ende, su ocurrencia, es muy difícil de pronosticar ya que varían acorde a la naturaleza y situación coyuntural de las personas, que claramente pueden estar afectadas por factores externos de ocurrencia compleja y azarosa.

Dada la taxonomía de fideicomisos realizada por la misma ley 24.441, podemos asumir que estos costos pueden tener diferente incidencia acorde a que hablamos de fideicomisos financieros o a fideicomisos ordinarios.

En el caso de los fideicomisos financieros con oferta pública que son controlados por la CNV, habíamos dicho que aquellos cuyo objetivo es securitizar carteras de préstamos personales para consumo y de tarjetas de crédito, al menos en Argentina, cubrían un porcentaje mayor al 90 % del total.

De esto se desprende la baja incidencia de los que tienen por objeto proyectos de riesgo productivo, dentro de esa clasificación. Por lo tanto la ocurrencia e incidencia de costos ocultos es de menor probabilidad en este tipo de fideicomisos, lo cual solamente se vería alterado cuando los cambios son introducidos por el Estado y la autoridad de aplicación, perjudicando con el cambio de las reglas de juego, especialmente en lo relacionado con aspectos impositivos, fiscales y / o de reglamentaciones.

La razón por la que estos costos aumentan en los fideicomisos ordinarios y especialmente en los ordinarios productivos es que los mismos requieren de un conocimiento técnico-práctico mayor de la actividad involucrada y que consiste en asumir los riesgos inherentes a un proyecto de la economía real. Por ende se trata de interacciones entre personas de distintos modelos mentales y paradigmas, por lo cual el rol de los participantes principales como el fiduciario, el desarrollador, el operador, los asesores y los auditores pareciera ser trascendental para lograr los objetivos con la menor incidencia de conflictos que generen costos que en extremos, podrían poner en riesgo la sustentabilidad del proyecto.

Respecto de los costos ocultos también es necesario darles un contexto de temporalidad, esto es, sopesar las bondades de la consideración exhaustiva previa a la puesta en marcha del emprendimiento versus las demoras que su análisis pudiera ocasionar con el consiguiente retardo en el lanzamiento del proyecto. Es un trade – off de negocios más que todo líder debe resolver; nuevamente con esto vemos la importancia decisiva del armado de un equipo de trabajo idóneo y bien integrado desde el inicio de los preliminares de ideas

de negocio hasta la confirmación de la oportunidad y la consecuente actividad del armado de un plan de negocios para concretar esa oportunidad; esta es la clave.

Para fortalecer esto también hay que prestar atención a la conformación de mecanismos de control pero atendiendo sus costos y eficiencia para no caer en el diseño de estructuras rígidas y de alto costo. Pero recordemos además y con relación directa con la generación de costos ocultos, que este es un punto importante ya que en situaciones extremas y ante la falta de definiciones, procedimientos o planes de contingencia el fiduciario será quien tiene la responsabilidad legal de tomar las decisiones y eso puede conducir a disconformidades, que inclusive provoquen interpretaciones distintas consideradas como abusos. Todo esto producirá un sin número de complicaciones derivadas de ello afectando la normal evolución de cada proyecto.

Yendo a las causas también podemos afirmar que existen varias, y algunas ajenas a la responsabilidad de los involucrados como es el caso de la deficiente difusión y docencia de la figura del fideicomiso entre el público usuario; la inestabilidad de la economía local sujeta a vaivenes importantes; la falta de profesionales idóneos en el uso técnico y práctico del fideicomiso; la falta de conocimientos de las ciencias blandas que hacen a la dirección de empresas y la improvisación en los negocios, que muchas veces terminan siendo más parecidos a situaciones de azar en busca de ventajas oportunistas que a planificaciones profesionales que conocen los riesgos y fortalezas..

Pero también en la teoría de los costos ocultos, debemos poner énfasis en el control del comportamiento de las partes y en el diseño de sistemas que permitan medir la performance y los sistemas de incentivos y motivaciones. De esta manera reforzamos el criterio que la idoneidad, el conocimiento, la responsabilidad y el control son los ingredientes básicos para evitar la aparición de costos ocultos en los negocios.

### **El caso de los Fideicomisos financieros**

Relacionado con los costos que estamos tratando podemos decir que en los FF es una práctica habitual en los contratos de emisión de deuda por títulos (asimilable a los bonos), que se designe un agente fiduciario el cual tenga por objeto cuidar los intereses de los tenedores de bonos. Esta tarea generalmente es desempeñada por el área de fideicomisos de algún banco comercial de manera que pueda vigilar el cumplimiento de los covenants del contrato, así como el pago de intereses y del principal en fecha.

Como es de fácil apreciación este hecho es una fuente potencial de problemas de agencia, dado que al banco que actuará como fiduciario lo elige la empresa antes de emitir los bonos, para que sea agente de los tenedores de los títulos.

También cabe mencionar los costos que pudiera generar la selección y designación que pueden hacer los fiduciantes respecto a quien será el encargado de emitir juicio sobre la calificación de riesgo del activo a securitizar. Sobre esto sabemos que existen empresas de alto prestigio en el mercado de calificaciones y fundamentalmente, dos internacionales una de origen norteamericano y otra de origen europeo. Pero que el generador del negocio sea quien designe al responsable profesional que lo va a evaluar y calificar, posibilita la aparición de algunos ruidos o suspicacias que podrían ser evitables. Como vemos estamos en presencia de dos situaciones que en el marco de la ley y del uso y costumbres, pueden generar la aparición de costos.

Otro punto de relevancia es la exigencia que le imprime el mercado a los fideicomisos financieros para poder captar los fondos de los inversores institucionales. Estos negocios estructurados bajo fideicomisos incluyen dentro de su organización distintos componentes como ser calificadoras de riesgos, auditores externos, asesores legales y demás figuras que engrosan y aumentan los costos de salida. En consecuencia esto genera diferentes estructuras operativas y escalas que limitan a cierto espectro de fiduciantes y originantes; para fiduciantes más asociados a mypes o pymes podemos apreciar que los mayores costos muchas veces hacen que sea casi imposible suscribir a los fideicomisos financieros como herramienta de financiación, ya que rentabilidad del negocio que manejan no lo soportaría. Por último, hasta la derogación de la exención del pago de ganancias en las utilidades de los certificados de participación en un fideicomiso financiero con oferta por el decreto del PEN 1207, un punto fuerte que analizaban los inversores - beneficiarios a la hora de participar, era el track record de la cartera securitizada y el porcentaje y tipo de componente de títulos valores que se garantizaba quedar en poder del fiduciante si no se suscribía el total.

Esto que en un principio se podía interpretar como un aforo generaba un mensaje muy fuerte de credibilidad en el negocio propio y en la cartera de clientes por parte del fiduciante – originante; pero también debemos aclarar que existían otros motivos atractivos para que esto ocurra así tenían que ver principalmente con los beneficios de carácter

impositivo y financiero, que generaba el interés en absorber los certificados de participación y se adquirirían al poseer los mismos<sup>7</sup>.

### **Problemática de la inversión en Fideicomisos Financieros: caso de los certificados de participación**

Luego del minucioso análisis de los FF podemos elaborar una serie de debilidades o riesgos que presentan los mismos desde el punto de vista del inversor, a la hora de participar en el riesgo del proyecto.

Sabemos que existen dos tipos de títulos valores que son los valores representativos de deuda (VRD) y los certificados de participación (CP), y que además ambos pueden coexistir o no en un mismo fideicomiso teniendo una o varias clases. También que con ellos se puede diseñar un esquema denominado waterfall (cascada) con el objetivo de subordinarlos y darles características de riesgo y prelación diferentes en la jerarquía y en el cobro. Ahora bien, uno de los puntos conceptualmente centrales cuando hablamos de certificados de participación es comprender que los mismos implican que el inversor conoce y asume el riesgo y resultado del negocio, por lo tanto es la persona que confía en las características y perspectivas del proyecto y del management ejecutor que lo organizará y llevará adelante. En consecuencia el inversor se encuentra sujeto a una serie de situaciones particulares acordes a su naturaleza y características que pueden generar mayores riesgos y que por lo tanto, deberían ser consideradas y evaluadas en base a la situación y aversión al riesgo de cada inversor.

