

Pertierra Cánepa, Francisco María

**Working Paper**

## Problemas de gobernancia en fideicomisos: Costos de agencia y costos ocultos

Serie Documentos de Trabajo, No. 424

**Provided in Cooperation with:**

University of CEMA, Buenos Aires

*Suggested Citation:* Pertierra Cánepa, Francisco María (2010) : Problemas de gobernancia en fideicomisos: Costos de agencia y costos ocultos, Serie Documentos de Trabajo, No. 424, Universidad del Centro de Estudios Macroeconómicos de Argentina (UCEMA), Buenos Aires

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/84476>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

**UNIVERSIDAD DEL CEMA  
Buenos Aires  
Argentina**

Serie  
**DOCUMENTOS DE TRABAJO**

**Área: Negocios**

**PROBLEMAS DE GOBERNANCIA EN FIDEICOMISOS:  
COSTOS DE AGENCIA Y COSTOS OCULTOS**

**Francisco María Pertierra Cánepa**

**Julio 2010  
Nro. 424**

**[www.cema.edu.ar/publicaciones/doc\\_trabajo.html](http://www.cema.edu.ar/publicaciones/doc_trabajo.html)**  
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>



# **Universidad del CEMA**



**DOCUMENTO DE TRABAJO. ÁREA DE NEGOCIOS.**

**TITULO:**

**“Problemas de gobernancia en fideicomisos: costos de agencia y costos ocultos”**

**Autor: Francisco María Pertierra Cánepa**

**junio de 2010**

# **“PROBLEMAS DE GOBERNANCIA EN FIDEICOMISOS: COSTOS DE AGENCIA Y COSTOS OCULTOS”**

Por Francisco María Pertierra Cánepa<sup>1</sup>

*Dedicado a mis hijos Sofía María y Ramiro María, por ser fuente permanente de alegría y motivación para superarme como persona, como padre y como profesional.*

## **Abstract**

*Las modernas concepciones del management organizacional contemplan la estrategia, la responsabilidad social, el gobierno corporativo, el liderazgo y una visión profunda de los negocios que incluye el respeto por los valores éticos, por las personas, por la comunidad y el medio ambiente.*

*Antes el concepto “empresa” obligaba a una visión unidireccional de rentabilidad para el accionista, pero la visión superadora de nuestros días la trasciende y convierte a las empresas en instituciones creadoras de riqueza, propulsoras del desarrollo y la investigación, y en fuentes generadoras de empleo y capacitación para sumar al bienestar común.*

*El concepto de Corporate Governance implica el estudio de las relaciones entre todos los stakeholders de las organizaciones y los problemas que generan, de manera de poder estudiarlos y diseñar una serie de herramientas y procedimientos que permitan disminuir su impacto.*

*En este trabajo nos enfocaremos desde la óptica de la gobernanca, en el estudio de los costos de agencia y de los costos ocultos en los fideicomisos, ocurridos por fallas de responsabilidades y deberes fiduciarios de los propietarios de las empresas y su management. Se pretende demostrar que estos costos pueden ser previstos y consecuentemente acotados o evitados, si son estudiados e incorporados a la planificación de la gobernanca de los negocios.*

<sup>1</sup>Doctor en Dirección de Empresas y Master en Dirección de Empresas (Ucema). Ingeniero Agrónomo (UBA). Profesor de las Cátedras de “Entrepreneurship” en el MBA y de “Fideicomisos, Fondos de Inversión Directa y Securitización” en el Master de Finanzas de la Universidad del CEMA. Miembro de la Comisión Directiva y ex - Director Ejecutivo de la Cámara de Fideicomisos y Fondos de Inversión Directa en Actividades Productivas (CAFIDAP). Director del área de Management, Estrategia y Fideicomisos del Estudio Joaquín Ledesma y Asociados. Responsable del área de Desarrollo Institucional de Cáritas Buenos Aires. Estos puntos de vista no representan necesariamente los de la Universidad del Cema.

*Consideramos que el análisis de estos costos constituye un enfoque original dentro de las teorías de gobierno corporativo, máxime cuando se presenta en el fideicomiso la particularidad del desdoblamiento de la propiedad entre los originantes y el fiduciario, que actúa en función del encargo de confianza y a favor de los beneficiarios.*

*Es así como logramos identificar y demostrar que los costos de agencia y los costos ocultos relacionados con los fideicomisos pueden ser costos de alto impacto, que tienen en muchos casos, relación directa con la responsabilidad y cumplimiento de los deberes fiduciarios del management y los accionistas de las organizaciones. Por lo tanto su análisis y control forman parte del diseño y la planificación de las actividades del gobierno corporativo. Finalmente analizamos algunos casos de fideicomisos que presentaron serios problemas, donde encontramos denominadores comunes relacionados con el tema de discusión.*

# INDICE

1- INTRODUCCION

2- DEL FIDEICOMISO

3- GOBERNANCIA; COSTOS DE AGENCIA Y COSTOS OCULTOS EN FIDEICOMISOS

3.1. Agencia, empresa y gobernancia: relaciones y problemas.

3.2. Fideicomisos y costos de agencia

3.3. Fideicomisos y costos ocultos

4- CASOS PRÁCTICOS ESTUDIADOS.

4.1. Caso 1: Bonesi S.A.

4.2. Caso2: Saturno Hogar S.A.

4.3. Caso 3: Otero S.A.

5- CONCLUSIONES

6- BIBLIOGRAFÍA

7- ANEXOS

## ***“PROBLEMAS DE GOBERNANCIA EN FIDEICOMISOS: COSTOS DE AGENCIA Y COSTOS OCULTOS”***

### **1- INTRODUCCIÓN**

Gran parte de la vida de los seres humanos se desarrolla dentro de las organizaciones por lo cual es inevitable que la cultura corporativa y los principios éticos de ellas, tengan incidencia sobre quienes allí trabajan. Pero las personas también tienen sus propios valores y viven acorde a su paradigma, por lo tanto al trabajar en organizaciones pueden encontrar similitudes y diferencias al respecto<sup>2</sup>. De esto se desprende la importancia de la relación entre la forma de dirección, los valores corporativos, las personas y la sociedad.

En consecuencia las organizaciones deberían tener una visión amplia de los negocios que incluya fundamentalmente el respeto por los valores éticos, por las personas y comunidades y por el medio ambiente. Pero esto debe materializarse desde la cultura empresarial a través del desarrollo de programas y acciones concretas relacionadas con lo geográfico, lo social y lo comunitario en aquellos ámbitos donde se interactúa. En consecuencia, debe ser una forma integrada y establecida de pensar, hacer y conducir los negocios.

Hoy las empresas deben desarrollar visiones que las trasciendan y ser creadoras de riqueza, propulsoras del desarrollo y la investigación, y fuentes generadoras de empleo y capacitación para contribuir al bienestar común. Como protagonistas de esta nueva misión las empresas tienen la obligación de realizar un balance social, es decir transparentar e informar a los grupos de interés sobre las actividades que desarrollan. Estrechamente ligado con estos conceptos está el de Corporate Governance, que consiste en el estudio de las relaciones entre los stakeholders de las organizaciones, ya sean accionistas, directores, staff, bonistas, clientes, mercados, proveedores gobiernos y la comunidad. Interpretar este moderno concepto implica estudiar y comprender las relaciones que hacen a un sistema armónico e integrado de conducción responsable. Es un concepto amplio que ocurre necesariamente en todo tipo de organización independientemente de su escala, campo de acción y éxito. Implica conocer la estructura de la propiedad, los principios y valores, los roles de propietarios y del management, la

<sup>2</sup> Pertierra Cánepa, Francisco María, “RSE y Corporate Governance”. Cuadernillo de la Cátedra de Entrepreneurship del MBA. Buenos Aires, Universidad del CEMA. 2006. online, [www.cema.edu.ar/u/fpeca](http://www.cema.edu.ar/u/fpeca) y [www.cafidap.org.ar](http://www.cafidap.org.ar), febrero 2010

responsabilidad de los directorios, los códigos y procedimientos, los deberes, responsabilidades y derechos, la circulación de la información, los conflictos de intereses y los sistemas de premios y castigos.

Por consiguiente una empresa inteligente y ética es la que frente a los problemas de su comunidad interna y externa, analiza alternativas y se pone en acción, trabajando en conjunto con sus pares para buscar la mejor solución, justa y equitativa, y se involucra en la adaptación al cambio. Para poder llevar adelante con éxito una política integral y sustentable con una gestión ética y socialmente responsable con todos los públicos vinculados, es necesario cumplir con los deberes de ciudadano corporativo y responder satisfactoriamente las crecientes demandas de la comunidad.

Actualmente y cada vez más, los mercados de capitales reconocen a las empresas que realizan una gestión activa como ciudadanos corporativos y esto se manifiesta en su crecimiento, reputación pública, share de mercado, confianza y alternativas de financiación. Estos temas son centrales para todas las empresas, sean chicas, medianas o grandes pues es una inversión que construye valor estratégico para las empresas.

