

# Una aproximación micro-económica al contrato de Fideicomiso Inmobiliario.

Julián M. Ricardi<sup>1</sup>

## 1. Introducción

El contrato de fideicomiso es en la actualidad el vínculo más ampliamente difundido entre ahorristas y desarrolladores inmobiliarios del sector privado. El uso de fideicomisos inmobiliarios se extendió tanto que hoy abarca más del 85% de los emprendimientos en curso reemplazando casi por completo a la tradicional formación de sociedades anónimas<sup>2</sup>. Para comprobar su uso generalizado basta con observar la oferta inmobiliaria presentada en los periódicos más importantes del país para los principales centros urbanos del país en los últimos años.

Entre las ventajas más importantes esgrimidas para promover el uso de esta herramienta, se encuentran: a) que constituye un patrimonio separado al del fiduciante y el fiduciario por lo que amplía la cobertura frente a riesgos coyunturales, b) que genera un ámbito de resolución de conflictos extrajudicial, c) que otorga singularidad y especificidad a un proyecto, d) que unifica el objetivo de todos los participantes del emprendimiento para concluir la obra.

Por otro lado estas ventajas están asociadas a una serie de problemas que apartan el funcionamiento de este instrumento de su concepción ideal: a) las contingencias de la obra deben ser solventadas por los fiduciantes aún cuando sean consecuencia de una mala administración del fiduciario, b) el ámbito extrajudicial de resolución de conflictos posee una baja institucionalización, c) la mayoría de los fiduciantes ingresan al fideicomiso suscribiendo contratos de adhesión sin posibilidad de revisar el contrato de fideicomiso confeccionado previamente, d) la existencia de problemas de información y objetivos divergentes entre los actores involucrados.

Dado que se trata de un mercado desregulado, la relevancia tanto de estas ventajas como de los potenciales riesgos se encuentra fuertemente condicionada por el contenido de los arreglos contractuales establecidos caso a caso entre privados. El objetivo del presente trabajo es presentar un análisis, desde una aproximación micro-económica<sup>3</sup>, de las características de estos posibles arreglos contractuales a fin de evaluar su efecto sobre el comportamiento de los agentes económicos y generar recomendaciones que promuevan un funcionamiento más eficaz del instrumento y en una distribución económicamente eficiente.

## 2. Marco Conceptual

---

<sup>1</sup> Licenciado en Economía (UBA) y Magister en Economía (UCEMA). Profesor Bloques Regionales y Globalización (UCES), Política de Empleo (UCES) y Microeconomía (UB). Asesor en negociaciones económicas bilaterales con países de Asia y Oceanía en el Ministerio de Relaciones Exteriores y Culto. Es consultor en proyectos con financiamiento externo para distintas instituciones públicas y privadas. Email: jmrCARDI@yahoo.com.ar

<sup>2</sup> De acuerdo a datos publicados por CAFIDAP.

<sup>3</sup> Para ello se aplicará el enfoque normativo del Análisis Económico del Derecho que consiste en aplicar métodos propios de la economía (mayormente pertenecientes al campo de la microeconomía) a los diferentes instrumentos del derecho codificado (todo tipo de normativas u arreglos contractuales)

## 2.1 Marco Legal

La figura del fideicomiso es incorporada a la legislación argentina en 1995 por la Ley 24.441 como una relación jurídica por la cual una parte transfiere la titularidad de uno o varios bienes a la otra, para su afectación a una determinada gestión en beneficio del mismo constituyente o de un tercero<sup>4</sup>.

El fideicomiso inmobiliario no ha recibido un tratamiento normativo específico y, por lo tanto, resulta una subespecie no legislada y carece de regulación propia. Es por ello que el contenido de los instrumentos suscriptos entre privados (contratos) cobra un papel crítico y central para determinar los resultados a obtener por cada una de las partes y la eficiencia de la herramienta en el logro de los mismos.

Si bien los fideicomisos están formados por tres tipos de agentes: fiduciantes, beneficiarios y fiduciario, en el caso de los fideicomisos inmobiliarios es posible simplificar las categorías de participantes a solo dos: fiduciante-beneficiario y fiduciario.

