

Ideas innovadoras para una mejor práctica de negocios



Volumen III, Noviembre de 2005

Estrategia Comercial: Formas Indirectas de Discriminación de Precios

Germán Coloma

Pág. 3

Fideicomiso en Argentina: Realidad y Problemática

Francisco Pertierra Cánepa

Pág. 8

Modelo de Comportamiento y Predicción de Incumplimiento Crediticio: el caso de empresas Pyme en Argentina

Bruno Plotnicki

Pág. 15

Simulación Aplicada al Análisis de Proyectos de Inversión- Técnica SAAPI

José Pablo Dapena

Pág. 20



UCEMA



FIDEICOMISO EN ARGENTINA: REALIDAD Y PROBLEMÁTICA

Francisco Pertierra Cánepa

INTRODUCCIÓN

El término “fideicomiso” se ha instalado en la agenda del empresariado argentino desde hace varios años, pero fue a partir del año 2002 y con fundamento en el vertiginoso crecimiento de una demanda ávida de conseguir alternativas de fondeo y de utilizar herramientas que le permitan acotar las inseguridades ajenas a la naturaleza y lógica de sus proyectos, que se ha difundido a nivel masivo gracias a la acción de los medios de prensa. Sin embargo, ese crecimiento fue superando las expectativas más optimistas y generando erróneas e incompletas interpretaciones y asociaciones conceptuales entre fideicomiso, negocio exitoso, ventajas impositivas, empresa y empresarios, etc.

A lo largo de este artículo desarrollaremos la evolución del fideicomiso desde sus orígenes hasta su realidad actual, destacando la extraordinaria palanca que puede generar para el desarrollo socio-económico de una región o país. Asimismo, destacaremos las fortalezas que presenta para complementar los proyectos del Estado con la participación privada. Finalmente, describiremos las principales debilidades que el crecimiento anárquico ha evidenciado y que deben ser tenidas en cuenta antes que generen vulnerabilidades al instrumento.

Fundamento conceptual e historia

El fideicomiso es un contrato que tiene un fin específico en el que intervienen tres sujetos principales: el Fiduciante y el Fiduciario como partes, y el/los Beneficiario/s.

Remontándonos a su génesis y analizando su etimología, fideicomiso significa “confianza” y esta se traduce en un encargo que una persona le hace a otra y que se plasma en un contrato de carácter jurídico. Entonces, el valor fundamental estará dado por el “contenido” del contrato, el

cual a su vez dependerá del “encargo” realizado entre las partes que acuerdan y firman este documento. Las partes, Fiduciante y Fiduciario, 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. Es decir, toda la inteligencia, flexibilidad y bondades del instrumento estarán dadas por el contenido desarrollado y explicitado en el contrato.

El fideicomiso comenzó a ser utilizado en la antigüedad con el objetivo de salvar impedimentos legales existentes en la época y poner a resguardo ciertos bienes o darles un destino diferente, siendo la confianza el único fundamento que lo movilizaba. Esto

permitió abusos de quienes tenían la responsabilidad de cumplir los encargos, razón por la cual se fueron limitando las potestades de los intervinientes.

En el derecho anglosajón el fideicomiso existía con distinción entre la propiedad legal y la propiedad en equidad, y en el derecho romano también existía con dos instituciones: la Fiducia y el Fideicommissum, cuyas diferencias estaban dadas por la transmisión de un bien por actos entre personas con vida o por causa de muerte¹. El fideicomiso se utilizaba para transferir un bien como garantía de pago de una deuda o cuando las personas se ausentaban temporalmente, como son los casos de guerras o viajes, la transferencia del bien se realizaba para el disfrute y uso gratuito por parte de un tercero que era el beneficiado. A su vez, se utilizaba el Fideicomiso Testamentario para dar diferentes destinos a las herencias en base a la voluntad del testador y superar las trabas existentes en el derecho romano. El objetivo era

¹ Carregal Mario, Cuadernillo de Fideicomiso, Securitización y Mercado de Capitales. Facultad de Derecho de la Universidad Austral, 2000.

beneficiar a fieles colaboradores y esclavos, hijos ilegítimos, amantes, etc.