Aquellos valores denominados “integrales” como justicia, honestidad, verdad, lealtad, respeto por los derechos humanos, aceptación de las diferencias, fortaleza ante la adversidad, respeto a la ley, actitud positiva a la información, a la capacitación y a la transparencia, solidaridad, cuidado de los recursos ambientales no renovables, compromiso por la educación, por la salud y la participación cívica, deberían ser fundamento en los códigos de ética de todas las empresas y de práctica ordinaria consciente, independientemente del tamaño y la facturación anual. Ya no alcanza con el desarrollo de buenos productos a precios competitivos; ahora se exige cuidar el medio ambiente, a la sociedad y al resto de los stakeholders para lograr un desarrollo sustentable. Por todo esto es que la responsabilidad social y los principios y manuales de conductas de gobierno corporativo son una realidad con rol protagónico creciente, que deben estar contempladas en la Visión de la empresa y en su Estrategia, por ser factores clave para lograr competitividad. Por lo tanto el desafío consiste en integrar estos conceptos y actividades a la cultura empresarial para darle sustento en el largo plazo y que se conviertan en un activo diferencial por ser superadoras de las estrechas visiones cortoplacistas.

Presentado el tema podemos focalizarnos en un caso muy importante y especial de gobierno corporativo como son los deberes fiduciarios en los fideicomisos. Para ello,

basándonos en los resultados de un trabajo de investigación desarrollado ad-hoc por el autor de este trabajo con motivo de su Tesis Doctoral, presentaremos el caso de los negocios bajo fideicomisos, demostrando las fallas de gobierno que presentan y su importancia, dado que son el instrumento financiero de mayor desarrollo y éxito reconocido en los últimos 10 años.

Sabemos que los costos de agencia se originan 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. También que existen gran cantidad de relaciones de agencia en las empresas que muestran que los incentivos de los principales y los agentes no son iguales y que pueden generar conflictos que la gobernancia debiera entender y atender.

En el mercado del fideicomiso en Argentina pudimos detectar conflictos innecesarios que son muy costosos, y muchas veces mal solucionados. Por lo tanto la responsabilidad recae en los accionistas, el directorio y el staff gerencial; y el diseño y control pertenecen al ámbito de la gobernancia de la organización.

Finalmente analizaremos algunos casos de estrés ocurridos en fideicomisos financieros que tuvieron amplia repercusión pública donde encontramos fuerte correlación con los costos estudiados que hacen a las responsabilidades de la gobernancia corporativa.

## **2- DEL FIDEICOMISO**

Fideicomiso es un encargo en confianza que una persona le hace a otra y que se plasma en un contrato de carácter jurídico. Por lo tanto la utilidad de este contrato será la de su contenido, que dependerá de las características del encargo realizado expresado en los términos del documento.

Hay fideicomiso<sup>3</sup> cuando una persona transmite la propiedad fiduciaria de ciertos bienes a otra para que sean destinados a una finalidad determinada. Las dos partes denominados fiduciante y fiduciario, son quienes firman el contrato para cumplimentar de la mejor manera posible los objetivos enunciados en su redacción, con la finalidad de que su accionar esté reglado y se desarrolle en favor de los beneficiarios designados en el contrato. Es importante destacar que el fideicomiso no constituye un fin en sí mismo, sino que es el instrumento utilizado para otorgar mayor seguridad jurídica y garantías a

<sup>3</sup> Nota: la ley 24.441, fue promulgada en Argentina en el año 1995 y publicada en el boletín oficial el 16 de enero de 1995. Fue denominada "Ley para el Financiamiento de la Vivienda y la Construcción".

un negocio; por lo tanto el fin es el negocio subyacente y el fideicomiso es 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. Las características específicas del fideicomiso le dan su carácter tan particular y flexible, entre ellas podemos citar que<sup>4</sup>: es un contrato bilateral, ni oneroso ni gratuito; es formal ya hay contenidos obligatorios del contrato plasmados en la ley; es de cumplimiento diferido, sucesivo o periódico; asegura la especificidad ya que tiene un objetivo específico redactado en el contrato; tiene mayor certeza en el flujo de fondos y, finalmente el nuevo patrimonio que se forma está protegido por un escudo jurídico indestructible.

Respecto del rol del Fiduciario para la gobernancia podemos destacar que el mismo tiene vital importancia ya que debe ser sinónimo de confianza y responsabilidad, pues siendo una de las partes del contrato, asume y acepta convertirse en propietario de bienes ajenos pero solamente con un fin específico y acotado, que es el encargo que le hace quien le trasmite los bienes.

Para poder cumplir el compromiso es necesaria la creación de un patrimonio nuevo que si bien será incorporado a su propiedad, tendrá el carácter de propiedad fiduciaria lo cual lo hace diferente del patrimonio propio, ya que este último es de carácter perpetuo y de libre disponibilidad en cuanto a su destino. Al recibir y aceptar la propiedad fiduciaria de los bienes, le caben todas las responsabilidades acorde a la ley imperante en el ámbito donde se desarrolle el contrato.

La ley 24.441 trata el rol del fiduciario y las incompatibilidades del mismo, así como también sus obligaciones y derechos. El artículo 7 de ella dice que no se dispensará al fiduciario en casos donde este incurra en culpa o dolo, lo que es fundamental ya que le permitirá a los damnificados accionar con todo el rigor emanado del completo sistema legal vigente, en todos los casos donde se comprobara que el fiduciario hubiera actuado así. La importancia reside en que lo hace responsable aún no teniendo intencionalidad, es decir se castiga la negligencia o falta de idoneidad. Esto es fundamental para estimular pero a la vez acotar, el desempeño del fiduciario, quien debe comprometer sus mejores esfuerzos profesionales para desempeñar la tarea que le fuera encomendada bajo el marco de confianza que en él fue depositada. El rol del fiduciario es de tal

<sup>4</sup> Pertierra Cánepa, Francisco María. "Fideicomisos y Negocios: costos de agencia y ocultos". Tesis Doctoral. Buenos Aires, Universidad del CEMA. 2009

amplitud que debe velar por todos los aspectos del proyecto, aún los que delegue en dependientes idóneos contratados por él, pero que actúan con su conformidad y consentimiento. Es decir que se extiende el análisis de responsabilidades de cada fiduciario a los terceros partícipes, mediante los cuales este se puede valer para cumplir sus funciones. Por eso es fundamental conocer a quien desempeñará el rol de fiduciario, y que sea una persona experimentada, con criterio y responsabilidad para actuar en los negocios.

Por todo esto es que comprendiendo el enfoque de la gobernanza y en protección de las responsabilidades del fiduciario y en defensa del negocio, se debería planificar un set de procedimientos y mecanismos de consulta y validaciones con representantes de los fiduciantes y beneficiarios.

Por lo antedicho, el único camino correcto para analizar negocios bajo contratos de fideicomiso, debe centrarse en cuatro aspectos:

- el desarrollo del Plan de Negocios (producto, mercado, estrategia, escenarios, proyecciones, etc. del negocio objetivo),
- los antecedentes y la capacidad del Fiduciario para el cumplimiento del encargo,
- los valores, códigos y procedimientos para el diseño de la gobernanza,
- los términos del contrato con sus derechos y obligaciones consecuentes.

Fundamentalmente y como etapa previa a la estructuración de un fideicomiso y la definición de roles, deberes y códigos de gobernanza, debe haber una etapa muy fuerte de trabajo profesional en el diseño y desarrollo de todos los aspectos productivos, comerciales y económicos que hacen al negocio, basados en un equilibrado mix de pasión, compromiso, investigación y conocimientos, con el adecuado asesoramiento.

### **3- GOBERNANCIA; COSTOS DE AGENCIA Y COSTOS OCULTOS EN FIDEICOMISOS**

En las organizaciones se genera una relación social y de trabajo entre quienes inexorablemente comparten intereses dentro del proyecto pero que a la vez tienen otros intereses, que pueden ser disímiles o no estar alineados con los comunes. De esto se

desprende la importancia de estudiar los roles, deberes e interacciones entre ellos lo que presupone comprender el valor del diseño de la gobernanza en las organizaciones.

Existen dos posiciones identificadas que son la del dueño y la del profesional contratado, y a su interacción la denominamos “teoría de la relación entre Principal y Agente”. En esta, el profesional contratado, el agente, es convocado para que aplicando sus talentos pueda llevar al éxito fielmente los objetivos del principal, recibiendo una retribución por ello que debiera ser acorde a los talentos del agente involucrado. De esta interacción se desprende que se van a generar una serie de relaciones, que en algunos casos pueden originar conflictos que dan lugar a los “problemas de agencia”. Estas relaciones se concretan siempre en un marco donde la información que tienen o consiguen las partes es asimétrica; 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 limitada.

Estas diferencias de información originan costos que son los costos de Agencia y los costos Ocultos. Definiendo a los primeros “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”, y a los segundos<sup>5</sup> 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”, vemos que relacionados al fideicomiso, tienen fuerte correlación con el diseño de la gobernanza y su aplicación efectiva. En el fideicomiso la ocurrencia de costos de agencia se da en dos niveles simultáneos: entre fiduciante / s y fiduciario y también, entre fiduciario y beneficiarios.