De manera de ampliar lo dicho podemos desarrollar algunos casos que permiten analizar situaciones particulares a considerar:

- Dependencia de la actuación del fiduciante: en muchos casos el fiduciante puede actuar como administrador de los créditos ya que operativamente ayuda dado el conocimiento que tiene de los tomadores de los créditos. El incumplimiento de las funciones correspondientes a tal rol por parte del fiduciante puede perjudicar la administración de los créditos y resultar en pérdidas respecto de los créditos y consecuentemente, generar pérdidas para los inversores.
- Derechos que otorgan los certificados de participación. Inexistencia de recurso contra el fiduciante o el fiduciario: en los CP los fondos generados por los créditos constituyen la única fuente de pago para los inversores. Por lo tanto, si las

<sup>7</sup> Pertierra Cánepa, Francisco María, “La AFIP vigilará los Fideicomisos”, Diario La Nación, sección Economía. Buenos Aires, 10 de diciembre de 2007. Online, diciembre 2008

cobranzas de los créditos no son suficientes para pagar los certificados de participación ni el fiduciante ni el fiduciario estarán obligados a utilizar recursos propios para cubrir las deficiencias de pago, y los inversores no tendrán derecho alguno a ejercer acciones contra el fiduciante o el fiduciario.

- Riesgos generales y particulares relacionados a los créditos: la inversión en los certificados de participación puede verse afectada por situaciones de mora o incumplimiento en el pago de los créditos, su ejecución judicial o la pérdida neta. Las tasas reales de mora, ejecución y pérdidas de los créditos pueden variar y verse afectadas por numerosos factores, que pueden ser ajenos a la naturaleza propia del negocio. Dichos factores incluyen pero no se limitan a casos donde se produzcan cambios adversos en las condiciones generales de la economía argentina, crisis en las condiciones económicas regionales, inestabilidad política, aumento de la inflación y el desempleo y / o pérdidas de nivel del salario real. Estos y otros factores pueden provocar aumentos en las tasas actuales de mora, ejecución y pérdidas.
- Demora en los tiempos: generalmente los deudores de este tipo de créditos son empleados en relación de dependencia con determinada empresa por lo que si por circunstancias especiales tales como el cambio de empleo o disminución de las remuneraciones, suspensiones o despidos se comprometiese la fuente de recursos de los deudores de los créditos, la cobranza de los créditos y consecuentemente el pago a los inversores de los certificados de participación, podría verse perjudicada.
- Riesgos derivados de la cancelación no prevista de los créditos: en este caso y por circunstancias diferentes, los deudores de los créditos pueden cancelarlos o precancelarlos. La cancelación o pre-cancelación que exceda los niveles esperables puede afectar el rendimiento esperado de los certificados de participación. Existen diversos factores que afectan la tasa de cancelación, incluyendo a las transferencias laborales, el desempleo o las decisiones de administración de recursos.
- Mejoramiento del crédito de los certificados de participación: Si bien la subordinación resultante de la emisión de los certificados de participación clases B y C se propone mejorar la posibilidad de cobro de los certificados de participación clase A, y en menor medida de los certificados de participación clase B, no puede asegurarse que las pérdidas que ocurran bajo los créditos no excedan el nivel de mejoramiento del crédito alcanzado mediante la subordinación. En el caso de que



las pérdidas netas excedan el nivel de subordinación, los pagos a los CPB y CPA se verían perjudicados.

- Mal desempeño del fiduciante como agente de cobro: Si así fuera contemplado en el contrato y por delegación del fiduciario, puede ocurrir que dada la experiencia ya desarrollada con sus clientes el fiduciante esté habilitado para actuar como agente de cobro en el pago regular de los créditos. Si por cualquier motivo este incurriera en algún incumplimiento podría generar perjuicios en la administración de los créditos que produzcan pérdidas para los inversores. En este caso el fiduciario debería convocar a los inversores para que en asamblea le den instrucciones sobre como actuar. Igualmente y en forma independiente, en todos los casos él como titular fiduciario debería intimar el pago y realizar todas las gestiones necesarias en defensa de los inversores; inclusive la remoción y cambio de agente de cobro designando uno nuevo de prestigio y confianza. Además en forma paralela debería iniciar todas las acciones respectivas acorde a ley para garantizar el normal funcionamiento.
- Aplicación de disposiciones legales imperativas de protección al trabajador: en muchos casos los deudores de los créditos son personal en relación de dependencia con la compañía. Aún cuando los deudores de los créditos mantuvieran su nivel salarial, existen disposiciones legales imperativas que impiden el embargo de las remuneraciones por encima de un porcentaje determinado. Por lo tanto esto puede dificultar el recupero de los créditos y en consecuencia podría aumentar el nivel de mora de los créditos, lo que eventualmente dañaría la posibilidad de cobro de los certificados de participación.
- Aplicación de disposiciones legales imperativas de tutela al consumidor: si analizamos la ley de defensa del consumidor que es la ley 24.240 podemos ver que establece un conjunto de normas y principios de tutela del consumidor. Pero esta ley 24.240 no define su aplicación general a la actividad financiera pero sí contiene disposiciones particulares que podrían sostener tal criterio. Inclusive hay varios casos donde la jurisprudencia ya ha dejado sentado precedente. La aplicación judicial de la ley de defensa del consumidor es aún muy limitada. Sin embargo podría suceder que en el futuro la jurisprudencia judicial y la administrativa derivada de la intervención de la secretaría de industria y comercio de la nación no

incremente el nivel de protección de los deudores de los créditos, lo que podría dificultar su cobranza, y en consecuencia, la posibilidad de cobro de los inversores.

- Reducción de las tasas de interés de los créditos por decisión judicial: todos los créditos como se práctica en el mercado determinan la acumulación de una tasa de intereses moratorios a los compensatorios pactados para el caso que fuera necesario. Esto supone que el fiduciante realizó estudios y ha determinado la tasa de interés de los créditos en base a la evaluación del riesgo crediticio y otras prácticas habituales del mercado. Existen normas generales del ordenamiento jurídico en base a las cuales los jueces a pedido de parte o de oficio, pueden modificar las tasas de interés acordadas por las partes respecto de los créditos. De ocurrir tal circunstancia, la disminución del flujo de fondos de los créditos podría perjudicar la posibilidad de cobro de los inversores o el monto de los mismos. Por lo tanto el fiduciante deberá aplicar los conocimientos específicos de la materia y considerar que aunque tal situación es de baja posibilidad de ocurrencia, él no puede garantizar que no ocurra.
- Desarrollo de un mercado secundario para la negociación de los certificados de participación: en las condiciones del mercado de valores de la Argentina, consideramos que nadie podría garantizar el desarrollo efectivo de un mercado secundario para los certificados de participación. Tampoco que en caso de desarrollarse que el mismo va a contar con inversores que tengan un nivel de liquidez suficiente, o interés acorde al plazo de los certificados de participación. Por lo tanto los compradores potenciales de los certificados de participación ofrecidos por el agente colocador deberán considerar cuidadosamente toda la información del prospecto y del suplemento de prospecto correspondiente a la serie que corresponda.
- Posible afectación de condiciones de los certificados de participación clase C por decisión de una mayoría de beneficiarios: como ya mencionamos puede ocurrir que acorde al contrato una vez cancelados los certificados de participación de grado preferente, los beneficiarios que representen la mayoría de capital de los certificados de participación clase C podrían resolver y por ende instruir al fiduciario para que adopte caminos no excluyentes:
  - la liquidación anticipada del fideicomiso,
  - y/o el retiro de los certificados de la oferta pública y cotización,
  - la conversión del fideicomiso financiero en un fideicomiso ordinario.

Esto implica que tales decisiones serán obligatorias para todos los beneficiarios, por lo tanto los beneficiarios disconformes con las resoluciones indicadas precedentemente y en salvaguarda de sus derechos, podrían solicitar al fiduciario el reembolso del valor nominal residual de sus certificados de participación, sin derecho a ninguna otra prestación.