En épocas más recientes, su aplicación práctica ha sido muy amplia en todo el mundo y es importante destacar la enorme difusión que ha tenido en América Latina desde principios del siglo XX, especialmente en países como México y Colombia que han liderado su aplicación, focalizando su uso para proyectos de infraestructura turística y para la construcción de obra pública y privada.

Evolución en Argentina

En Argentina los fideicomisos han tenido mucha difusión, fundamentalmente los financieros, a partir de la promulgación de la ley 24.441 de 1995, estructurados para créditos hipotecarios de vivienda y para la actividad comercial con tarjetas y préstamos de consumo.

La utilización del fideicomiso fue en constante aumento desde el año 1996, cuando se lanzó la primera serie del Fideicomiso financiero CONSUBOND de la empresa Frávega y Banco Sáenz. Experimentó un salto cuali-cuantitativo a partir del año 2002 debido a la gravísima crisis económico-social que ocurriera en el país, causante de la cuasi eliminación de la oferta de crédito bajo las formas tradicionales. Para confirmar esto es suficiente analizar los fideicomisos autorizados por la Comisión Nacional de Valores (CNV) y admitidos a la cotización por la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA).

Desde el año 1996 y hasta mediados del año 2004 se colocaron, netos de los dados de baja, más de 1492 millones de dólares por Fideicomisos Financieros cuyos patrimonios fideicomitados tuvieron objetivos como créditos hipotecarios, prendarios y personales; bonos y títulos del gobierno; préstamos a las provincias y para la actividad de la construcción². En el mismo período se colocaron fideicomisos en pesos por más de 800 millones, básicamente para créditos personales, de consumo y provisión de servicios.

² CAFIDAP, Documento de Investigación, Informe mensual, 2005.

En forma más desagregada podemos observar que durante el año 2003 fueron autorizados por la CNV y la BCBA 7 fideicomisos en dólares y 17 en pesos, totalizando 5 emisiones en dólares y 18 emisiones en pesos.

Durante el año 2004 se produjo un nuevo salto y aumentó no sólo el número de fideicomisos que fueron 7 en dólares y 65 en pesos, sino fundamentalmente los montos autorizados y los montos que se lograron colocar³. Si se compara el año 2004 con respecto al 2003, los montos involucrados tuvieron un crecimiento mayor al 300 %. A su vez, podemos observar el crecimiento en la cantidad de emisiones por año, las cuales muestran un permanente aumento, a excepción del año 2002 cuando ocurriera el default de Argentina con las graves consecuencias

que son de dominio público. Las emisiones que en el año 1999 fueron 29 y habían caído a 31 y 12 en los años 2001 y 2002 respectivamente, se recuperaron y llegaron a 78 en el año 2004⁴.

Haciendo una evaluación

retrospectiva del tipo de inversores que participan en los fideicomisos, podemos afirmar que los mayores usuarios son las AFJP que absorben casi el 40 % del total. En segundo orden figuran los Bancos con un 30 % del total y luego las Compañías de Seguros con un 20 %. Las Pymes y los inversores individuales no alcanzan un 8 %. En cuanto a plazos todavía predominan los períodos cortos, mayoritariamente de 90 a 180 días. Sin embargo, a medida que la actividad crece y su operatoria genera confianza, podemos confirmar que los plazos se van alargando con *durations* que llegan a los 12 meses.