De los resultados de la investigación realizada durante la Tesis Doctoral del autor podemos considerar que respecto a costos de agencia y costos ocultos, se confirma la relación que existe con las teorías de la gobernanza ya que la definición de roles y

<sup>5</sup> Pertierra Cánepa, Francisco María, Op. Cit. pág. 8

responsabilidades con un adecuado código de principios y controles, permitiría eliminar muchos de los casos que originan costos.

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 adecuados al momento de iniciar la planificación de los negocios; es decir previo al start-up del mismo de manera de poder contar con el completo asesoramiento por parte de profesionales idóneos con experiencia, en el desarrollo de negocios con fideicomisos. En cambio las respuestas fueron divididas casi en partes iguales respecto a que los conflictos desatados durante la marcha de los negocios tuvieran impacto en los costos, siempre condicionando la baja incidencia en los costos a la existencia de un buen contrato en términos de contenido y anticipación.

Esto demuestra el valor preventivo que tiene el diseñar un buen plan de negocios con sus esquemas de dirección, responsabilidades y procedimientos, y sustentarlo en un excelente contrato de fideicomiso<sup>6</sup>. Esta conclusión no es menor y tiene un valor fundamental ante tantos casos ocurridos donde con el objeto de bajar los costos iniciales, se copian contratos de otros proyectos o se cubren diferentes roles profesionales por parte de una misma persona o grupo afín, sin importar sus incumbencias profesionales. Además en la mayor parte de estos casos, esos roles son excluyentes entre sí desde el punto de vista estratégico o productivo 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 justificar económica o legalmente.

Estos resultados confirman nuevamente que los principios de la gobernanza pueden tener alto impacto en el control de estos costos, especialmente los ocurridos durante la marcha de los negocios, si son analizados previamente y controlados en su aplicación.

### **3.1. Agencia, empresa y gobernanza: relaciones y problemas<sup>7</sup>.**

A la empresa también podemos analizarla 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 podemos mencionar los contratos entre la empresa y los diferentes actores como empleados, proveedores, convenios, acciones,

<sup>6</sup> Gómez de la Lastra Manuel y Pertierra Cánepa Francisco María. Ponencia: "Vehículos jurídicos innovadores para desarrollar proyectos productivos"; Buenos Aires, Universidad del CEMA, 1er. Congreso Argentino del Mercado de Capitales, Septiembre de 2008

<sup>7</sup> Pertierra Cánepa, Francisco María, Op Cit pág. 8.

bonos, préstamos, arrendamientos, nexos financieros, etc. La mayoría de estos contratos son documentos legales explícitos, conocidos y aceptados por todos. Hay otros contratos muy importantes que están implícitos, aunque son aceptados y compartidos, lo que hace que cuando surgen conflictos sean más difíciles de hacer cumplir. También debemos considerar la necesidad de cuidar la reputación de la empresa lo que puede ayudar a garantizar el cumplimiento de los contratos implícitos, aunque esto permite el abuso de la contraparte. Estas relaciones contractuales si no han sido previstas en el diseño organizacional, pueden generar graves conflictos.

Por otra parte existen 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 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>8</sup>.

Dado lo antedicho surgen algunos de los principales conflictos que pueden ocurrir entre los propietarios y los directivos<sup>9</sup> son la elección del grado de esfuerzo; la aceptación de complementos; la diferente exposición al riesgo; los diferentes horizontes proyectados y el exceso de inversión.

Una forma de controlar los problemas de incentivos podría establecerse por medio de los contratos, implícitos y explícitos, que definen la arquitectura de la organización, actuando como un conjunto de restricciones y de estímulos que ayuda a resolver los problemas de incentivos<sup>10</sup>.

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 primeros reciban un sistema de complementos ya que algunos aumentan la productividad, y los complementos y los sueldos reciben un tratamiento

<sup>8</sup> Pertierra Cánepa, Francisco María y equipo, TP "Fideicomiso y costos de agencia", Cátedra de Fideicomisos del Master de Finanzas. Buenos Aires, Universidad del CEMA, 2008.

<sup>9</sup> Pertierra Cánepa, Francisco María y equipo. "Conflictos de gobierno en Fideicomisos". TP de la Cátedra de Fideicomisos del Master de Finanzas del CEMA. Buenos Aires, año 2007

<sup>10</sup> Pertierra Cánepa, Francisco María, Op Cit pág. 8

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 en algunos casos, un contrato bien diseñado puede resolver los problemas de incentivos a un bajo costo. En la práctica sabemos que los buenos contratos deben tener un alto costo, es decir deben ser 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 factor importante 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 usarla, lo que lleva a que probablemente la información sea asimétrica para las partes.

También es necesario establecer una relación directa de los contratos 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 son las asimetrías durante el período de vigencia del contrato redactado.

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. Pero 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. 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.

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 del pago de capital e intereses ya que el banco es elegido por quien establece el encargo, como agente de los tenedores de títulos antes de la

emisión de bonos. También podría haber conflictos por asimetría de información cuando el inversor es atendido por un empleado del banco supuestamente idóneo para asesorar 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 esa función. Esto también ocurre con la designación de las calificadoras de riesgo que evalúan el flujo de los activos en juego emitiendo una calificación para información y seguridad de los inversores, pero que su contratación está directamente relacionada con quien es el fiduciante, es decir el originante del negocio. Pero también en el caso de la falta de seguimiento del activo evaluado y de la compañía emisora, o en el timing evaluatorio.

Respecto a los costos ocultos, la investigación realizada y los casos estudiados permitieron determinar 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 desarrollados.

La Tesis de Pertierra Cánepa confirma que estos costos existen y aumentan en los fideicomisos ordinarios, especialmente en los productivos de la economía real. También que para minimizarlos se requiere un conocimiento específico de la actividad desarrollada, 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 controlen y ayuden al negocio; todo esto se convierte en trascendental para lograr cumplir con los objetivos planificados y tiene relación directa con el diseño de la gobernancia del fideicomiso.

Surge del trabajo que en los fideicomisos financieros no resultan tan evidentes los costos ocultos, 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: 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.

Podemos profundizar en los costos de agencia del free cash flow y el rol de la deuda<sup>11</sup>, partiendo de un trabajo escrito por Jensen<sup>12</sup>, que también nos aportará desde la óptica de qué decisiones discrecionales toma el administrador de un emprendimiento con los fondos que una vez satisfechas las necesidades del proyecto, son residuales en su aplicación. Los gerentes corporativos son los agentes de los accionistas y esa relación como vimos está caracterizada por conflictos de intereses. Los pagos a los propietarios reducen los recursos bajo control del gerente y por ende, disminuyen su poder, haciendo más probable que los nuevos requerimientos de capital en los mercados de capitales sean monitoreados por los propietarios. Por otra parte, financiar los proyectos internamente elimina esta necesidad de monitoreo y la posibilidad de que los fondos no estén disponibles, o disponibles solo a precios altos. Los gerentes por otro lado, tienen incentivos para hacer que sus empresas crezcan por encima del tamaño óptimo, lo que aumenta su poder por el incremento de recursos bajo su control. Esto también influye positivamente en sus remuneraciones dadas las mayores ventas.

La competencia en el mercado de productos y factores tiende a mantener a los precios cerca del mínimo costo promedio en una actividad, lo que motiva a los gerentes a incrementar la eficiencia de sus organizaciones. Sin embargo las fuerzas disciplinantes del mercado son efectivamente menores en actividades novedosas o en actividades en las que existen rentas o cuasi-rentas substanciales. En estos casos es de mayor importancia el control interno dentro de la empresa y el mercado. Este tipo de actividades en relación con la renta son las que generan mayores flujos de efectivo residual. El problema consiste en como motivar a los gerentes para pagar dividendos en lugar de que lo inviertan debajo del costo de capital o que lo despilfarran en ineficiencias organizacionales.

En este punto es en el que Jensen propone a la deuda como motivadora, para lo cual podemos analizar el rol de la deuda en la motivación de eficiencias organizacionales.

Los gerentes con flujos de cajas libres sustanciales pueden incrementar los dividendos o recomprar acciones y por ende pagar con efectivo corriente que podría ser usado alternativamente en proyectos de bajo retorno o en ineficiencias administrativas. Esto deja a los gerentes el manejo de los futuros flujos de fondos pero pueden prometer el pago de esos flujos futuros anunciando un incremento permanente en los dividendos.

<sup>11</sup> Pertierra Cánepa Francisco. Op Cit., pág. 8

<sup>12</sup> Jensen, Michael and Smith, (jr) Clifford, "Stockholder, manager, and creditor interests: applications of agency theory". Harvard University Press, december 2000.

Esas promesas son débiles porque los dividendos pueden ser reducidos en el futuro. El hecho de que los mercados de capitales penalizan los recortes de dividendos con caídas en los precios de las acciones es consistente con la teoría de los costos de agencia de los flujos libres de fondos.

La creación de deuda habilita a los gerentes a comprometer su promesa de pagar en el futuro con flujos de efectivo residuales, así la deuda puede ser un sustituto efectivo de los dividendos. Emitiendo deuda en vez de acciones, los gerentes se comprometen de una manera que no lo hacen al decir que simplemente incrementarán los dividendos. Lo que están haciendo es otorgando a los accionistas que compran la deuda, el derecho a llevar a la empresa a juicio en el caso de que no mantengan su promesa de pagar interés y principal. De esta forma la emisión de deuda reduce los costos de agencia de los flujos libres de efectivo al reducir el dinero de que dispone la gerencia para gastar discrecionalmente.