### **Tipificación de situaciones donde se generan costos de Agencia y costos Ocultos**

Habiendo definido ya los costos de agencia y los ocultos, su funcionamiento y relación con el fideicomiso, podemos desarrollar algunos casos de ocurrencia de costos de agencia como los siguientes:

- **Costos de contratación:** son generalmente costos transaccionales producidos por la relación de agencia y que tiene que soportar el principal pues no son trasladables. Estos costos están relacionados con el diseño de los contratos, la asesoría legal, los costos regulatorios asociados como impuestos y tasas pero además con los costos de búsqueda y selección del personal a contratar y/o con el desarrollo de información al respecto.
- **Monitoring:** son costos que se dan durante el desarrollo del negocio motivo del contrato y derivados de la verificación y el control del comportamiento de las partes. Es decir que son las acciones que originan costos pero bien diseñadas, podrían permitir el control. Aplicados a los fideicomisos podemos describirlos a través de un caso importante como los costos de diseñar un sistema que permita medir el desempeño del fiduciario y eventualmente, los costos de la sustitución si fuera necesario. Entre los mecanismos más habituales de verificación y control del contrato de agencia podemos mencionar la presentación de informes periódicos por parte del fiduciario que se debieran estar disposición de los principales; el diseño y seguimiento de los planes estratégicos y su implementación; los comités de dirección, de gestión y / o el asesoramiento entre otros.
- **Bonding:** son los costos que tienen relación con el concepto de lealtad. Llevado a los fideicomisos estimamos que serían los necesarios para que los fiduciarios tomen buenas decisiones y los principales encuentren compensación frente a las decisiones adoptadas por éste. Se trata de un tipo de costos que sobrellevan los agentes a través de la pérdida de incentivos o retribuciones, cuando los objetivos reclamados por la relación de agencia no se cumplieron respecto a los planteados. Por supuesto que el problema surge en esto ya que son costos de amplia y relativa

interpretación por lo cual se hace muy difícil de dimensionar y cuantificar, y esto mismo genera mayores conflictos que implican costos adicionales, dado que están relacionados con objetivos planteados o esperados, los premios e incentivos, etc..

- Costos residuales: son costos que están originados por el comportamiento evasivo o negligente de quien desempeña el rol de agente; esto implica que son originados por el incumplimiento de las tareas pactadas en la relación de agencia. Muchas veces esto ocurre si el proceso de selección del fiduciario no fue realizado en forma profesional y responsable, ya que luego pueden estar relacionados con la negligencia o falta de experiencia del mismo. Su origen se encuentra en los problemas de agencia y su mayor impacto lo absorbe el principal, aunque las consecuencias de estos costos pueden finalmente acarrear para el agente, la pérdida de la relación. También esto se puede ver cuando el empleado que representa al agente, no tiene la capacitación adecuada o los incentivos que lo motiven a cumplir activamente el rol que el agente le ha delegado, brindando un servicio satisfactorio para el principal

Luego de haber desarrollado el tema alcanzando la tipificación de situaciones que generan costos, podemos enunciar que la originalidad del trabajo está planteada por el estudio del efecto de estos costos en la particular situación de los fideicomisos. En consecuencia y buscando mayores ejemplos de costos de agencia podemos mencionar los gastos de representación no tipificados, los gastos de mayor magnitud a la regularmente aceptada en el mercado, las contrataciones de profesionales injustificadas, los sobrepagos, las designaciones y beneficios dados en base a la confianza en vez que sean producto de la idoneidad y el esfuerzo profesional y personal demostrado, los excesos respecto a los usos de la industria y el mercado, los problemas en la asignación de premios y castigos en los ascensos de la pirámide de poder, los proyectos de mayor riesgo al adecuado para la empresa, etc. Todos estos ejemplos pueden surgir a veces sin intención dolosa conciente cuando el management abusa del poder de decisión que tiene dentro de la organización con el objetivo de obtener mayores beneficios, que pueden terminar perjudicando a los propietarios. Pero tal como hemos desarrollado a lo largo del trabajo queda confirmado que los costos de agencia, que en muchos de los casos tienen puntos de contacto con los costos ocultos, no pueden ser eliminados completamente pero hay herramientas idóneas como el

adecuado diseño organizacional y los mecanismos de control corporativo, que pueden minimizarlos posibilitando la mayor protección de los propietarios.

Para seguir avanzando y completar la originalidad del trabajo, ahora podemos profundizar en una serie de situaciones donde la ausencia de una única interpretación o la falta de definiciones, permiten que se puedan generar casos de ocurrencia de **costos ocultos**<sup>8</sup>, entre otras:

- Las discusiones que generan distanciamientos, pérdidas de tiempo y desconfianza. Estos conflictos que regularmente suceden en todo emprendimiento que implique acciones que conlleven relaciones interpersonales en términos de negocios, cuando no son conducidas con un liderazgo inteligente que apunte a defender los intereses del proyecto por sobre los personales, puede producir daños que en muchos casos se transforman en permanentes. Claramente el rol del liderazgo efectivo permitiría minimizarlos,
- Los roles mal definidos y la falta de actitud para ejercerlos. Esto surge tal como ha quedado confirmado por el producto de nuestra investigación, a consecuencia directa de la falta de planificación del negocio y del management adecuado para este, en la etapa inicial al lanzamiento,
- Las modificaciones en los contratos que implican posteriores addendas. En esta situación tipificada si bien no hay respuestas positivas mayoritarias, los casos relevados permiten relacionarlo con el desarrollo de planes de negocio incompletos y poco profesionales, o por no haber previsto escenarios de ocurrencia y sus respectivos planes de contingencia. En algunos casos puede deberse también a situaciones imprevistas impuestas por la coyuntura,
- Los incumplimientos en los compromisos de aportes por los fiduciantes. Si bien lo que se detectó como regular fue la demora en la concreción de los aportes, situación que genera problemas financieros y de relaciones, el gran problema lo constituyen los incumplimientos definitivos pues esos generan los mayores costos ya que el resto debe cubrir ese bache para no perjudicarse en forma notoria o encontrar una solución de emergencia,
- Los costos de litigios que debe iniciar el fiduciario acorde a su rol. Si bien este tampoco es un caso de los más relevantes como costos ocultos de acuerdo a los

<sup>8</sup> Pertierra Cánepa, Francisco M. “Costos no previstos en fideicomisos inmobiliarios y agropecuarios”. Cátedra de Fideicomisos. Master en Finanzas. Universidad del CEMA. Año 2007.

resultados de campo, son importantes porque de ocurrir, en estos casos no solo deben considerarse los costos surgidos en el proceso y hasta que se define el litigio sino los que ocasiona durante la resolución que puede dilatarse en forma insospechada en el tiempo ,

- Los costos de control, que implican todas las actividades y acciones que permitan su efectiva concreción a través de los responsables o delegados por este. En esto es clave nuevamente que durante el diseño del negocio se pueda trabajar integralmente al inicio y previo a la vorágine del lanzamiento, para que quienes gobiernen no tengan imprevistos que produzcan daños y pérdidas de foco y tiempo,
- La decisión y el proceso de sustitución del fiduciario, que constituye una crisis de alto riesgo que puede ser determinante para la suerte y sustentabilidad del proyecto, pues su incidencia puede resultar de alto impacto por los costos incurridos hasta llegar a la decisión final de la sustitución, y esto, difícilmente puedan ser sobrellevado sin afectaciones decisivas por un proyecto.
- El exceso de generosidad del fiduciario o el caso de un fiduciario derrochador, si bien en este punto la muestra tampoco lo indicó como de alta ocurrencia, es fácilmente minimizable si trabajamos el proceso de diseño y constitución con el conocimiento previo sobre el fiduciario, en especial su prestigio, antecedentes y su forma de operar. Esto vuelve a mostrarse como una prevención clave,
- La liquidación del fideicomiso, que es un caso de alto impacto y gran dificultad ya que no está regulado el procedimiento y al ser un procedimiento extrajudicial y bajo la responsabilidad del fiduciario, sus resultados pueden ser muy amplios. En esto es necesario prestar atención tanto en su forma como en el proceso de la liquidación, en etapas muy tempranas dada la gran importancia manifestada en caso de ocurrencia.

Ahora bien analizando las tipificaciones y la descripción de estos costos, podemos ver como la causalidad y la flexibilidad permiten que su consideración como costos de agencia y como costos ocultos, tenga límites que no son unívocos.