Los fiduciantes-beneficiarios son quienes aportan el terreno y el capital necesario para llevar a cabo la construcción del edificio. Dado que habitualmente reciben, como contraprestación por lo aportado, un número determinado de unidades de propiedad horizontal o dinero de la venta de los metros construidos, asumen tanto el rol de fiduciantes como el de beneficiarios. Cabe mencionar que, con posterioridad a la constitución del fideicomiso, se pueden incorporar nuevos fiduciantes que aporten bienes (efectivo, canje de productos u otros materiales necesarios para la construcción, etc.) a cambio de asumir la posición de beneficiarios de una unidad concreta en el desarrollo inmobiliario. Estos fiduciantes posteriores adhieren a un contrato anteriormente otorgado y, cuando el proyecto habitacional está avanzado, poco pueden instruir al fiduciario.

Por otro lado, el Fiduciario es quien adquiere la propiedad fiduciaria y es el encargado de cumplir la manda fiduciaria: la construcción del edificio. Este rol puede ser ejercido íntegramente por la misma empresa constructora o se puede delegar en empresas especializadas la dirección, representación, proyecto y administración de la obra y la comercialización de las unidades a construirse, etc.

El patrimonio separado se encuentra bajo la titularidad del fiduciario, quien tiene derechos de disposición, uso y goce de los bienes con ciertos límites. El fiduciante-beneficiario carece de derechos reales o facultades sobre el patrimonio, salvo las que se le hubiese reservado en el contrato, solo posee acciones personales a los fines de obtener los beneficios que el contrato les concede, además de las facultades especiales que la ley le otorga (p.e. derecho a pedir rendición de cuentas).

Ambas partes enfrentan incertidumbre respecto a escenario futuro en el cual se desarrollará el proyecto inmobiliario pero, dado que el fiduciario es quien toma las decisiones y que resulta altamente costoso para el fiduciante ejercer un control permanente sobre el fiduciario, la información se encuentra distribuida en forma asimétrica entre ellas.

---

<sup>4</sup> MARQUEZ, Fernando (2006)

Es por ello que las cláusulas del contrato de fideicomiso (o su carencia) al determinar la distribución de los riesgos y beneficios de la actividad constituirán poderosos incentivos que orientarán la conducta de las partes incrementando o disminuyendo la ocurrencia de dos tipos de eventos estudiados ampliamente por la literatura económica: **conductas oportunistas** o de “**riesgo moral**”<sup>5</sup>.

## 2.2. Caracterización de la estructura de los contratos

A partir de los modelos sugeridos en la bibliografía jurídica especializada y una muestra de 32 diferentes contratos reales se ha procedido a identificar los principales elementos de interés económico en la estructura típica de un contrato de fideicomiso como sigue:

*a. Proyecto Ejecutivo:* Contiene la descripción técnica de la obra (detalles constructivos, cálculo de cómputos y presupuesto) y su ejecución (calendarios y cronogramas de actividades). Habitualmente se adjunta como un anexo pero constituye el centro del contrato de fideicomiso pues es la parte que detalla las características de la manda fiduciaria. Su nivel de detalle y especificidad permite acotar el margen de discrecionalidad de la empresa constructora y del fiduciario en la administración del patrimonio del fideicomiso. Por otra parte, un proyecto ejecutivo elaborado en profundidad constituye una señal del grado de planificación previa del emprendimiento y, en consecuencia, su probabilidad de éxito.

Una mención especial merece el plazo de finalización de las obras y entrega del inmueble pues es el que determina el tiempo de realización de la inversión. Habitualmente se presenta como una fecha de entrega tentativa con posibilidad de extensión vinculada o no a la ocurrencia de sucesos eventuales.

*b. Distribución Riesgos exógenos:* Generalmente todos los contratos conciben previsiones ante sucesos inesperados y fuera del control de las partes del contrato (p.e. riesgo cambiario, variación en los costos de la construcción, cambios normativos, creación de nuevos impuestos). En la totalidad de los contratos relevados este tipo de riesgos es soportado íntegramente por el fiduciante aunque eventualmente podrán reclamar ante el fiduciario.