Emitiendo montos importantes de deuda para recomprar acciones además ayuda a establecer los incentivos organizacionales necesarios para motivar a los gerentes y para que puedan lidiar con la resistencia organizacional común que el pago de los flujos de fondos libres representarían.

La amenaza que representa el default en el pago de los servicios de deuda sirve como una fuerza motivacional importante para hacer que este tipo de organizaciones sean más eficientes. Pero también hay que considerar el punto óptimo de deuda-activo como el punto en que el valor de empresa es maximizado, y es el punto en el que los costos marginales de la deuda son equivalentes a los beneficios marginales<sup>13</sup>.

El profesor Apreda con el objetivo de resolver problemas de agencia, pone atención sobre la discrecionalidad de los managers en el manejo de los flujos libres de caja, con foco en establecer contratos financieros para pautar el uso de dichos flujos.

Para el trabajo supone que la totalidad de los flujos de caja generados por los activos se distribuye exhaustivamente en flujos de caja dirigidos a los acreedores de mediano y largo plazo, y en flujos de caja dirigidos a los accionistas. Consecuentemente el modelo asume esta simplificación, pero indica también que en la realidad, la distribución de los flujos de caja hacia accionistas y tenedores de bonos no es exhaustiva ni es conveniente que lo sea. No es exhaustiva porque el management retiene siempre de manera

<sup>13</sup> Nota: Según Jensen esta teoría del control no se aplica siempre dado que no serviría en organizaciones de crecimiento rápido que tienen que buscar fondos periódicamente en el mercado de capitales.

encubierta o descubierta, flujos de caja libres para fortalecer su gestión de corto plazo; y esto es un procedimiento que genera frecuentemente problemas de agencia. Tampoco es conveniente, porque es bueno retener flujos de caja siempre que esta conducta se manifieste alineada de los intereses del management con los correspondientes a los accionistas y la empresa. La naturaleza de los flujos de caja remanentes generados por los activos (remanentes de pagar a los accionistas y a los tenedores de bonos) tienen una estructura compleja que consta de los siguientes componentes: a) como fondo amortizante para costos hundidos, b) como fondo amortizante para la reposición de activos fijos, c) como tesorería disponible, d) como fondo amortizante para pagos de motivación para el management y el directorio y e) como risk management para los precios financieros.

También Apreda para el modelo normativo de auditoría para los flujos de caja remanentes, establece un conjunto de requisitos de responsabilidad y de control para las decisiones del management a la hora de definir los componentes de flujos de caja que son relevantes, entre otros: definición precisa y justificada del horizonte de evaluación y de los períodos de evaluación; especificación de todas y cada una de las variables que intervienen en los flujos de caja, con la correspondiente justificación de cada una de las estimaciones; proporcionar la información mínima y necesaria que permite la reproducción y comprobación de los vectores de flujos de caja intervinientes para su utilización por parte de equipos de control interno y externo, y explicitar supuestos y métodos de cálculo para la determinación de las tasas de costo de capital, costo de deuda y rendimiento esperado para los accionistas que se requieran.

Concluyendo, queda confirmado que muchos de estos costos se podrían evitar o minimizar si se hubiera analizado previa y adecuadamente el negocio en términos de rentabilidad, sustentabilidad y el esquema de la gobernancia 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.

### **3.2. Fideicomisos y costos de agencia<sup>14</sup>:**

La falta de trabajos que profundicen la relación de estos costos con la gobernancia corporativa y los conflictos e intereses ocurridos en los casos de los fideicomisos, hace

<sup>14</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.

necesario atender estas responsabilidades de las relaciones formalizadas en el contrato de fideicomiso. Es así que 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:

- a) Fiduciante – Fiduciario: cuando el fiduciario no cumple o ignora la voluntad del fiduciante durante la gestión que realiza como propietario, traicionando los deberes fiduciarios durante el plazo que le fueron transmitidos los bienes acotado al encargo de confianza.
- b) Fiduciario – Beneficiarios: cuando el fiduciario en el desempeño de sus funciones no tiene en cuenta los deseos o voluntades de los beneficiarios.

El conflicto de agencia del caso a) es particular del fideicomiso dado que el fiduciante sólo tiene poderes de disposición sobre los bienes fideicomitidos hasta el momento de la transferencia de la propiedad fiduciaria<sup>15</sup>. 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. Pero en la realidad esto puede atenuarse si el fiduciante se reserva derechos de revocación, estipula obligaciones de información e inclusive, si hubiera sido previsto, y bajo determinadas circunstancias, cambiar al beneficiario y/o al fideicomisario. Asimismo entre los deberes fiduciarios está el rendir cuentas y el fiduciante puede exigirlos dado el encargo que ha realizado. Además todo fiduciario supuesto idóneo, evitará incurrir en casos de culpa o dolo, pues como bien sostiene Lisopraswki<sup>16</sup>, puede ser denunciado penalmente.

El fiduciante debe ejercer su potestad de control sobre el fiduciario pero sin olvidar que este debiera ser el experto en administración fiduciaria y que su contratación, se fundamenta en la confianza obtenida por su idoneidad y sus antecedentes. En consecuencia, el fiduciante debe tener cuidado en los límites que le imponga contractualmente al marco de acción del fiduciario, para no condicionar o entorpecer el buen desempeño profesional del mismo.

Otro punto que afecta estos costos y deben ser contemplados en los esquemas de gobernanza, es el referido a remuneraciones del fiduciario. La misma debe ser precisa y

<sup>15</sup> Pertierra Cánepa Francisco María y equipo, "Costos de agencia y fideicomiso", TP de la Cátedra de Fideicomisos del Master en Finanzas: Buenos Aires, Universidad del CEMA. Año 2008

<sup>16</sup> Lisoprawski Silvio y del Sel Juan María, "Los fideicomisos pantalla y la estafa", La Ley, julio de 2008.

transparente, tanto monto como en forma de pago, de manera de evitar la aparición de conflictos y costos. 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 que pertenecen al concepto de gobernanza 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 evitar los problemas de agencia mencionados se tiene que poner énfasis en que las obligaciones e incentivos del fiduciario sean claros y detallados en el contrato. A partir de la relación contractual entre fiduciario y fiduciante, se negocia la gobernanza 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.

En el conflicto del caso b) el agente actúa a favor de los beneficiarios 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.

Una situación extrema ocurre 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, 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 se deduce que una tarea fundamental del fiduciario la satisfacción de los beneficiarios pero remarcando que no debe actuar acorde a los intereses individuales de los beneficiarios, ya que el fiduciario es una figura imparcial. Esta es una característica crítica de la gobernancia de los fideicomisos y constituye una obligación legal de los fiduciarios.

### **3.3. Fideicomiso y costos ocultos<sup>17</sup>**

La ocurrencia de estos costos no es accidental, sino que tiene fuerte relación con el desempeño de los participantes y con nivel de responsabilidad e idoneidad de los mismos. Son costos producidos por los participantes lo que hace que sean difíciles de pronosticar ya que varían acorde a la naturaleza y estado de ellas, las que pueden estar afectadas por factores externos de ocurrencia compleja y azarosa.

En el caso de los fideicomisos financieros (en adelante FF) con oferta pública, sabemos que los que tienen como objeto securitizar carteras de préstamos personales para consumo y de tarjetas de crédito, en Argentina son aproximadamente el 92 % de la masa total de emisiones. En contraste los que tienen por objeto proyectos de riesgo productivo son muy minoritarios. Por lo tanto la ocurrencia e incidencia de costos ocultos es de menor probabilidad en los FF, 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.

<sup>17</sup> Pertierra Cánepa, Francisco María. Op. Cit. pág. 8

También es necesario darles un contexto de temporalidad, balanceando las ventajas del análisis exhaustivo previo 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 que se debe resolver con la conformación de un equipo de trabajo profesional y complementario; integrado desde el inicio hasta la confirmación de la oportunidad, y el diseño de un plan de negocios para concretar esa oportunidad.

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 tenga la responsabilidad legal de tomar las decisiones y eso puede conducir a disconformidades, que inclusive provoquen interpretaciones distintas consideradas como abusos.

Existen muchas causas que generan estos costos, inclusive algunas ajenas a la responsabilidad de los involucrados como la deficiente difusión de la figura del fideicomiso; la inestabilidad de la economía local; 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 con riesgo empresario.

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, lo que nuevamente nos lleva a establecer que el diseño de la gobernanza de cada proyecto y su establecimiento como parte de la cultura de la organización, tiene vital importancia para lograr la sustentabilidad.

Los costos de agencia y los 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, 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. El caso de los FF supone para el inversor de riesgo la aceptación de las condiciones de certificados de participación, asumiendo que se invierte en el éxito del negocio subyacente. En Argentina durante los últimos años se ha intensificado su uso en los FF para la securitización de préstamos relacionados con el consumo. Pero dado el cambio crítico negativo de las condiciones económicas en el mundo y particularmente en nuestro país 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 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 se modifiquen, activando un problema de difícil gobierno y solución para el fiduciario, dentro del fideicomiso. Esto luego con el tiempo ha podido ser corroborado en la realidad y por eso nos introdujimos en el análisis de 3 casos cuyos default tuvieron alta repercusión pública.