Al respecto uno de los puntos donde se puede mostrar en extremo la flexibilidad del fideicomiso es sin dudas el proceso de liquidación, ya que no está regulado y tal como dijimos, es un procedimiento extra-judicial y directamente a cargo del fiduciario. Esta amplitud del procedimiento permite múltiples actuaciones como consecuencia de distintas

interpretaciones, por lo cual es conveniente explicar algunas de las principales causas que permiten la liquidación del fideicomiso, por ser casos especiales que salen de lo regular:

- **Plazo de duración:** la duración del fideicomiso tendrá vigencia hasta la fecha de finalización pactada en el contrato. En los fideicomisos financieros será todo el plazo de tiempo necesario hasta la fecha en que se concrete el pago total de los servicios de los valores fiduciarios conforme sus condiciones de emisión, y previa liquidación de los activos y pasivos remanentes si los hubiera según lo establecido en el contrato marco. La duración en ningún caso podrá exceder el plazo establecido en el inciso c) del artículo 4 de la ley 24.441, que es de 30 años. Existe una excepción que son los fideicomisos forestales, donde dadas sus características productivas especiales, la duración puede llegar hasta los 50 años. En el caso de se trate de las diferentes series habrá que ver el plazo previsto para los flujos de fondos al momento de vencer la última cuota de los créditos fideicomitados.
- **Falta de pago de los servicios:** en cualquier tipo de fideicomiso, la falta de pago o pago parcial de un servicio por insuficiencia de fondos fideicomitados, no constituirá incumplimiento definitivo pues se devengará el rendimiento sobre los montos y conceptos impagos. El monto que no haya podido efectivizarse a los beneficiarios en cada fecha de pago de servicios por ser insuficiente lo recaudado, será pagado por el agente de cobro y por disposición del fiduciario cuando el flujo de fondos efectivamente percibido lo permita. Es decir que un fideicomiso no se liquida automáticamente por la demora en el pago de los servicios comprometidos pues el fiduciario con razones justificadas, lo puede concretar cuando tuviera fondos; pero siempre intentando remitirse a los términos del contrato. Por eso insistimos en la conveniencia de anticipar las situaciones con la redacción de procedimientos que permitan resolver estas situaciones o disminuir su impacto negativo. Por supuesto que habrá que analizar oportunamente los términos emanados del contrato de cada caso pero acorde al mismo, podría establecerse que transcurridos tantos días desde la última fecha de pago de servicios sin que existan fondos suficientes para cancelar la totalidad de los servicios adeudados a los títulos valores que podrían ser de una o varias clases, como por ejemplo certificados de participación clase A, clase B y clase C, el fiduciario debería convocar a los beneficiarios que representen la mayoría absoluta del valor nominal en circulación de los CP clase A y CP clase B para que lo instruyan sobre la reestructuración,

prórroga o liquidación del fideicomiso, en los términos del artículo 24 correspondiente a la ley 24.441. No obstante, en la medida que hubiera fondos disponibles en la cuenta fiduciaria, el mismo procederá a realizar pagos a los CPA y cancelados éstos, a los siguientes CP de la clase B. Dichos pagos en cuanto fueren parciales, se efectivizarán con una periodicidad mínima de treinta días. Pero una vez cancelados totalmente los servicios correspondientes a los CPA y CPB y de existir todavía un remanente en la cuenta, el fiduciario debería proceder al pago de los certificados de participación clase C.

- Derechos de los titulares de certificados de participación clase C: son los CP que tal como vimos anteriormente están subordinados en sus derechos a los de las clases A y B. Una vez cancelados los certificados de participación de grado preferente, los beneficiarios que representen la mayoría de capital de los certificados de participación clase C podrían resolver y en consecuencia dar instrucciones al fiduciario para su ejecución, sobre la cancelación de los C para lo cual podrían disponer de dos alternativas básicas:
  - A: una que implicaría que sea liquidado en forma anticipada el fideicomiso estableciendo el procedimiento de realización de los créditos, que podrán ser readquiridos por el fiduciante o ser adjudicados a los beneficiarios en condiciones equitativas entre ellos, y / o
  - B: la otra que implica el retiro de los certificados de la oferta pública y cotización.

Es pertinente aclarar que adoptada una de las alternativas salvo en el caso que el procedimiento de realización de los activos haya tenido efectivo comienzo, podrá ser sustituida en cualquier momento por cualquiera de las otras, por igual mayoría. En el supuesto indicado en primer término (A), salvo que la mayoría de beneficiarios resuelva de otro modo, el valor de reembolso equivaldrá al monto que resulte de aplicar al precio de suscripción oportunamente pagado por los CP remanentes de clase C, y neto en su caso de las amortizaciones percibidas, un rendimiento equivalente al doble del rendimiento de los clase B (valor de reembolso de los clase C) o el importe menor hasta la concurrencia del producido neto de la liquidación en la proporción correspondiente, sin derecho a ninguna otra prestación. La resolución que se adopte debe ser anunciada por parte del fiduciario durante tres días en el boletín de la BCBA. Si hubiera beneficiarios disconformes con la resolución indicada en (B), podrán solicitar el reembolso de sus CP conforme al valor de



reembolso de los de la clase C, sin derecho a ninguna otra prestación. Para ello se debería enviar una solicitud dirigida al fiduciario dentro de los quince días posteriores a la fecha de la última publicación. El valor de reembolso de los clase C debería pagarse dentro de los sesenta días de adoptada la resolución del inciso (A), o de vencido el plazo para solicitar el reembolso en el caso del inciso (B). En este último caso, salvo que antes de esa fecha se hubiera resuelto la liquidación anticipada del fideicomiso, lo que debería ser comunicado por medio fehaciente a los beneficiarios que solicitaron el reembolso.

Como hemos podido confirmar a lo largo del desarrollo del punto IV de la Tesis, los costos de agencia y los que definimos como costos ocultos tienen particularidades cuando los analizamos en relación con los fideicomisos. Si bien la ocurrencia de ambos varía en relación con el tipo de fideicomiso que tratemos, se desprende de lo tratado que su consideración y evaluación son fundamentales en aras del mejor resultado no sólo para los originantes del negocio sino para sus inversores que adhieren y participan. En el caso de los FF hemos remarcado con insistencia las situaciones particulares que supone para el inversor “de riesgo” la aceptación de las condiciones y términos que suponen los CP; es decir la correcta interpretación de los mayores riesgos asumidos dado que se invierte en el éxito del negocio subyacente.

Este punto es de consideración especial dada que en Argentina durante los últimos años se ha intensificado su uso en los FF para la securitización de préstamos relacionados con el consumo, tal como vimos en la parte I de este trabajo, llegando durante el 2008 a cubrir más del 92 % del total de estos instrumentos. Por lo tanto y dado el cambio crítico negativo de las condiciones económicas en el mundo y particularmente en Argentina, donde se encuentran agravadas por la incertidumbre local producto de la inflación, la fuga de capitales, los conflictos sectoriales y políticos y la falta de transparencia de los datos oficiales que reflejan la economía, consideramos como escenario de alta probabilidad de ocurrencia la aparición de problemas en estos fideicomisos pues el estudio de los negocios subyacentes, la suba en los porcentajes de mora por los incumplimientos en el pago de los créditos otorgados y los errores de asignación de créditos por el inadecuado estudio de perfiles de los solicitantes de créditos o la falta de garantías demostrables por parte de los deudores, pueden generar serios conflictos que aparecerán no bien las condiciones de estabilidad cambien, activando un problema de difícil gobierno y solución para el fiduciario, dentro del fideicomiso.

## CONCLUSIONES

Iniciamos la tarea presentando como primera aproximación los antecedentes de la figura del fideicomiso para que luego, a partir de su descripción, el lector pueda avanzar e interpretar la aplicación y utilidad de la misma en los negocios, así como el crecimiento y penetración que ha tenido ésta en las actividades económicas en Argentina. También desarrollamos en detalle la constitución y la aplicación práctica del fideicomiso a los negocios productivos a través de los fondos de inversión directa (FID) para luego, poder explicar en detalle que se entiende por un Business Plan (BP o Plan de Negocios) profesionalmente desarrollado, de manera de comprender cual es la herramienta metodológica que nos permite analizar la oportunidad de un negocio y el negocio mismo con máximo detalle; para luego recién poder analizar la forma jurídica adecuada para estructurarlo.

Luego y ya entrando de lleno en el estudio de los costos de agencia y de un tipo de costos nuevos que identificamos y denominamos “costos ocultos”, realizamos un trabajo de investigación secundaria a través de bibliografía especializada, publicaciones y documentos de diferentes autores y características, para pasar luego a una investigación primaria diseñada ad-hoc, consistente en una serie de entrevistas en profundidad con referentes de la especialidad y una encuesta ampliatoria para profundizar en algunos puntos específicos con respecto a las variables cualitativas. Pero además con el objetivo adicional de obtener también a partir de las respuestas, datos con foco en lo cuantitativo.