*c. Honorarios Fiduciario:* El monto y el momento del pago de la remuneración del fiduciario son de los factores más relevantes en el sistema de incentivos creados por el contrato. Existen diferentes tipos de criterios para fijar su cuantía: honorario fijo, porcentaje sobre los costos de obra, porcentaje sobre las ganancias o combinaciones de ellos. Por otra parte los pagos pueden ser realizados en forma regular (p.e. mensual) o por hitos o etapas de obra.

*d. Gobernanza del Fideicomiso:* Se refiere al conjunto de principios y normas que regulan el diseño, integración y funcionamiento del proceso de toma de decisiones y rendición de cuentas en el fideicomiso. Incluye todas aquellas cláusulas vinculadas al funcionamiento de la Asamblea de Fiduciantes, al mecanismo de reemplazo del Fiduciario, al proceder del Comité de Fiscalización y a las cesiones de derecho a

---

<sup>5</sup> El “riesgo moral” (“moral hazard”) tiene lugar cuando, como consecuencia de un cierto contrato, un agente económico cuyas acciones influyen sobre el nivel de riesgo se ve inducido a modificar dichas acciones.

fiduciantes posteriores. Intervienen en esta dimensión tanto agentes externos como internos al fideicomiso.

*e. Resolución de conflictos y arbitraje:* El contrato de fideicomiso, como todo contrato, prevé una instancia de arbitraje y define, en caso de no llegar a un acuerdo, fuero y jurisdicción para resolver controversias o diferencias. Se trata de una instancia externa al fideicomiso.

### **3. El problema de incentivos: Problema de la agencia.**

El papel de los contratos como mecanismos para repartir riesgos parte de la idea de que los riesgos respecto de los cuales están contratando las partes son exógenos a ellas, es decir, no dependen de las acciones que dichas partes lleven a cabo. No obstante, los individuos generalmente enfrentan riesgos sobre los cuales tienen algún control y estos riesgos pueden formar parte necesaria de algunos contratos.

Uno de los casos más estudiados por la literatura en este contexto es el **problema de la agencia** (PA) donde un mandante o principal le encarga cierta actividad a un mandatario o agente pero no le especifica (ni puede controlar con exactitud) las acciones que este agente debe llevar a cabo para realizar la actividad en cuestión. El resultado de estas acciones sí es observable (p.e. un cierto nivel de beneficios) pero depende no sólo de lo que el agente haya hecho sino también de ciertos factores exógenos sujetos a incertidumbre. Considerando que tanto el agente como el principal son racionales, sus intereses no tienen porque coincidir dando origen al PA que se desarrolla como sigue:

a. La información entre el principal y agente es asimétrica. En otras palabras el agente sabe más del negocio, o profesión que desempeña, que el principal<sup>6</sup>.

b. La acción del agente, es decir, su nivel del esfuerzo, no es directamente observable por el principal. Al principal le resulta costoso monitorear al agente.

c. El resultado de las acciones del agente no depende sólo de él, sino también de cambios en la coyuntura. Aislar el efecto de los shocks externos también es costoso. El agente por eso siempre puede argumentar que el pobre resultado se debe a las condiciones ambientales adversas. El agente se aprovecha de que el monitoreo es costoso y tiende a comportarse en forma oportunista.

d. El principal y el agente son racionales y buscan maximizar sus funciones de utilidad, que no coinciden. Las decisiones que son las mejores desde el punto de vista del agente, van a parecer sub-óptimas para el principal, a no ser que el agente sea restringido debidamente.

Puede observarse que el planteo del PA se ajusta sin dificultad a la situación creada por un contrato de fideicomiso inmobiliario siendo el papel de principal ocupado por los fiduciantes-beneficiarios y el de agente por el fiduciario.

---

<sup>6</sup> Esta situación es denominada en la literatura económica como de “información oculta” (“hidden information”).