#### **4- CASOS PRÁCTICOS ESTUDIADOS<sup>18</sup>**

En Argentina se consolidó el uso de FF para la securitización de créditos con objeto de financiación en el mercado de capitales y de fideicomisos ordinarios para el desarrollo de proyectos inmobiliarios. Pero desde mediados de 2008, se fue reduciendo progresivamente el monto y el número de las emisiones, debido a un conjunto de factores entre los que podemos citar: cambios regulatorios, la crisis financiera internacional, los menores incentivos para la securitización, la creciente inflación, la desaparición de las AFJP's, el freno en la actividad económica del mercado doméstico y las fallas del management en un contexto de crisis.

Los casos estudiados son las empresas de venta de electrodomésticos Bonesi S.A., Saturno Hogar S.A. y Otero (Uole S.A.) que respaldaron su crecimiento en el fideicomiso, como fuente de financiamiento. El denominador común consistió en el alto

<sup>18</sup> Pertierra Cánepa Francisco María y equipo. "Denominadores comunes en el fracaso de los FF de consumo". Cátedra de Fideicomisos del Master de Finanzas. Universidad del CEMA. Buenos Aires. 2008

nivel de endeudamiento y en un porcentaje cercano al 85 % de créditos cedidos de la cartera de cupones y tarjetas y un índice de mora elevado. Pero también el aceleramiento de la inflación y el aumento del desempleo generaron menor demanda de bienes de consumo, especialmente electrodomésticos, por lo cual se produjo una reducción de las ventas a mediados del año 2008, que se profundizó durante el 2009. Este cóctel sumado a falencias en el management de las empresas, provocaron situaciones de estrés y en varios casos, la cesación de pagos. Además el crecimiento del instrumento tuvo fuerte impulso por parte de consultoras y bancos, dado que permite recuperar la liquidez y derivar el riesgo implícito de los activos ilíquidos; que se forma un patrimonio de afectación separado de los del fiduciario y fiduciante; que los bienes fideicomitidos están protegidos de la eventual acción de los acreedores del fiduciante y del fiduciario; que los activos fideicomitidos están separados del riesgo de la empresa de origen y por ende pueden tener mejor calificación de riesgo; que permite obtener fondos sin contraer deudas; y que permite obtener financiamiento a empresas que no calificarían en el mercado tradicional de préstamos.

#### **4.1. Caso 1: Bonesi SA**

Esta empresa emitió 16 FF sin inconvenientes hasta el año 2009 cuando presenta el concurso preventivo. En total realizó 22 emisiones entre diciembre de 2001 y febrero de 2009, logrando colocar más de 342 millones de pesos.

La empresa comenzó siendo una tienda de venta de discos de la ciudad bonaerense de Campana en los años 60 y terminó convirtiéndose, cuatro décadas más tarde, en una importante cadena de electrodomésticos con 41 sucursales en cuatro provincias. Esa expansión fue concretada aprovechando el mayor consumo de bienes y apoyado en el capital de trabajo que obtuvo del mercado de capitales, securitizando los créditos otorgados a sus clientes para comprar productos de línea blanca y electrónica, de manera de rehacerse de los recursos necesarios para sostener su actividad y sus ofertas de financiación al público. Pero a partir de la crisis y la recesión sus operaciones se resintieron por la caída del consumo dado que su foco de influencia zonal estaba ligado a la crisis del campo; así cayeron sus ventas y se hicieron más lentas sus cobranzas. La situación a diciembre de 2007, la podemos resumir focalizando en la emisión del FF Bonesi XVII, calificada el 10 de diciembre de 2007 con raAAA a los valores de deuda fiduciaria clase A y asignó la calificación raA a los valores de deuda fiduciaria clase B y raCC a los certificados de participación clase C.

La calificadora resaltaba las características del originador (decimoséptima emisión estructurada de la empresa totalizando un monto emitido de más de u\$ 6 millones de dólares) y no preveía escenarios con dificultades e incumplimientos. Lo llamativo es que para el mismo fideicomiso, el 17 de febrero de 2009 la calificadora emitió idéntico juicio para los VRD<sup>19</sup> clase A, B y a los certificados de participación, por lo cual nos preguntamos sobre cuales habrán sido las razones para tan positiva calificación pues por definición, el nivel raAAA es la más alta calificación de la escala local para Argentina, que significa que “la capacidad del emisor de hacer frente a los compromisos financieros de la obligación analizada en relación con otros emisores argentinos es sumamente fuerte.”<sup>20</sup> Surge como extremadamente improbable que en febrero de 2009 no se haya considerado el impacto de la crisis mundial y local, y los inconvenientes financieros que enfrentaba el rubro por la fuerte caída en las ventas. Al analizar la situación donde la empresa originadora de los préstamos enfrenta problemas de estrés financiero y/o entra en concurso preventivo, habría que pensar en dos aspectos: a) punto de vista de los clientes-deudores: caída en el compromiso a honrar deudas lo que impulsaría un cambio abrupto en las medidas de mora y b) problemas con la cobranza y administración. Lo sucedido indica que la calificadora no analizó estos escenarios o si lo hizo, no los consideró en su evaluación lo cual indicaría que no era un riesgo que pudiera afectar. Por lo tanto los inversores no fueron oportunamente advertidos del riesgo real de las emisiones. Por lo tanto es pertinente la crítica sobre la falta de análisis de sensibilidad respecto a las condiciones ante problemas del originante, del activo subyacente, o como afectaría el activo subyacente por el incumplimiento de pagos del originante.

Las empresas calificadoras no fueron capaces de considerar algunos riesgos y evitaron en sus escenarios proyectados la posibilidad del financiero distress de las compañías originantes. Inclusive para la última emisión, Bonesi XXII, cuando la empresa ya presentaba inconvenientes financieros, la calificadora no hizo mención a la salud del originante ni de la posibilidad de que se declare el concurso preventivo. Así fue presentado su concurso preventivo el 8 de abril de 2009 y durante ese mes el fiduciario realizó diversas diligencias, reclamos y notificaciones a Bonesi S.A. Luego se designó otro agente de cobro y casi un mes después el 22 de mayo, la calificadora bajó el rating de todos los títulos fiduciarios; finalmente en junio volvió a bajar la calificación.

<sup>19</sup> Nota: la sigla VRD significa: valores representativos de deuda

<sup>20</sup> Nota: se trata de la definición de las calificaciones asignadas según Standard & Poor's

La pregunta entonces es si, ¿fue Bonesi un caso particular imposible de anticipar o la calificadora actuó de forma imprudente?; pero también si los bancos participantes que operan regularmente con las empresas y en muchos casos hasta las asesoran, ¿en situaciones de dificultades cuando y como las apoyan?.

Es evidente que a principio de 2009 se podía prever un escenario negativo; pese a ello las calificaciones fueron optimistas y de poca utilidad para el inversor, dado que no ofrecían una medida justa del riesgo. “El punto es que los riesgos deben ser identificados para que el inversor los conozca y asuma, y eso requiere, desde mejores calificaciones de riesgo hasta mayores exigencias a quién se asigne al crédito, y además el necesario debate sobre cuánto puede el Estado regular y cuanto hace al derecho privado”<sup>21</sup>.

#### **4.2. Caso 2: Saturno Hogar S.A.**

Saturno Hogar realizó 10 emisiones de FF entre marzo de 2006 y diciembre de 2008, por un total de \$ 287 millones de pesos; para con una deuda de más de \$ 100 millones de pesos, pedir el concurso preventivo el 5 de febrero de 2009.

La firma fue aumentando su nivel de facturación a partir del 2002 pero particularmente en 2006, con un 48 % de incremento y en el 2007 con un incremento del 52 %, explicado por la apertura de locales y posicionándose como líder en la Patagonia. Según el balance de 2007, la firma facturo \$ 311 millones. Al igual que en el caso anterior, la calificadora de riesgo hasta la última emisión en diciembre de 2008 dictaminó a la clase A como raAA+ y a la clase B como raBBB. Hacia fines de 2008 Saturno Hogar estructuraba 3 fideicomisos, uno con un banco por aproximadamente 10 millones y otros dos con otro banco por aproximadamente 30 millones. Por la desaparición de las AFJPs y la intención de la Anses sobre invertir en un fideicomiso por empresa, la empresa y los bancos accedieron a fusionar los 3 fideicomisos en uno de mayor volumen, esperando poder colocarlo en el mercado para enero de 2009. En este caso, la calificación de las carteras implicadas en el fideicomiso poseía la misma nota que todas las emisiones anteriores: la más alta calificación de la escala local para Argentina de la calificadora contratada.

<sup>21</sup> Pertierra Cánepa Francisco María. “Fideicomisos, situación del mercado tras Bonesi”, online, <http://www.iprofesional.com/notas/83481-Fideicomisos-como-está-el-mercado-tras-el-caso-Bonesi>, 17 de junio de 2009.