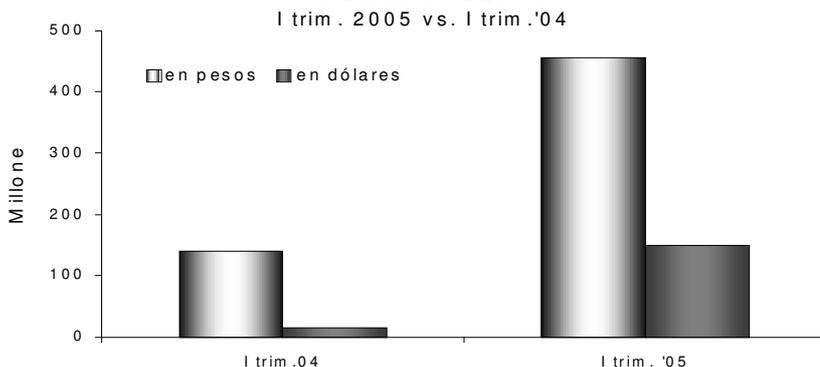
En lo que respecta al año 2005 podemos observar que durante el primer trimestre la CNV y la BCBA autorizaron 19 fideicomisos en pesos por un monto total de \$ 455,2 M., mientras que en dólares solamente uno por un valor de u\$s 150 M., el cual pertenece a una conocida cervecería.

³ BCBA. Registro de Archivo, 2005.

⁴ Deloitte. Seminario de Fideicomiso Financiero, mayo de 2005.

En cuanto a las emisiones autorizadas, las que fueron en pesos se colocaron en más de un 97 % y la única en dólares se colocó completamente. Si comparamos contra el primer trimestre de 2004 vemos un aumento de las emisiones en pesos del 225,2%.

AUTORIZACION DE FIDEICOMISOS FINANCIEROS CON OFERTA PUBLICA



Fuente: CAFIDAP con datos de Bolsa de Comercio de Buenos Aires

Si para el mismo período comparamos las emisiones en dólares, el monto supera en más de 10 veces al único fideicomiso en dólares del primer trimestre del año pasado.

En lo que se refiere al activo subyacente, la mayoría de los fideicomisos (\$ 448,3 M.) fueron créditos de consumo en pesos, créditos personales para consumo o créditos originados en la utilización de tarjetas de crédito. Las excepciones fueron el SECUPYME X (\$ 5,2 M.; activo subyacente: letras de cambio a la vista libradas por cada PyME seleccionada en dólares estadounidenses a la orden de la misma PyME seleccionada que la emite, y aceptadas y avaladas por Garantizar S.G.R.); el de BEBIDAS ARGENTINAS (u\$s 150 M.; activo subyacente: préstamo senior y sin garantía que será otorgado por Citibank N.A. Sucursal República Argentina a Cervecería y Maltería Quilmes u\$s 150 M.) y el AGRICOLA GROBO I (\$ 1,725 M.; activo

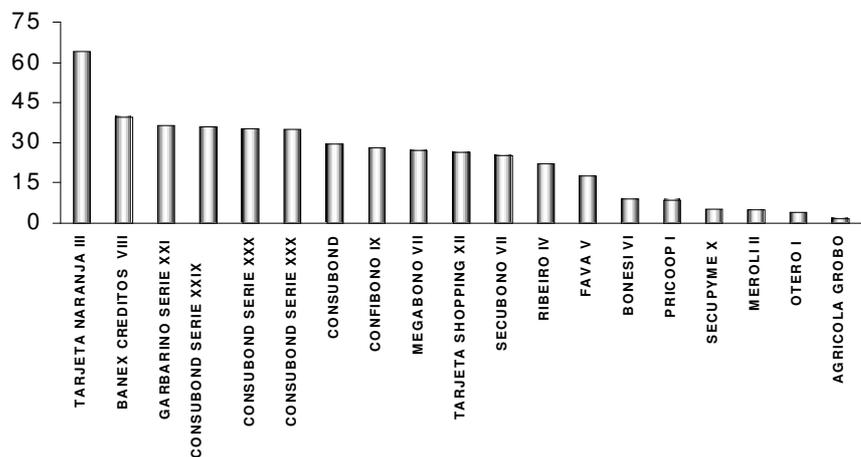
subyacente: algunos bienes del patrimonio de la compañía)⁵.

La causa del aumento de la emisión de fideicomisos en lo que va de 2005 se explica a partir del crecimiento del consumo, de los créditos personales y de los créditos a titulares de tarjetas de crédito. Más del 80 % de ellos tiene como activo subyacente créditos de consumo. Es decir que se han constituido como una alternativa muy importante para generar fondos frescos que permiten seguir financiando el consumo de las familias de ingresos medios.