Retomando lo planteado en la introducción de esta Tesis y recorriendo todo el desarrollo del trabajo, podemos observar que los resultados producto de la investigación realizada confirman que el fideicomiso y especialmente los fideicomisos financieros cuyos datos particulares son públicos por ser los mismos aprobados por la CNV y autorizada la cotización de sus títulos valores por las diferentes Bolsas de Comercio, han tenido un crecimiento explosivo fundamentalmente a partir de la limitación en las formas tradicionales de acceso al crédito y de la excelente performance demostrada, aún en situaciones de máximo stress, como fueron las acontecidas en Argentina durante los años 2001 y 2002. También ha quedado en evidencia que esta adopción exitosa, en la práctica, no ha podido ser acompañado por la completa y correcta interpretación del instrumento jurídico, dando lugar ha distorsiones en el uso y a errores interpretativos, los que se ven plasmados en la ambigua, incorrecta o incompleta redacción de algunos contratos, que son el corazón de los proyectos apoyados por fideicomisos.

Las razones encontradas luego de realizado el trabajo son muchas pero debemos citar algunas preponderantes como:

- la generalizada e ingenua visión sobre que el fideicomiso es una suerte de herramienta mágica que salva y apalanca cualquier negocio, independientemente si su factibilidad y operatividad son realmente sustentables;
- la falta de capacitación sobre el tema que poseen algunas personas que toman decisiones relacionadas con negocios;
- la falta de asesoramiento profesional idóneo y con experiencia real en la aplicación del instrumento a los negocios;
- la gestión y conducción de negocios fiduciarios olvidando lo principal, que es que los mismos están sustentados, beneficiados y limitados por las implicancias del concepto de fideicomiso y las pautas contenidas en el contrato celebrado.

Este diagnóstico podría estar atenuado debido a lo novedoso de la utilización del fideicomiso en Argentina, pero si nos permitimos observar las cifras involucradas en la industria, alcanza solamente el caso de los fideicomisos financieros con oferta pública, para confirmar el notable aumento en el número de autorizaciones, la cantidad y monto de las emisiones y las promisorias perspectivas instaladas sobre la herramienta en cuanto alternativa de apoyo a los negocios, que permitieron cerrar el año 2008 con un monto colocado total anual de más de \$ 9.700 millones. Esto permite confirmar el suceso positivo y exitoso pero el trabajo también nos lleva la reflexión objetiva pues nos damos cuenta que hubo una falla importante, probablemente producto del crecimiento vertiginoso en su aplicación sin el necesario correlato de la investigación, el control y las tareas de docencia y difusión planificadas desde un abordaje integral, que hubiera sido de mayor utilidad para la comunidad de negocios en Argentina.

Acorde con esta investigación, si analizamos el total de fideicomisos financieros aprobados por la CNV y autorizados a cotizar por la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, comprobaremos que con un comportamiento similar durante los últimos cuatro años, más del 80 % del total de los FF, tuvieron como negocio subyacente créditos para estímulo del consumo. Dada esta magnitud significativa podemos incorporar un punto al análisis reflexivo ya que encontramos en estos contratos, que generalmente se establece un precio por la transferencia de los bienes fideicomitados al fiduciario, lo cual desde el punto de vista jurídico presenta un conflicto interpretativo ya que los principios base de la figura del fideicomiso explican claramente que la transmisión de los bienes del fiduciante al

fiduciario es únicamente a título de confianza, por lo tanto no es ni onerosa ni gratuita. Pero la realidad de los actos nos muestra que no obstante ello, en la mayoría de estos casos se le ha dado un tratamiento remunerativo lo que hasta ahora no ha sido discutido en detalle, pero independientemente de esto, se puede confirmar que las partes han dado respuesta satisfactoria fundamentando así el crecimiento..

A su vez a lo largo del trabajo hemos podido desarrollar los beneficios obtenidos por cada uno de los tres participantes principales de una estructura de fideicomiso, entre los que podemos citar:

- Beneficios para el Fiduciario

- Foco en su actividad principal
- Desarrollo de un servicio a medida para el negocio de su cliente,
- Ampliación del modelo de ingresos si brindara servicios profesionales adicionales como estructuración o colocación,
- Prestigio colateral del marketing implícito en el ámbito de los fideicomisos,
- Desarrollo de expertise en áreas de negocios específicas lo que permite un track record diferenciado.

- Beneficios para los Fiduciantes

- Escala para proyectos asociativos bajo una figura de compromiso específico y acotado temporalmente,
- Aprovechamiento de las ventajas de la securitización,
- Descuento de sus cuentas a cobrar a una tasa competitiva en el mercado,
- Separación patrimonial de determinados activos,
- Aforo y disminución del riesgo del cobro de sus cuentas,
- En determinados casos se lograban beneficios impositivos como los fideicomisos fiduciante – beneficiario y en los FF con oferta pública por la no gravabilidad en el impuesto a las ganancias en las utilidades de los CP. Esto por medio del decreto del PEN 1207 fue eliminado quedando solamente como beneficio para los fideicomisos de infraestructura,
- Palanca financiera muy atractiva y eficiente para obtener financiamiento, especialmente para empresas pequeñas y medianas. Toma especial valor para pymes dado los requisitos de cumplimientos en relación a otras alternativas a las que pueden acceder, que además son más caras y generalmente más burocráticas.

- Beneficios para los Beneficiarios

- Certeza que su inversión tiene destino preestablecido y especificidad,
- Comprensión del negocio en detalle a partir del conocimiento del Plan de Negocios desarrollado,
- Confianza en el manejo profesional y fiduciario de un idóneo en carácter de propietario del patrimonio fideicomitido con un encargo determinado,
- Participación en diferentes calidades de inversores a través del diseño de títulos de distinta clase como A, B y / o C lo que permite que el riesgo de resultados negativos sea mitigado por el orden de prelación en el cobro establecido por contrato.
- Una nueva alternativa de inversión de corto plazo para incorporar a su portfolio en rubros atractivos para las preferencias del inversor o por medio de la securitización de carteras de créditos,
- Posibilidad de elegir opciones de distintas características entre certificados de participación de distinta clase según la aversión al riesgo de cada uno.

Ahora bien respecto al trabajo de campo, podemos clasificar a la muestra de los encuestados, como se dijo todos seleccionados por su prestigio y experiencia en la materia, en dos grupos, uno con mayor experiencia práctica en fideicomisos financieros y otro con mayor expertise en fideicomisos ordinarios. Luego de evaluar los enfoques y conclusiones preliminares de los diferentes casos aplicados y de analizar las respuestas de los especialistas encuestados con respecto a los costos de agencia y a los costos ocultos, podemos concluir que, de las personas consultadas con expertise en fideicomisos financieros y en términos generales incluyendo todo el año 2008, el 90 % respondió que no había experimentado la ocurrencia de costos de agencia. Esto se relacionaba en forma coincidente en cuanto a que los contratos de FF en general son productos casi estandarizados en los cuales hay bajo margen de ocurrencia para conflictos o disparidad de intereses. Asimismo destacaron que el mercado también ejerce un fuerte control disuadiendo los conflictos al estar necesariamente involucrados órganos de control como la CNV y agentes calificados para las funciones que cumplen, como las bolsas de valores, los auditores y operadores técnicos, las calificadoras de riesgo, los asesores de prestigio y los estudios profesionales contables y legales de primer nivel, entre otros. Pero también la mayoría de ellos manifestaron saber positivamente que en los fideicomisos ordinarios el

nivel de conflictividad es mayor que en los financieros por no estar estandarizados y ser negocios diseñados mucho más a medida.

Es importante remarcar que estas respuestas se realizan en el marco de situaciones coyunturales de stress regulares sobre la economía, por lo cual habiendo sido esto alterado notoriamente, sería necesario hacer ajustes para evaluar correctamente las mismas en un nuevo marco de crisis y de defaults. Esta aclaración es importante y también fue respaldada por varios de los encuestados que presentaron serias dudas por el posible comportamiento de estos tipos de costos en los fideicomisos si es que las condiciones coyunturales externas al negocio particular, tuvieran una fuerte crisis que implicaría el cambio abrupto de condiciones de estabilidad y escenarios.

Todo esto nos lleva a considerar las posibilidades y bondades del instrumento en forma detallada y profunda pero dentro de la operatoria regular si que sea de valor para este trabajo extendernos a ciertos casos particulares donde el accionar de las partes del contrato y / o sus operadores pueden ser intencional o negligentemente, responsables de los conflictos e incumplimientos legales.