En base a la demora con este nuevo esquema, ambos bancos que actuarían como fiduciario, accedieron a otorgar un préstamo que se conoce como “bridge” o puente, hasta la colocación pública del fideicomiso. Pero como Saturno entra oficialmente en concurso preventivo en febrero de 2009, los bancos decidieron no avanzar en la colocación y asumir las pérdidas. Hacia fines de ese año los bancos seguían en negociaciones con la empresa quien no reconoce la cesión de créditos y declaró que los préstamos otorgados fueron de apoyo financiero independientes del fideicomiso, que no alcanzó a ser público. Es notorio que si bien en diciembre de 2008 recibió la calificación antes mencionada, solo 4 meses después, en abril del 2009 se revisa la calificación hacia un raE. Las obligaciones calificadas como raE son aquellas cuyos emisores no han presentado información válida y representativa para el desarrollo de su calificación. Llama la atención que en el transcurso de 4 meses la situación se haya deteriorado tanto, y peor aún, que en diciembre de 2008 no se hayan anticipado los futuros inconvenientes. Si bien Saturno se presenta como la primera cadena de electrodomésticos y artículos para el hogar en declarar concurso preventivo, resulta inexplicable que las calificadoras no hayan vislumbrado las complicaciones venideras.

#### **4.3. Caso 3: Otero - Uole S.A.**

Se trata de una sociedad familiar dedicada a la venta de artículos para el hogar con una trayectoria de más de 60 años en el comercio minorista que llegó a tener 7 locales comerciales, donde se comercializaban marcas líderes. Su target de clientes abarcaba de ABC1 a D2 y había realizado 9 colocaciones de FF entre enero de 2005 y diciembre de 2008, por un total de \$ 81.5 millones de pesos. Se presentó en concurso preventivo el 11 de agosto de 2009, con una deuda de aproximadamente \$ 5,5 millones de capital e intereses por su fideicomiso Otero IX, cuyos pagos estaban atrasados en un 15 %.

Si analizamos en detalle las últimas emisiones de la compañía, Otero VIII y Otero IX, podremos ver nuevamente las reacciones de calificadoras de riesgo y bancos ante la situación de stress financiero de las compañías emisoras. Al FF Otero VIII la calificadora el 1 de julio de 2008 le asignó el rating raAAA, a los VRD y raCC22 a los certificados de participación, fundamentado en el a) adecuado nivel de subordinación inicial, b) spread diferencial de tasas entre VRD y CP, c) la estructura secuencial de pagos, d) fondo de riesgo de administración: destinado por el fiduciario al pago de

<sup>22</sup> Nota: la calificación de una obligación con raCC significa en Argentina que es muy vulnerable a una situación de incumplimiento de sus obligaciones financieras

servicios de interés de los valores de deuda fiduciaria cuando por cualquier motivo el administrador no pueda cumplir con sus obligaciones, hasta que se designe uno nuevo, y e) fondo de gastos e impuestos. Para junio de 2009 se habían realizado once pagos de capital e interés sobre los valores de deuda fiduciaria y el valor residual de los mismos equivalía en monto al 7,9 %. En noviembre de 2008 Otero IX consiguió idéntica calificación. El 6 de agosto de 2009 se revisó la calificación lo que muestra que el cambio de ella se efectuó casi un mes después del rechazo de cheques emitidos por el originador de la cartera fideicomitida. La calificadora disminuyó el rating de los valores de deuda fiduciaria de la serie Otero IX a raAA, y los colocó en revisión con implicancias negativas. Además la calificación raCC de los certificados de participación no fue modificada. Todo esto dado el deterioro en los indicadores de mora y pérdida crediticia de la cartera subyacente durante la primera mitad de 2009, lo que pone de manifiesto su opinión sobre la calidad crediticia de los mismos. Pero el ritmo de deterioro de los niveles de mora mayor a 180 días de los meses de mayo con 3,3 %, junio con 5,4 % y julio con 6,9 % exceden el histórico exhibido por las series pasadas del mismo originante, previamente calificadas como así también el límite considerado al asignar la calificación inicial sobre tales títulos. El 14 de julio el banco fiduciario luego de informar públicamente el rechazo de cheques emitidos por Uole S.A., convocó una asamblea de tenedores pero ratificando a Uole como administrador, a diferencia del caso Bonesi. La colocación de los VRD emitidos bajo Otero IX en el listado de revisión especial con implicancias negativas, refleja la opinión de la calificadora sobre el potencial impacto en el nivel de pérdida crediticia existente que podría verse afectado ante un deterioro en la capacidad del administrador y agente de cobro para realizar el seguimiento de los créditos, o bien del proceso de sustitución de aquel con el consiguiente tiempo requerido para la migración de pagos al nuevo administrador / agente de cobro designado.

De los casos estudiados, Otero es el de menor escala y el que genera más interrogantes sobre como se acercó a la figura del fideicomiso. Llama la atención por ser una empresa familiar de mucha menor escala que las otras, donde pareciera poco probable que su management pudiera tener conocimiento sobre alternativas de financiación de reciente y compleja aplicación. Es sin duda la falta de alternativas de financiamiento en el mercado y las bondades del instrumento lo que los asesores de ingeniera financiera, han

resaltado al proponerles esta herramienta. Pero vemos al igual que en los anteriores, que no se previó la ocurrencia de crisis macro y micro y el escenario de la empresa con inconvenientes para hacer frente a sus pagos. Encima en este caso, su principal banco de apoyo y fiduciario en las emisiones anteriores, no lo acompañó y le retiró su asistencia financiera, lo cual podría haber acelerado la problemática de alternativas de crédito.

Resumiendo en los 3 casos estudiados, vemos que los FF posibilitaron el crecimiento de estas empresas, que vendían cada vez más a crédito, lo que apalancaba el consumo. Así securitizaban sus carteras de préstamos a través de un banco y conseguían liquidez de forma muy efectiva. Esta rueda les permitía abrir nuevas sucursales, vender más y seguir colocando fideicomisos para incrementar el negocio. Los incentivos eran tan atractivos que empezaron a fallar las responsabilidades y los deberes fiduciarios, llegando a límites de otorgar créditos a personas que tal vez no calificaban para el mismo. No parecía haber límites a la operación, dado que, por un lado quien se tendría que preocupar por la cobrabilidad de los créditos sería el fiduciario, y por otro, las calificaciones de las carteras conseguían las más altas notas del mercado. Así el cambio produjo una fuerte reducción de las ventas que incidía sobre estructuras pesadas en costos fijos, producto de los años de bonanza, y eso sumado a las fallas del management, trajeron un nuevo escenario de stress y default.

En este contexto, con un mercado retraído traducido en: menos créditos para securitizar, calificaciones que deberán ser más estrictas, desaparición de las AFJP y mayor presión regulatoria, no cabía otro escenario que la disminución de las emisiones y sus montos, ya que lograr liquidez a través de fideicomisos será menos factible. Además, será difícil que los bancos les otorguen préstamos a este tipo de empresas dada su delicada situación financiera. Como resultado, algunas de estas empresas se presentaron en concurso preventivo, o como el caso de Bonesi, reteniendo indebidamente los cobros del fideicomiso dado su rol de agente de cobro, para poder volcarlo a la operatoria de la empresa en pos de salvarla. Todo esto valida el cuestionamiento sobre si este tipo de empresas podrían haber conseguido post crisis 2001, financiamiento para expandirse. Probablemente si las cadenas de mayor tamaño, pero aceptando límites respecto a montos de financiamiento, ya que por sus análisis técnicos, la financiación hubiera sido mucho más acotada. Tampoco se hubiera minimizado que, ante un panorama recesivo, el negocio no iba a poder cubrir su capital de trabajo. Por lo tanto no hay duda que las empresas no se hubieran expandido más allá de su capacidad. Pero para el correcto

análisis hay que situarse en ese contexto de crisis casi terminal y sin financiamiento, había que buscar una solución efectiva. Esto permitió a los bancos ofrecer al fideicomiso como una suerte de salvación a los problemas, aportando además en muchos casos, apoyo técnico para la emisión e incluso, adelantado el dinero o garantizando la colocación. Así ambas partes ganaban con este nuevo esquema; por un lado las empresas que obtenían financiación barata y sin cuestionamientos y por el otro, los bancos que percibían una comisión por la colocación de los títulos en el mercado.

Como denominador común, lo que fue ignorado o no previsto ni analizado, fueron los escenarios y riesgos del negocio, del mercado y de las propias empresas, lo que de haber existido probablemente hubiera implicado contar con los planes de contingencia consecuentes.

## **5- CONCLUSIONES**

Dados los problemas detectados en los negocios fiduciarios y que son causantes de los costos desarrollados, nos propusimos el abordaje desde la óptica de la gobernanza, encontrado fuertes inconsistencias en la correcta interpretación y aplicación del fideicomiso en los proyectos. Algunas de las razones encontradas son<sup>23</sup>:

- la generalizada visión sobre que el fideicomiso es una herramienta mágica que apalanca cualquier negocio, independientemente de su factibilidad y sustentabilidad;
- la falta de capacitación que poseen algunas personas que toman decisiones de negocios;
- la falta de asesoramiento profesional idóneo con experiencia real en la aplicación del fideicomiso a los negocios;
- la gestión de negocios fiduciarios sin el diseño de la gobernanza, con definición de roles y responsabilidades acorde a códigos de conducta definidos.