En el gráfico mas abajo podemos ver comparativamente los montos de los fideicomisos autorizados por la CNV y admitidos a la cotización por la BCBA durante el primer trimestre de 2005. Si desagregamos los montos de los Títulos Valores en los fideicomisos autorizados durante el primer trimestre del año 2005, vemos que los Certificados de Participación (CP) alcanzaron más de 278 millones de pesos y los Títulos de Deuda (TD) más de 176 millones de

FIDEICOMISOS FINANCIEROS AUTORIZADOS EN 2005

En millones de \$



Fuente: CAFIDAP con datos de Bolsa de Comercio de Buenos Aires

pesos. Comparando contra el primer trimestre del año 2004, estos valores implican un aumento de 263 % en CP y de 178 % en TD⁶.

⁵ CAFIDAP, Documento de Investigación, Informe mensual, 2005.

⁶ CAFIDAP, Documento de Investigación, abril de 2005.

Las proyecciones para todo el año 2005 realizadas por los especialistas son muy optimistas y con tendencia al crecimiento sostenido, y pronostican colocaciones por más de 3500 millones de pesos.

FONDOS DE INVERSIÓN DIRECTA (FID)

Menor difusión han tenido los denominados “fideicomisos productivos”, los cuales tienen por objetivo organizar actividades emprendedoras integrando un fondo donde confluyan el capital de riesgo de los inversores y los propietarios, con la capacidad de gestión de los administradores profesionales. Las áreas de la actividad económica con mayor demanda de adopción fueron los desarrollos inmobiliarios y forestales. A diferencia de los financieros, estos fideicomisos no son controlados por la CNV.

Estos fondos fueron clasificados como de Inversión Directa, y se constituyen mediante un contrato de fideicomiso específico que regula los derechos y obligaciones de los inversores, de sus organizadores y de los distintos órganos de administración, operación, control y custodia. Un FID es un patrimonio especial consecuencia necesaria del contrato de fideicomiso, que se conforma separadamente del de los administradores del fondo, para desarrollar “en forma directa” un determinado negocio o proyecto de inversión productiva. Dicho patrimonio especial estará en cabeza del Fiduciario y en beneficio de los inversores y/o de aquellas personas que se determine en el contrato de Fideicomiso.

Los FID sirven para convocar capitales de riesgo mediante la emisión de títulos valores, con el objeto de ser canalizados directamente hacia inversiones productivas concretas de manera de obtener una renta económica en beneficio de los inversores, originada en el fin y negocio productivo de riesgo⁷. Obviamente como en todos los proyectos productivos existen riesgos inherentes al proyecto y a la industria, pero la clave está en conocerlos y asumirlos.

Estos fondos que no cuentan con track record, se abocan a desarrollar proyectos de inversión ya sean inmobiliarios, forestales, agropecuarios o de cualquier otra naturaleza productiva,

ajustados a las reglas del arte en la materia, basados en un estudio previo de factibilidad técnica, comercial, económica y financiera, que permitan evaluar las bondades de los mismos.

Principales ventajas de los FID's

- **Transparencia, singularidad y especialidad por invertir en un negocio concreto y predefinido, perteneciente a una actividad determinada; con administración reglada, de riesgo previsible y acotado; que comienza de “cero” y tiene principio y fin preestablecido.**
- **Separación entre la gestión profesional y la propiedad de los recursos aportados.**
- **Separación entre el patrimonio del fideicomiso y el de los diferentes actores, excepto por la acción de fraude. El patrimonio queda aislado jurídicamente por imperio de las leyes que lo regulan (está fuera de la acción singular o colectiva de los propios acreedores de cualquiera de las personas físicas o jurídicas intervinientes en el fondo).**
- **Ante su fracaso, no se aplica la Ley de Concursos para atender las obligaciones contraídas sino que se liquida acorde a lo previsto en el Contrato de FID.**
- **Tratamiento impositivo diferenciado respecto a las sociedades.**
- **La operatoria puede tercerizarse, lo que podría evitar distraer recursos para financiar costos fijos excesivos o tener bienes de uso inmovilizados.**
- **Permite una mayor eficiencia y eficacia en la gestión, lo que redundará en una mayor productividad.**
- **Facilita que todos los intervinientes optimicen su participación en el desarrollo de la actividad encarada.**

⁷ Goldemberg Alicia y Gómez de la Lastra Manuel, Fondos de Inversión Directa y Fideicomiso, Buenos Aires, Editorial La Ley, 2003.