El desarrollo matemático formal del PA aplicado al fideicomiso inmobiliario ha sido desglosado en el anexo I. Desde el punto de vista conceptual, el PA se resuelve a partir del diseño de un contrato óptimo que formule estímulos que incentiven al agente a no desviarse demasiado de los intereses del principal. El estudio de estas soluciones nos lleva a las siguientes conclusiones para cada uno de los elementos identificados en el contrato de fideicomiso:

### *Proyecto Ejecutivo*

La primera dificultad planteada en el PA surge antes de suscripto el contrato, cuando el agente aconseja al principal el logro de objetivos fáciles de alcanzar para el agente. El principal se deja guiar por la opinión del experto y comete una “selección adversa” de las metas a sus propios intereses<sup>7</sup>.

Esta situación se produce cuando el fiduciario sugiere características técnicas del inmueble a construir que podrían oponerse al interés del fiduciante-beneficiario, quien las acepta por falta de información. (p.e. instalaciones de baja calidad y acotada vida útil o diseño inadecuado orientado a la reducción de costos).

También se produce cuando el fiduciario subestima plazos y/o costos de obra o sobreestima valores esperados de venta de los inmuebles. De esta forma sobreestima la tasa de retorno esperada del emprendimiento e induce al fiduciante-beneficiario a ingresar a un emprendimiento que de otra forma no aceptaría.

### *Honorarios Fiduciario*

La segunda dificultad planteada por el PA surge luego de iniciado el emprendimiento, cuando el principal, sin poder observar el esfuerzo del agente, debe decidir, cuanto va a pagar al agente<sup>8</sup>.

Dado que el agente no va a actuar en los mejores intereses del principal, este último puede actuar de dos maneras: monitoreando la acción del agente o atando la remuneración del agente al resultado. La selección del método depende de tres factores:

Primero, del costo de monitorear la acción. El monitoreo es costoso y se aplica cuando las acciones del principal por su naturaleza son fácilmente observables. Cuando monitorear la acción del agente es barato se sugiere hacerlo. Esto puede ser realizado a través de informes, observaciones directas del principal.

Segundo, del grado, en que la acción del agente afecta el resultado. Con frecuencia el esfuerzo del agente no se refleja inmediatamente en el resultado y el monitoreo de la acción del agente pierde sentido.

Tercero, de la gama de resultados que produce el agente. Una amplia diversidad de actividades y tareas parciales hace difícil construir un esquema que remunere todos los subproductos obtenidos.

De esto surgen tres formas básicas de compensación<sup>9</sup>:

---

<sup>7</sup> FURUBOTN, Eirik. y RICHTER, Rudolf (2000)

<sup>8</sup> FURUBOTN, Eirik. y RICHTER, Rudolf (2000)

a. El principal paga al agente un honorario variable contingente al producto. El agente corre con todo el riesgo coyuntural por lo cual podría no desear suscribir el acuerdo pues no posee garantías de cubrir sus costos.

b. El principal paga al agente un honorario fijo y se queda con toda la ganancia que resulte por encima de este. El principal corre con el riesgo coyuntural. El problema con este arreglo es que ofrece unos incentivos débiles para el agente por lo cual al principal debe monitorear al agente.

c. El principal paga una combinación de honorario fijo y honorario variable. La porción fija protege al agente contra el riesgo, mientras que la porción variable funciona como el estímulo.

El PA ayuda a entender el problema del control y diseñar un sistema adecuado. Hay dos formas de control, el que se basan en el monitoreo de la conducta y el que se basa en los resultados. Al primero le corresponde el honorario fijo y al segundo, el honorario variable. La teoría económica predice que el monitoreo de la conducta va a predominar sobre los resultados, cuando el ambiente es incierto y además cuando la conducta es fácil de monitorear. En caso contrario se espera encontrar sistemas de control basados en los resultados<sup>10</sup>. La forma de la compensación depende de la estrategia de control elegida. De aquí se puede derivar una conclusión práctica.

Por otra parte, las normas sociales, que determinan el nivel de la confianza y compromiso entre las partes, pueden funcionar en la misma dirección, en que funciona una comisión o un honorario variable, es decir, alineando las acciones del agente con los intereses del principal.

#### *Distribución de riesgos*

La regla de reparto óptimo del riesgo surge como resultado de considerar el control sobre el riesgo y el grado de aversión al riesgo que presenta cada uno de los participantes del contrato.