Si consideramos algunos de los resultados de la investigación realizada durante la Tesis del autor, vemos que existen conflictos de agencia en fideicomisos, especialmente en los ordinarios con objeto agrícola o inmobiliario; que casi el 100 % de los consultados sostiene que para minimizar los costos de agencia hay que utilizar todos los recursos necesarios durante planificación inicial del negocio, contando con profesionales experimentados en el desarrollo de negocios con fideicomisos; que alrededor del 50 %

<sup>23</sup> Pertierra Cánepa, Francisco María, Op. Cit. pág. 8.

respondieron que los conflictos desatados durante la marcha tuvieran impacto en los costos, pero condicionaban la baja incidencia en los costos a la existencia de un buen contrato en términos de contenido, previsión y anticipación; que sobre el proceso de liquidación la mayoría las consideró de alta incidencia en la generación de estos costos siempre que no hubiera sido contemplado en el contrato; que sobre 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. Solamente el 25 % consideró de alta incidencia en los costos, la posibilidad de discrecionalidad por parte del fiduciario.

Esto es muy interesante y contundente porque demuestra el valor preventivo que tiene el diseñar un buen plan de negocios y plasmarlo en un completo contrato de fideicomiso, pero considerando siempre, el diseño del esquema de gobernancia de cada negocio.

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 contratos de otros proyectos o se cubren diferentes roles excluyentes entre sí por parte de una misma persona, lo cual sería imposible si se hubiera analizado la gobernancia en forma profesional.

Sabemos que la estructura misma de los fideicomisos produce la duplicación de los problemas de agencia con sus posibles costos derivados, pero también que esto incide en el diseño de la gobernancia, ya que hay 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. Si analizamos la relación desde la óptica de la gobernancia 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 los fideicomisos se agrega una segunda relación propia del fideicomiso, entre fiduciario y fiduciante. Es importante destacar que el contrato de fideicomiso al tener un destino preestablecido para los bienes, le quita grados de libertad al fiduciario sobre el patrimonio fideicomitado, lo cual tiene un efecto disciplinante no menor ya que amortiguaría los costos de seguimiento al delimitar específicamente el objetivo. Por lo tanto vemos una clara ventaja desde la gobernancia.

En el caso particular de los FF se dan nuevos potenciales problemas de agencia en relación con el banco comercial como controlador del cumplimiento de covenants y del pago de capital e intereses, pues es seleccionado como agente de los tenedores de títulos antes de la emisión de bonos. Pero también puede haber conflicto cuando el banco actúa como asesor u orientador de alternativas dado el supuesto de idoneidad y manejo de información, donde también deberían ajustarse al perfil definido por el inversor. Esto sería extensible a las calificadoras de riesgo que anualmente evalúan los activos, pero que su contratación está directamente relacionada con la decisión del fiduciante. Sobre los FF tanto los costos de agencia como los ocultos fueron poco significativos siendo la principal justificación, la similitud de los contratos, de las operaciones y de los activos subyacentes lo que llevaba a tener productos casi estandarizados.

Pero todo esto ocurría en un escenario macro positivo para los fideicomisos, especialmente los relacionados con créditos de consumo, donde el comportamiento de las carteras iba acorde a lo proyectado, sin registrar moras ni precancelaciones superiores a la media del mercado. Así los inversores obtenían el rendimiento pautado y el sistema seguía creciendo simpáticamente, pues muy pocos y con poco éxito, alertábamos sobre síntomas que indicaban posibles complicaciones en el marco de la economía nacional y global. Encima éramos tildados de pesimistas, hasta que en septiembre de 2008 se produce el anticipado cambio de paradigma mundial, generando modificaciones radicales con inevitables consecuencias sobre la economía y los fideicomisos.

Lo desarrollado permite abrir una serie de interrogantes relacionadas con el diseño, puesta en marcha y control de la gobernancia analizando los resultados con los denominadores comunes de los casos estudiados. Sorprende que el 90 % haya respondido que en los FF casi no existen problemas de agencia porque son contratos estandarizados. Este trabajo ha permitido profundizar en esto y demostrar con casos, que hay un doble mensaje ya que se comprueban groseros errores desde la óptica de la gobernancia en el management de estos negocios, pese a ser similares en su estructura. Además se hacen relevantes las asimetrías de información.

Respecto a que los gerentes hundan costo al emitir deuda como garantía de pago futuro con flujos residuales, pudimos establecer que en el caso del fideicomiso esto no sería adecuado porque la finalización del negocio mismo establecido en la fecha impuesta en el contrato, actuaría como obligación del pago. Consecuentemente y acerca de cómo

motivar a los gerentes para que paguen dividendos en lugar de que lo inviertan por debajo del costo de capital, podríamos reemplazarlo por como lograr que el proyecto se lleve a cabo en tiempo y forma, es decir dentro del término pronosticado profesionalmente. De esto se desprende como muy interesante la posibilidad del diseño de una estructura de incentivos con causa en el grado de avance del proyecto, pero esto también implica la aparición de una penalización por desvíos sobre el plan establecido<sup>24</sup>.

Acerca de los posibles usos de los flujos de caja residuales de la administración de una empresa, se estableció que pueden ser utilizados por la gerencia para fortalecer su gestión de corto plazo. Por lo tanto al diseñar el gobierno se deben contemplar todas las variables que intervienen en los flujos de caja con la correspondiente justificación de origen y aplicación, de manera de poder luego controlar y comprobar el uso idóneo de esos flujos. Consideramos que los flujos residuales de la gestión de un fideicomiso deberían volver al fiduciante - beneficiario y nunca, asignarlos al fiduciario de manera arbitraria. Todo esto también influye en las limitaciones de responsabilidades contempladas en el gobierno del proyecto.

Un punto muy importante en la gobernancia, de diferente interpretación práctica y de riesgo jurídico en el fideicomiso son los incentivos que el fiduciario podría recibir acorde a su performance durante la marcha del negocio, lo cual abre una interesante línea futura de trabajo, 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. Desde la gobernancia lo ideal sería diseñar una estructura de incentivos que vaya premiando al fiduciario en relación al avance del proyecto y al cumplimiento de todas las etapas, pero en el fideicomiso es necesario analizar previamente si hubiera conflictos respecto a las incompatibilidades surgidas de la ley 24.441.

Otro punto a profundizar dado el enfoque de la gobernancia y que se presenta como una debilidad en los fideicomisos, es el referido a la contratación de servicios profesionales de terceros para cumplir los objetivos, ya que podrían no ser los óptimos al no ser explicitada la forma de su contratación. Respecto a los costos de agencia, los mismos se

<sup>24</sup> Pertierra Cánepa, Francisco María. Op. Cit., pág. 8

reducen en virtud de estar acotada la discrecionalidad del fiduciario por las regulaciones dadas por la ley 24.441 y los apartados específicos del contrato de fideicomiso.

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>25</sup>.

Hay consenso respecto a que los principales costos ocultos son las contingencias fiscales, los vacíos contractuales y la falta de experiencia práctica en la operación de un fideicomiso y que tienen mayor incidencia en los FF, especialmente 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 FF, no se ha hecho tan evidente la generación de costos ocultos, a excepción de algunas cuestiones impositivas o del proceso no planificado de liquidación.

La existencia de estos costos queda confirmada así como la mayor incidencia de ambos costos en los fideicomisos ordinarios, especialmente en los 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, implica una mayor incertidumbre, 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<sup>26</sup>. La razón fundamental de esta diferencia radica en la estandarización de los procedimientos y de los contratos de los FF con oferta pública, específicamente aquellos que tienen como objeto la securitización de préstamos orientados al consumo.

Considerando la existencia real de ambos tipos de costos podemos afirmar que la consecuencia de ambos es la destrucción de valor en las organizaciones; va de suyo entonces, la importancia de su estudio incorporados al diseño organizacional.

<sup>25</sup> Pertierra Cánepa, Francisco M., Op Cit. pág. 8.

<sup>26</sup> Gómez de la Lastra Manuel y Pertierra Cánepa Francisco María, Op. Cit. pág. 12

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>27</sup>

El fideicomiso tuvo rápida difusión dado que fue asociado como receta mágica aplicable a cualquier negocio. Esto pese a que advertimos que era un diseño a medida no aplicable de igual forma, a diferentes empresas y con distintos grados de desarrollo de su management; por eso hubo casos con problemas en su estructura y finanzas. Inclusive muchos de ellos, pueden relacionarse con la ausencia de diseños de gobierno . Durante los periodos de expansión y crecimiento todas las empresas se benefician sean grandes o pequeñas, pero cuando llegan las crisis, las empresas más chicas y con menores capacidades sufren graves conflictos, muchos de ellos terminales. Pero hemos visto que a pesar de esto, muchas veces los bancos y las calificadoras de riesgo no modificaron sus opiniones hasta último momento.