Un FID es un emprendimiento que debe ser estudiado y diseñado “a medida” de acuerdo a las características y objetivos del negocio. De esto se desprenderá, como consecuencia lógica, la determinación de los participantes necesarios para la concreción exitosa del proyecto. Estos pueden llegar a ser: Organizadores, Inversores de riesgo, Sociedades Fiduciarias, Operadores Técnicos, Controles externos, Entidades Financieras autorizadas por el BCRA, Agentes del Mercado de Capitales, Calificadoras de riesgo y Bolsas y mercados de valores, entre otros.

FIDEICOMISOS PÚBLICOS

Un área de especial interés y de suma importancia para la situación que transita Argentina son los Fideicomisos Públicos, donde el Estado actúa como Fiduciante ya sea a nivel nacional, provincial o municipal. Como consecuencia, él debe tomar la iniciativa y liderar los proyectos, sustentado en razones económicas, políticas y/o sociales⁸. Para esto debe fideicomitir fondos públicos con el objetivo de generar beneficios para las comunidades afectadas, y en algunos casos para el propio Estado Fiduciante⁹. La estructuración del emprendimiento a cargo del Organizador podría ser tarea conjunta del Estado y de representantes del sector privado.

Para cumplir eficazmente su rol, el Estado debe considerar como principio esencial la comprensión y entendimiento cabal de la cultura, la estructura de pensamiento y el desarrollo social de la comunidad donde se pretende impulsar los proyectos. De lo contrario, se corre el riesgo de generar expectativas que no serán satisfechas pues los proyectos se paralizan, quedan inconclusos o se convierten en vehículo para la concreción de actos ilícitos e irresponsables.

⁸ CAFIDAP, Juan Ratto, “Fideicomisos Mixtos”, www.cafidap.org.ar/documentos, online 2005.

⁹ Gómez de la Lastra Manuel, “El Estado Fiduciante”, www.cafidap.org.ar/documentos, online 2005.

Los Fideicomisos Públicos son una herramienta clave para la reactivación de las economías locales y regionales, generando mayor ocupación de la mano de obra local que en muchos casos es especializada y artesanal. Cabe destacar que en cada caso hay que hacer un estudio profesional con un staff idóneo y especializado ajustado a cada proyecto, teniendo presente los procedimientos de la licitación pública y demás de las leyes nacionales, provinciales y las disposiciones locales.

CONCLUSIÓN

A través de este artículo observamos que los resultados producto de la investigación realizada confirman que el fideicomiso y especialmente los fideicomisos financieros, han tenido un crecimiento explosivo, fundamentalmente a partir de la limitación en las formas tradicionales de acceso al crédito. También podemos confirmar que en la práctica esto no ha podido ser acompañado por la completa y correcta interpretación del instrumento jurídico, dando lugar en algunos casos a distorsiones preocupantes debido a la interpretación ambigua y a errores en la redacción de los contratos, los cuales son el corazón de los proyectos, especialmente en la definición de roles y responsabilidades.

Las razones encontradas son muchas, pero debemos citar algunas preponderantes como la visión errónea sobre que el fideicomiso es una suerte de herramienta mágica que salva cualquier negocio, la falta de capacitación sobre el tema que poseen las personas que toman decisiones relacionadas con los negocios y la falta de asesoramiento profesional capacitado y con experiencia en la aplicación. Este diagnóstico podría estar atenuado debido a lo novedoso de su uso pero, si volvemos a observar las cifras involucradas, el aumento de autorizaciones, la cantidad de emisiones y las perspectivas, nos damos cuenta que hubo una falla importante al no realizar una tarea de difusión planificada. Por otra

parte, la figura puede haber quedado mal asociada a grandes operaciones financieras, lo que podría haber actuado como barrera para la generalización de proyectos productivos. Esto afectaría mayormente a las Pymes en su conjunto y a las economías regionales en particular.