Continuando el análisis vemos que el 80 % de los encuestados que reconocieron haber tenido experiencia en la concurrencia de conflictos de agencia entre las partes de un fideicomiso, trabajan asesorando o estructurando fideicomisos financieros sin oferta pública y mayoritariamente ordinarios, fundamentalmente relacionados con la producción agrícola y la construcción inmobiliaria.

Casi el 100 % de la muestra respondió que la manera más efectiva de minimizar los costos de agencia consiste en aplicar los recursos necesarios al momento de iniciar la planificación de los negocios, es decir previo al start-up, para contar con el adecuado y completo asesoramiento por parte de profesionales con experiencia en la figura, en el desarrollo de negocios y en el diseño preventivo contractual.

En cambio las respuestas fueron divididas casi en partes iguales cuando respondieron respecto a que los conflictos desatados durante la marcha tuvieran impacto en los costos. Vale aclarar que en estos casos siempre condicionaban la baja incidencia en los costos a la existencia de un buen contrato en términos de contenido, previsión y anticipación. Esto es muy interesante y contundente porque demuestra el valor preventivo que en términos de pesos y relaciones, tiene el diseñar un buen plan de negocios y plasmarlo y sustentarlo en un excelente y completo contrato de fideicomiso.

Esta conclusión no es menor y tiene un valor fundamental ante tantos casos donde con el fin de bajar costos o simplificar la estructuración de un contrato de estas características, se recurre a la copia de los contratos de otros proyectos o se cubren diferentes roles excluyentes entre sí por parte de una misma persona. Esto sucede frecuentemente argumentado intenciones de controlar costos, y en algunas oportunidades estas superposiciones de roles pueden ser hasta incompatibles aunque se les den características que a primera vista los cubran de legalidad.

Pasando a otro punto casi el mismo comportamiento tuvo la respuesta a los costos generados por la realización de addendas durante la marcha del emprendimiento.

Respeto a las respuestas referidas al proceso de liquidación, la mayoría las consideró de alta incidencia en la generación de estos costos siempre que no hubiera sido minimizado al inicio a través de la atención del tema en el contrato. Pero vale aclarar también que la investigación confirma que en general el proceso de liquidación, es un tema casi no contemplado en la mayoría de los contratos y que esto tiene relación con la falta de conocimientos profesionales de los participantes y con la necesidad inconciente de no pensar en situaciones adversas para el negocio que se está iniciando.

Referido a la posibilidad de iniciar litigios por parte del fiduciario durante la marcha, el 100 % lo consideró de baja incidencia, como así también la posibilidad que los fiduciantes - aportantes incumplan en sus compromisos. Lo mismo ocurrió respecto a la sustitución del fiduciario.

En contrario casi el 90 % opinó que los costos de control tienen alta incidencia y deben ser minimizados no sólo al inicio, sino también durante la marcha del negocio.

Finalmente y para sorpresa respecto a lo presupuestado, solamente el 25 % consideró de alta incidencia en los costos la posibilidad de discrecionalidad y derroche por parte del fiduciario.

Ahora bien debemos aceptar que la estructura misma de los fideicomisos produce la duplicación de los problemas de agencia y en consecuencia, sus costos derivados de ello. Esto se da porque existen tres actores fundamentales donde dos de ellos cumplen el rol de “principales”, que son los beneficiarios y fiduciantes, y uno el de “agente”, que es el fiduciario. Los problemas entonces pueden ocurrir en la relación entre fiduciario - fiduciante o en la de fiduciario - beneficiario. Si analizamos la relación desde la óptica de la gobernanza corporativa tradicional, los problemas de agencia se centran en la relación de un principal y un agente como es el caso de los accionistas con el management de una

organización. Pero en el caso de los fideicomisos los costos de agencia se duplican ya que existe un primer problema de relación que podemos llamar tradicional, que es el del fiduciario con el beneficiario, pero además dado el funcionamiento conceptual del fideicomiso existe un segundo problema de relación que es el del fiduciario con el fiduciante.

Además podemos establecer que en el caso particular de los fideicomisos financieros se dan nuevos potenciales problemas de agencia en relación con la figura del banco comercial como controlador del cumplimiento de covenants y controlador del pago de capital e intereses ya que el banco es seleccionado como agente de los tenedores de títulos antes de la emisión de bonos. En el caso del banco comercial podemos ver que se produciría un conflicto claro de asimetría de información cuando el inversor es atendido por un empleado supuestamente idóneo en el tema y éste ya sea por falta de interés personal, por falta de capacitación o por falta de incentivos, no cuenta con los conocimientos adecuados para cubrir la función de asesoramiento en inversiones. Esto más concretamente se puede ver en la falta de una oferta de alternativas de inversión acorde al perfil del inversor o en confusiones técnicas de conceptos como “maturity vs. duration, tipos de tasas y costos financieros”.

También esto sería extensible a las calificadoras de riesgo que anualmente evalúan los activos expresando su opinión, pero que su contratación está directamente relacionada con la decisión del fiduciante.

Con respecto a los gastos no previstos y costos de agencia durante la marcha de estos fideicomisos, especialmente los que tienen como activo subyacente créditos de consumo, el comportamiento general fue de acuerdo a lo proyectado no registrando un índice de mora ni de precancelación superior a la media del mercado. Los inversores que participaron como beneficiarios mayoritariamente obtuvieron el rendimiento pautado en la oferta publicada y promocionada en cada oportunidad. En consecuencia y si agregamos que los contratos con este tipo de operatoria y activos subyacentes son muy similares y por lo tanto casi estandarizados, vemos sin lugar a discusiones que necesariamente se reduce mucho la posibilidad de generar desalineamientos en los comportamientos de propietarios y gerenciadore de esos activos. Igual seguimos alertando que esto es una conclusión en el marco de la economía nacional y global hasta septiembre de 2008, dado que el cambio de paradigma mundial acontecido en ese momento, está generando modificaciones radicales



que inevitablemente tienen consecuencias en todos los aspectos de la economía de las naciones.

Sintetizando podemos afirmar que tanto los costos de agencia como los ocultos en este tipo de estructuraciones sobre FF son poco significativos y que la principal justificación reside en la similitud de los contratos, de las operaciones y de los activos subyacentes lo que lleva a tener productos casi estandarizados.

También podemos a través del análisis comparativo en una serie de contratos de fideicomiso ordinario inmobiliario para obras residenciales de características comunes al mercado tipo, establecer algunas conclusiones respecto a los costos estudiados. En general encontramos que se delimita en forma específica el objetivo empresarial, así como la duración del fideicomiso con un plazo máximo de seis años. También con respecto al control y rendición de cuentas, pero no resultando mayoritariamente así con respecto a la obligación que la rendición debe ser aprobada por los fiduciantes y considerar sus observaciones.

Un punto que es cuestionable desde la base misma de la doctrina jurídica y sobre el que se observan tratamientos en la práctica muy dispares, se refiere a los incentivos que el fiduciario obtendrá por su performance durante la marcha del negocio y concreción en tiempo y forma, lo cual claramente sería una interesante línea futura para investigar y desarrollar, pues actuaría sobre las motivaciones, premios y castigos y alentaría las finalizaciones en término, especialmente en rubros como el inmobiliario donde los tiempos de obra son muy difíciles de medir, cumplir y controlar; entre otras cosas por la multiplicidad de gremios involucrados. Otro punto a profundizar que se presenta en general como una debilidad en estos contratos es el referido a la contratación de servicios profesionales por parte del fideicomiso para llevar a cabo sus objetivos ya que podrían no ser los óptimos para el objeto del fideicomiso, al no ser explicitada la forma de su contratación.

Queda en forma concreta que sobre el supuesto de si “el fideicomiso tiene los mismos costos de agencia, costos residuales y problemas de incentivos que una empresa de un tipo societario clásico” se confirma que como hipótesis es falsa ya que ambos contratos tienen profundas diferencias y en consecuencia sus responsabilidades y operatoria serán diferente. Respecto a los costos de agencia los mismos se reducen en virtud de estar acotada la discrecionalidad del fiduciario por las regulaciones contenidas en la ley por los apartados específicos contenidos en los contrato de fideicomiso.

Esto además es consistente con lo sostenido por otros autores ya citados que coinciden en que la delimitación de los objetivos empresarios es muy importante para reducir los costos de agencia.