Hemos encontrado varios denominadores comunes en los casos bajo estudio<sup>28</sup>:

- Todas se apalancaron en el fideicomiso para su expansión, abriendo locales y ampliando sus zonas de influencia. El FF fue la gran alternativa de financiamiento rápido y de bajo costo; sobredimensionaron el negocio y fallaron en los deberes fiduciarios,

<sup>27</sup> Pertierra Cánepa, Francisco María, Op Cit. pág. 8.

<sup>28</sup> Pertierra Cánepa Francisco M. y equipo. "Denominadores comunes en el fracaso de los FF de consumo". Cátedra de Fideicomisos. Universidad del CEMA. Buenos Aires. 2008.

- El contexto internacional y la crisis local afectaron el consumo y hubo menos posibilidades de colocar créditos; luego se redujo el giro habitual del negocio y las empresas empezaron a operar bajo stress;
- Las más grandes pudieron conseguir fuentes alternativas de financiamiento y disminuir el impacto de la crisis,
- Las calificadoras de riesgo no fueron prudentes en sus evaluaciones y fallaron en el timing manteniendo calificaciones similares pese a desatarse la crisis, y aún cuando alguna empresa del sector ya había declarado el concurso preventivo. La poca flexibilidad en los análisis y la carencia de evaluación de escenarios más negativos, terminó por ofrecer calificaciones que no reflejaban el riesgo real de las carteras en caso de que el originador presentara inconvenientes.

Sostenemos con prudente optimismo que la crisis aún no finalizada sirvió para fortalecer el instrumento de inversión, dado en el marco legal, que expresamente define que el emisor saca de su patrimonio el bien cedido precisamente para desvincular la suerte de la empresa de la cartera de créditos, o la propiedad que garantiza el repago del dinero captado por oferta pública y que en la jurisprudencia, ya hay antecedentes registrados. El impacto de los casos estudiados produjo consecuencias sobre el mercado, bajando el nivel de emisiones aproximadamente un 30% en el número y monto de las ofertas de suscripción, lo que hace encarecer el costo de colocación, y puede tener incidencia en otras empresas comerciales que recurren a este instrumento para captar capital de trabajo. Es de esperar que las consecuencias de la crisis más el adecuado marco regulatorio puedan generar un escenario donde las futuras emisiones tengan calificaciones más prudentes y dinámicas, considerando el riesgo del administrador o del originador y donde el análisis de sensibilidad incluya valores de mora más reales, que tengan en cuenta la posibilidad de una recesión. Así podremos vislumbrar en forma sinérgica que las empresas podrán medir las posibilidades de financiamiento de acuerdo a sus negocios pero sin afectar los fundamentos y el espíritu del instrumento.

El problema de gobernancia en fideicomisos también tiene relación directa con lo novedoso de la aplicación de la figura en Argentina, la falta de líderes en la conducción de las organizaciones, la incompleta capacitación del management de las mismas, la dificultad para acceder al asesoramiento de idóneos y la irresponsable generación de proyectos cuyos planes de negocio son incompletos y de baja calidad.

Consecuentemente, el resultado del conjunto de estos factores causales produce la aparición y existencia de determinados costos adicionales que debieran estar atenuados si hubieran sido evaluados al planificar originalmente los negocios con sus esquemas de gobernancia.

Finalmente, en la tesis del autor se demostró la existencia de costos de agencia y costos ocultos en los fideicomisos<sup>29</sup> y, en este trabajo, demostramos la fuerte relación existente con la gobernancia en las organizaciones, sean estas pequeñas, medianas, corporativas, gubernamentales o multinacionales, a través de los deberes fiduciarios del management y los accionistas. Como consecuencia es fundamental reducir estos riesgos a través del diseño y planificación de los roles y responsabilidades del management y los accionistas, los códigos de conductas, el cumplimiento de los deberes fiduciarios y la estructura de gobierno y toma de decisiones en los negocios fiduciarios.

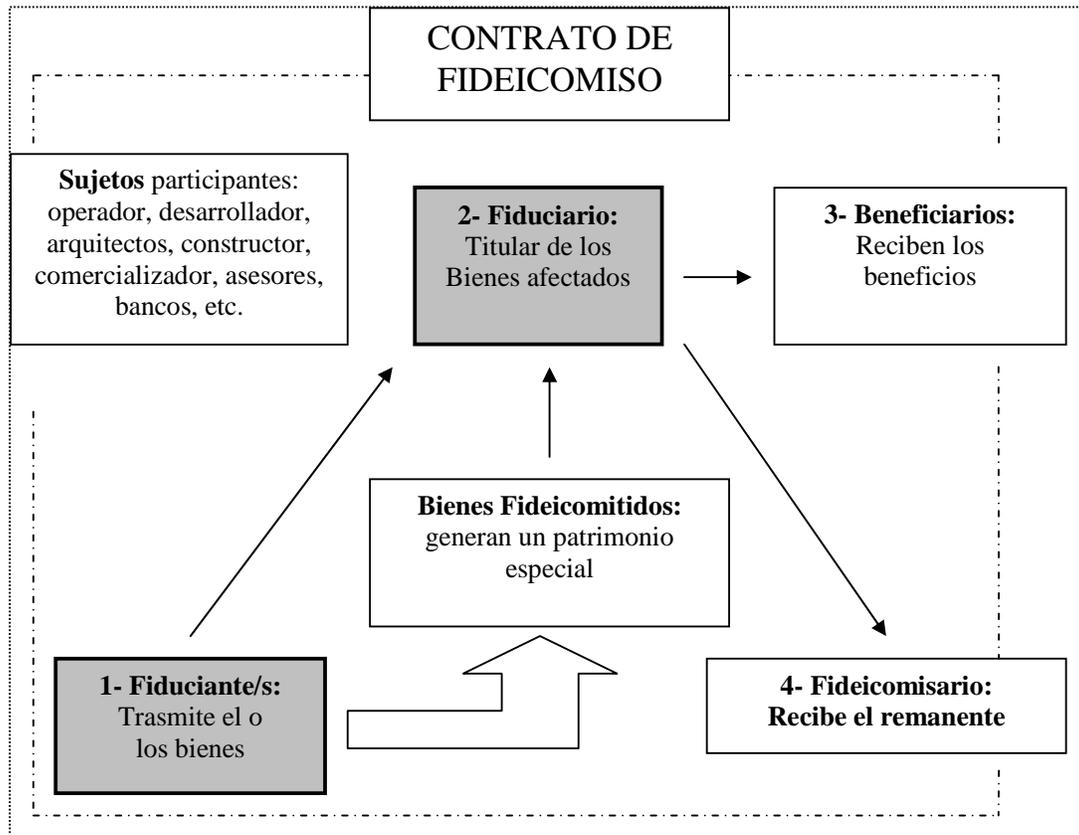
<sup>29</sup> Pertierra Cánepa, Francisco María. Op. Cit. pág. 8. 2009

## 6- BIBLIOGRAFÍA

1. Apreda, Rodolfo. "Mercado de Capitales, Administración de portafolios y Corporate Governance", Argentina, Editorial La Ley. 2005.
2. Apreda, Rodolfo. "Cost of capital adjusted for governance risk through a multiplicative model of expected returns". Documentos de Trabajo n. 383. Buenos Aires, Universidad del CEMA, noviembre de 2008.
3. Apreda, Rodolfo. "Who is the Ultimate Master of Contractual, Regulatory, Discretionary and Residual Cash Flows?", Journal Corporate Ownership and Control. Noviembre de 2008.
4. Fama, Eugene F. "Agency Problems and the Theory of the Firm". The Journal of Political Economy, Vol. 88, No. 2. US. April, 1980.
5. Gómez de la Lastra Manuel y Pertierra Cánepa Francisco María. "Vehículos jurídicos innovadores para desarrollar proyectos productivos"; 1er. Congreso Argentino del Mercado de Capitales. Buenos Aires, Editorial Buyatti, septiembre de 2008
6. Jensen, Michael and Smith, (jr) Clifford, "Stockholder, manager, and creditor interests: applications of agency theory". Harvard University Press, December 2000. <http://hupress.harvard.edu/catalog>. Online, agosto 2008.
7. Kiper, Claudio y Lisoprawski, Silvio: "Obligaciones y responsabilidad del Fiduciario", Buenos Aires, Editorial Depalma, 1999.
8. Pertierra Cánepa, Francisco M. "Responsabilidad Social Empresaria y Corporate Governance", Cátedra de Entrepreneurship, Buenos Aires, Universidad del CEMA, 2006 y 2008.
9. Pertierra Cánepa, Francisco M. "Tesis Doctoral: Fideicomiso y Negocios: costos de agencia y costos ocultos". Buenos Aires, Universidad del CEMA, 2009.
10. Rodríguez Azuero, Sergio, "Responsabilidad del Fiduciario". Colombia. Ediciones Rosaristas, Biblioteca Jurídica Diké, 1997.

## 7- ANEXO 1

### ESQUEMA BASE DE UN FIDEICOMISO; PARTES Y SUJETOS



Fuente: Pertierra Cánepa Francisco M. "Slides de clase, módulo 1". Cátedra de Fideicomisos del Master de Finanzas del CEMA, año 2006.