La experiencia práctica nos permite asegurar que existen tres grandes áreas donde se concentran la mayoría de los errores que impiden la aplicación efectiva del Fideicomiso; estas son: el “contenido y redacción” de los contratos, la “adecuación” a las leyes vigentes y la falta de “definición e interpretación” de los roles.

Sabemos que para que haya fideicomiso es condición necesaria pero no suficiente que exista confianza entre las partes; esto se traduce en el pacto fiduciario. 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.

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 darles seguridad a los inversores y a los participantes, generan un genuino crecimiento económico que beneficia a la zona donde se localizan los proyectos; 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.

El estímulo del crecimiento también apuntala la movilidad social y la mejor distribución de los ingresos, a la vez que favorece al 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.

Los fideicomisos públicos podrían ser una interesante herramienta para que el Estado, en pos del interés común y bajo regulaciones especiales que no afecten al fideicomiso privado, pueda impulsar proyectos de participación mixta que se concreten y brinden garantía de éxito, al ser transparentes en el manejo de los fondos, en su gestión y en el destino de los mismos.

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 contundente, 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 jurídica del fideicomiso. Este instrumento es solamente un vehículo jurídico y como tal, un medio para lograr un fin determinado. Nunca es un fin en sí mismo.

Finalmente, y antes de hablar sobre constituir un fideicomiso, debemos pensar y analizar el proyecto sobre el que vamos a trabajar. Si el negocio productivo no es atractivo en términos de retorno o sustentabilidad, o la cartera de activos financieros no tiene buena performance, no hay manera que utilizando la figura del Fideicomiso podamos convertirlos en negocios rentables y eficientes.

Bibliografía

- Carregal, Mario. *El Fideicomiso*. Editorial Universidad, 1982.
- Drucker, Peter, *La sociedad post-capitalista*. Editorial Sudamericana. 1993.
- Goldemberg, Alicia y Gómez de la Lastra, Manuel. *Fondos de Inversión Directa y Fideicomiso*. Buenos Aires, Editorial La Ley, 2003.
- Goldenberg, Alicia, “Adquisición del Dominio Fiduciario”, Buenos Aires, *Revista de Información Empresaria* n° 263.
- Gonzalez Torre, Roberto. *El Fideicomiso*. Guayaquil, Ecuador, 1996.
- Gretton, George. "Trusts without equity, *The International Comparative Law Quarterly*, 2000.
- Hayzuz, Jorge. *Fideicomiso*. Editorial Astrea, 2000.

- Kiper, Claudio y Lisoprawski, Silvio: *Obligaciones y responsabilidad del Fiduciario*. Buenos Aires, Editorial Depalma, 1999.
- Kiper, Claudio y Lisoprawski, Silvio. *Teoría y Práctica del Fideicomiso*. Editorial Depalma, 1999.
- Lisoprawski S. y Kiper C. *Fideicomiso, Dominio Fiduciario y Securitización*. Editorial Depalma, 1995.
- Rodríguez Azuero, Sergio. *Responsabilidad del Fiduciario*. Parte II. Ediciones Rosaristas, Biblioteca Jurídica Diké, 1997.

- Villagordoa Lozano, José. *Doctrina General del Fideicomiso*, 1998.

Páginas web

- Bolsa de Comercio de Buenos Aires ([http:// www.bcba.sba.com.ar](http://www.bcba.sba.com.ar)).
- Bolsar ([http:// www.bolsar.com](http://www.bolsar.com)).
- Cámara de Fideicomisos y Fondos de Inversión Directa en Actividades Productivas ([http:// www.cafidap.org.ar](http://www.cafidap.org.ar)).
- Comisión Nacional de Valores ([http:// www.cnv.gov.ar](http://www.cnv.gov.ar)).