Con respecto a los incentivos como se mencionó anteriormente, sería deseable una estructura de incentivos que vaya premiando al fiduciario en relación al avance del proyecto y al cumplimiento de todas las etapas. Una alternativa interesante que no se observa regularmente en los contratos, sería establecer objetivos por grado de avance y que queden consignados en el contrato. Es más en el mismo se podría establecer pagos anuales fijos y a la finalización un pago excepcional por el valor del mercado de la empresa menos los aportes ponderado en un porcentaje a establecer. Seguramente este es un tema a estudiar seriamente pero se puede proponer un porcentaje que tenga ajustes acorde los grados de avance del proyecto; por ejemplo si se ejecuta la obra en el plazo estipulado tendría un porcentaje prefijado de premio, pero si el proyecto se retrasa sobre determinado porcentaje establecido como base, entonces se debería penalizarlo con una escala de pérdida en relación al porcentaje de premio. Pero también si el contrato se realiza en un período de tiempo menor, habría que elevar ese porcentaje y así sucesivamente, a manera de incentivo y premio.

Pero este punto referido a incentivos, ponemos énfasis en que se debe realizar en un marco de discusión previo para no tener puntos de choque o errores interpretativos respecto a la ley 24.441 que indica claramente las incompatibilidades del fiduciario, ya sea con el fiduciante como con los beneficiarios, situación esta última donde podrían existir conflictos concretos respecto a incentivos para el fiduciario.

Considerando la existencia real de ambos tipos de costos podemos afirmar que la consecuencia de ambos es la destrucción de valor en las empresas u organizaciones, y de ello se desprende la importancia de su estudio y consideración.

En el caso de los costos de agencia el quiebre surge por la dispar alineación entre los intereses de los propietarios en su rol de accionistas y los del management en su rol de ejecutivos-administradores. En el caso de los costos ocultos el punto surge por la falta de idoneidad, la urgencia y falta de planificación a la hora de diseñar proyectos pero también producto del desconocimiento de las actividades y problemas que implican la ejecución

práctica de los negocios, o la imprevisión y el excesivo optimismo respecto a la evolución positiva de cada emprendimiento<sup>9</sup>.

Es decir que la existencia de estos costos se vería confirmada así como la mayor incidencia de ambos costos en los fideicomisos ordinarios, especialmente en aquellos organizados como fondos de inversión directa donde la actividad productiva requiere una mayor especialización y técnica pero además porque el desarrollo mismo de los negocios de la economía real, implican una tasa mucho mayor de variabilidad y cambio lo que obliga a un esfuerzo mayor del management que debe acostumbrarse a convivir con el cambio a través de un proceso de toma de decisiones muy eficiente.

También se confirmó que la razón fundamental de esta diferencia en los FF radica en la estandarización de los procedimientos y de los contratos de los fideicomisos financieros con oferta pública, sobretodo aquellos que tienen como objeto la securitización de préstamos orientados al consumo.

Sabemos que el estudio de campo realizado sobre la problemática de la generación de los costos de agencia y los costos ocultos con su incidencia en los fideicomisos nos ha servido para la validación, finalmente, de los planteos originales y para desarrollar las conclusiones pertinentes y motivar de ser posible, nuevas cuestionamientos sobre puntos cuya investigación sugirió otros abordajes y problemas que están fuera del alcance del presente trabajo.

Pero también la metodología implementada nos permitió analizar la situación desde una visión integral en el tiempo para detectar la existencia de causas que validen o no las hipótesis planteadas y abordar los aspectos relativos a las conclusiones con la convicción de obtener nuevas y contundentes reflexiones que contribuyan al enriquecimiento de la discusión científica, dando pié a la apertura de nuevas líneas de investigación en el futuro.

Como parte del trabajo también surge la importancia de lograr mayor difusión y docencia para el conocimiento público más acabado de la herramienta fideicomiso, así como la importancia de la generación de información adecuada, el desempeño profesional de los participantes dentro de un negocio estructurado bajo un contrato de fideicomiso y el diseño de estamentos de control idóneos.

La experiencia práctica nos permite asegurar que existen tres grandes áreas donde se concentran la mayoría de los errores que obstaculizan la aplicación efectiva del fideicomiso; estas son:

<sup>9</sup> Pertierra Cánepa, Francisco M., Op cit. 2008. Pág. 105.

- el “contenido y redacción” de los contratos;
- la “adecuación” a las leyes vigentes y
- la falta de “definición e interpretación” de los roles de los participantes.

Sabemos que para que haya fideicomiso es condición necesaria pero no suficiente que exista confianza entre las partes; esto se traduce desde el origen en el pacto fiduciario; pero además debe existir una transferencia real de bienes y/o derechos. Por lo tanto es fundamental aclarar que esta transferencia no es en forma plena, sino acotada por un plazo y/o condición determinada en el contrato que limitan su proceder y duración.

Hay otra confirmación fundamental y es que respecto a la deficiente difusión de los conocimientos adecuados sobre fideicomisos del mercado. Además la insuficiente cantidad de profesionales idóneos en el uso del fideicomiso, el diseño de planes de negocios sin el asesoramiento adecuado y la improvisación de quienes impulsan los negocios en las etapas iniciales con ausencia de una planificación coherente, seria y profesional, también se dan por comprobadas, lo que confirma la importante incidencia que pueden tener estos nuevos costos que denominamos “ocultos”.

Si bien es cierto que el éxito de un proyecto o empresa debiera generar beneficios para todos sus integrantes, va de suyo que en condiciones normales los propietarios exigirán siempre maximizar el valor de su empresa pues ello tiene impacto directo en su economía personal. En el caso del management estos beneficios pueden no estar tan directamente relacionados y no siempre el maximizar el valor de la empresa que los contrata, significa que sus intereses personales se vean positivamente afectados.

Esta situación es común en todos los tipos de organizaciones independientemente su tamaño y etapa, pero seguramente en las grandes organizaciones los costos de agencia tengan mayor incidencia por la cantidad y diversidad de accionistas y el dimensionamiento del staff de conducción y gestión, mientras que en las organizaciones más chicas o en los proyectos en etapa de start-up tengan mayor peso los costos ocultos dada la mayor incertidumbre, la falta de capacidad de maniobra, la aversión al riesgo, los esquemas de management familiar, las estructuras de asesoramiento más reducidas, etc..<sup>10</sup>

Por todo lo desarrollado confirmamos que los problemas de agencia serían menores en la estructuración tradicional de emprendimientos y por lo tanto lo serían sus costos. Consecuentemente podemos afirmar que la estructuración a partir de fideicomisos en este

<sup>10</sup> Pertierra Cánepa, Francisco M. op cit. 2008. Pág. 105.

aspecto contendría una desventaja comparativa en relación a las formas de organización tradicional.

Pero haciendo un análisis más profundo sostenemos que esta es una desventaja surgida de la naturaleza misma del fideicomiso, pero que esa misma naturaleza es la que genera todas las otras ventajas, que hacen que el fideicomiso sea un instrumento de alto valor real y potencial en la medida que sea aplicado en forma idónea. Pero también hemos demostrado que los potenciales problemas de costos de agencia y costos ocultos podrían ser disminuidos y atenuados a partir del contrato que celebren las partes. Sintéticamente esto es utilizando una de las grandes ventajas del fideicomiso que es la versatilidad y la posibilidad de crear un patrimonio de afectación que se rija por las reglas establecidas “a medida” de las partes intervinientes.

Con respecto a los costos ocultos en general se percibe un consenso en cuanto a que las contingencias fiscales, los vacíos contractuales y la falta de experiencia práctica en la operación de un fideicomiso son los principales costos que se experimentaron en la operatoria regular. Se ha confirmado que estos costos se ven aumentados en los fideicomisos ordinarios y especialmente en los productivos, ya que es donde se precisa y requiere de mayores conocimientos técnico – productivos y específicos de la actividad desarrollada, por lo cual el rol activo y con fuerte expertise de los participantes es de valor fundamental. Esto principalmente se debe reflejar en los conductores como el fiduciario, el desarrollador y el operador, pero también en los auditores ya que todos en suma, permiten el logro de los objetivos. Por el contrario en los fideicomisos financieros, no se ha hecho tan evidente la generación de costos ocultos por lo ya explicado, a excepción de algunas cuestiones impositivas o del proceso no planificado de liquidación del fideicomiso. Por supuesto nuevamente aclaramos que esto se concluye en el marco de la tesis que en ningún momento considera las acciones e intencionalidades de las personas fuera del marco de la ley.

También surge producto del trabajo que debemos poner el mayor énfasis para que a través de una fuerte actividad de docencia, el mensaje llegue a todos los destinatarios en forma clara y comprensible, de manera de evitar la generalización de conceptos erróneos que muchas veces son los que producen los fracasos con el consiguiente daño para los participantes, para el resto de los stakeholders y, fundamentalmente para la figura del fideicomiso. Se hace fundamental comprender cabalmente que el fideicomiso es solamente

un vehículo jurídico y como tal, un medio para lograr un fin determinado. Nunca es un fin en sí mismo.

Si bien existe un reclamo lógico de una parte de la sociedad hacia la mejora de la ley y a lograr mayores regulaciones sobre el fideicomiso, podemos aceptar que existe esa debilidad legal pero que eso mismo permite mucha flexibilidad y agilidad en el uso del fideicomiso, pero que siempre debe estar circunscripto a los parámetros marcados por la ley. Por esto es que elegimos y remarcamos como mejor forma de minimizar los costos de agencia, dedicar mucho esfuerzo al momento del estudio e inicio de los proyectos, aplicando los mejores conocimientos de las artes necesarias que requieren estas estructuraciones y diseñar un excelente contrato que contemple todas las situaciones posibles, los roles y funciones, los derechos y obligaciones concretos e incorporando los controles y órganos adecuados para conducirlo al éxito en la práctica. En todo esto no debe faltar la discusión al menos, de una excelente compensación al fiduciario por sus servicios de manera que se sienta incentivado a realizar sus mejores esfuerzos en los términos del fideicomiso, evitando la posibilidad de surgimiento de costos de agencia y costos ocultos.

Podemos afirmar que el fideicomiso y su reglamentación en Argentina puede tener falencias y debilidades, ya sea como dice el especialista Silvio Lisoprawski que sean causadas por la incompleta regulación vigente, o por ignorancia o por mala interpretación de los que lo utilizan y de los que lo “venden”, pero eso no quita que sea una herramienta dinámica, flexible, capaz de proporcionar un medio necesario para realizar negocios que otras estructuras societarias no podrían lograr<sup>11</sup>.

Por otra parte en algunos casos la figura podría haber quedado asociada en forma negativa a grandes operaciones financieras y / o a jugadores relevantes de nombre reconocido en el mercado financiero y de capitales, jerarquizados o no, lo que podría haber actuado como barrera para la generalización de proyectos productivos que hacen a la economía real y a las necesidades de inversión de los ciudadanos en forma particular. Esto afectaría mayormente a las pymes en su conjunto y a las economías regionales en particular, pues consideramos que la verdadera misión de palanca que tiene la figura del fideicomiso con todas sus bondades, es dar mayor seguridad y garantías para la concreción de los negocios responsablemente planificados, con asesoramiento idóneo y dirigidos y ejecutados por empresarios dispuestos a asumir el riesgo empresario inherente a las actividades productivas.

<sup>11</sup> Lisoprawski, Silvio. “Auge del Fideicomiso”. Buenos Aires, Editorial La Ley, 2007.

En lo que respecta a los fideicomisos productivos, estos son el issue pendiente de explosión y deben ser materia de preocupación estratégica ya que además de dar mayor seguridad a los inversores y a los participantes, generan un genuino crecimiento económico que beneficia a la zona donde se localizan los proyectos. Estos por la propia inercia generan beneficios para la región o provincia y en consecuencia directa para el país, puesto que se incentiva la demanda de mano de obra, de servicios y de especialistas<sup>12</sup>.

El estímulo del crecimiento también apuntala la movilidad social y la mejor distribución de los ingresos a la vez que favorece el mantenimiento de las fuentes de trabajo y la radicación en el lugar, evitando así el conflicto socio-económico-cultural y geográfico que genera la migración del interior hacia las grandes ciudades.

Finalmente y antes de hablar sobre constituir un fideicomiso debemos pensar y analizar el proyecto sobre el que vamos a trabajar, y esto solamente lo permite detectar en forma profesional, honesta y detallada, un excelente diseño y desarrollo de un Business Plan, el cual no solo debe ser realizado profesionalmente y con el asesoramiento idóneo, sino que para concretarlo se deben poner en acción recursos humanos y materiales dispuestos a trabajar en equipo, con los tiempos necesarios y adecuados en pos del objetivo. Si el negocio productivo no es atractivo en términos de retorno y sustentabilidad, o la cartera de activos financieros no tiene buena performance, o los adjudicatarios de los créditos no tienen antecedentes sólidos, no hay manera que utilizando la figura del fideicomiso podamos convertirlos en negocios rentables y eficientes.

Pese a que no fueron objeto de este estudio queremos dejar claramente planteado otra de las grandes utilidades que puede tener el fideicomiso que, si está correctamente utilizado y estructurado, es una verdadera palanca sinérgica para consolidar los proyectos que el Estado impulsa, promueve y / o participa desde cualquiera de sus tres niveles, sea nacional, provincial o municipal, pero siempre acorde a su naturaleza y función, tiene como objetivo fundamental lograr mejores condiciones de vida, trabajo y recreación de la nación. Estos fideicomisos podrían ser la gran herramienta para que el Estado siempre en pos del interés común y bajo regulaciones especiales que no afecten al fideicomiso legislado en Argentina y que pertenece indiscutiblemente a la órbita del derecho privado, pueda impulsar proyectos de participación mixta que se concreten y brinden garantía de éxito, al ser

<sup>12</sup> Pertierra Cánepa, Francisco M., “Fideicomisos Productivos”, Notas de clase, módulo 2 del Curso de Fideicomiso y Negocios, Universidad Católica de Salta, agosto de 2008

transparentes en la gestión de los fondos, en su asignación al proyecto y en la selección y gobierno de todos los participantes del emprendimiento. Esto permitiría concretar los máximos objetivos que deben interesar al Estado en beneficio de toda la comunidad, es decir considerando el concepto de comunidad integral del área de acción e influencia, es decir los stakeholders<sup>13</sup>.

También producto del trabajo realizado en esta Tesis surgen líneas futuras a desarrollar relacionadas con los costos estudiados, que son de enorme interés y alto potencial de utilidad como ser las motivaciones por incentivos, donde habría que estudiar minuciosamente la naturaleza del contrato y su aplicación.

Otra línea podría surgir de profundizar acerca de los posibles abusos y negligencias de parte del fiduciario durante la vigencia de sus responsabilidades y como acotarlos. Además convendría profundizar en lo casuístico y una línea de estudio empírico podría constituirse para relevar los fideicomisos ordinarios, especialmente los inmobiliarios y los agropecuarios; también para determinar aquellos que hubieran tenido problemas y conflictos de organización u administración que generaron costos extras, de manera de poder estudiar causas y consecuencias y establecer patrones de aplicación.

Finalmente, se presenta como atractivo estudiar el impacto de un contexto de mantenimiento y / o profundización de la crisis nacional donde el desempleo, la inflación, la desconfianza y la suba generalizada de tasas pueda producir un aumento significativo de la mora o directamente el incumplimiento del pago de los créditos, lo cual generaría la aparición de un nuevo paradigma sobre el comportamiento económico productivo general y en consecuencia de las operaciones fiduciarias, especialmente las de apalancamiento de préstamos de consumo, y de este tipo de costos que hemos tratado. Para esto sería necesario ampliar el estudio para considerar el comportamiento y las consecuencias de estas estructuraciones ante el cambio en el paradigma mundial y local ocurrido producto de la crisis internacional a partir de mediados del año 2008.

<sup>13</sup> Pertierra Cánepa, Francisco María, “Fideicomisos privados de interés público”, cuadernillo de clases, módulo 5 de Cátedra de Fideicomisos y Securitización del Master en Finanzas del CEMA, Buenos Aires, Argentina, Universidad del CEMA, 2007 y 2008.



## **BIBLIOGRAFÍA**

Para consultas, anexos, cuadros, tablas y gráficos, referir a:

1. Pertierra Cánepa, Francisco María. “Tesis Doctoral: Fideicomisos en Argentina: costos de agencia y costos ocultos”. Universidad del CEMA. 2009.

Para mayor información, referir a:

2. Pertierra Cánepa, Francisco María. “Fideicomiso y Negocios”. Editorial Alfaomega. 2014.