Con respecto al primero, la solución del PA establece que, dado que existe un agente cuyas acciones influyen en las probabilidades de los estados de la naturaleza, debe ser este quien asuma la mayor parte del riesgo, como modo de asegurar al principal y de crear incentivos para que se tomen los cursos de acción más eficientes. Es decir el contrato a suscribir entre las partes se fundamenta en el hecho de que debe ser la parte que tiene mayor control sobre el riesgo la que deba soportarlo en mayor medida.

Con respecto al segundo, la solución del PA establece que el riesgo debe recaer sobre el agente con menor aversión al mismo. Es decir el agente económico más averso al riesgo (o más expuesto al riesgo) recibirá siempre un monto fijo y el agente menos averso al riesgo (o menos expuesta a él) se quedará con una suma variable que diferirá según el estado de la naturaleza.

---

<sup>9</sup> GIBBONS, Robert (1998)

<sup>10</sup> EISENHARDT (1985) presentó una confirmación empírica de estos resultados

El modo en el que se encuentra configurado el contrato de fideicomiso implica que el fiduciante-beneficiario soportará el riesgo coyuntural obteniendo una suma variable (la diferencia entre el costo del emprendimiento y el valor de mercado del mismo al momento de su finalización) y el fiduciario recibirá siempre, al menos, un monto fijo. Esta distribución de los riesgos se contrapone con lo sugerido por la teoría económica ya que no podemos afirmar que el fiduciante-beneficiario sea un agente menos averso al riesgo que el fiduciario y, claramente, el fiduciario posee capacidad de influenciar sobre el resultado del emprendimiento.

#### **4. El cumplimiento del contrato: Teoría del oportunismo contractual**

Desde el punto de vista económico, el derecho contractual cumple dos papeles principales resolver los problemas ocasionados por contingencias imprevistas y los problemas de oportunismo<sup>11</sup>.

El papel del derecho contractual como mecanismo que asegura la eficiencia y disminuye los costos de transacción es particularmente claro en situaciones en las cuales no existe ningún tipo de incertidumbre exógena. En dichas circunstancias, si las partes de un contrato deseaban que el contrato se cumpliera en el momento en el cual lo celebraron, entonces es eficiente que el contrato se cumpla tal como fue pactado. Esto es así porque la propia idea del contrato como declaración de voluntad común destinada a reglar los derechos de las partes presupone que todos los contratantes hallan más conveniente estar dentro del contrato que fuera de él, y que por lo tanto todos obtienen algún beneficio del cumplimiento de las cláusulas contractuales acordadas en su momento<sup>12</sup>.

En cambio, cuando los contratos tienen lugar en circunstancias en las que sí media incertidumbre exógena, la labor del derecho contractual se vuelve más compleja. La existencia de situaciones en las cuales se produce un fenómeno ajeno a las partes que altera el contexto en el cual se pactó el contrato, y que hace que algo que resultaba beneficioso para alguna de las partes (o para ambas) pase a ser inconveniente, vuelven necesario negociar previamente un número mayor de cláusulas y recurrir posteriormente a procedimientos destinados a remediar los efectos de dichas contingencias imprevistas. Puede también pasar que, por la existencia de información asimétrica, una de las partes creyera que el contrato la beneficiaba cuando en realidad la perjudicaba. En tales casos, el derecho contractual tiene cierto margen para reducir los costos de transacción y aumentar la eficiencia económica, si bien los instrumentos que debe utilizar crean también el riesgo de que los costos de transacción aumenten y la eficiencia disminuya<sup>13</sup>. Todo esto implica un dispendio de recursos y energía que no beneficia a ninguno de los contratantes.

El oportunismo es un fenómeno que implica la posibilidad de que alguna de las partes incumpla su promesa o se aproveche de su situación para adoptar una acción que vulnera el espíritu de lo pactado. Este problema aparece cuando las prestaciones de los contratos tienen lugar de forma secuencial y no simultánea. Si una de las partes de un contrato tiene que cumplir con su prestación antes que la otra, esta última tiene incentivos para incumplir su parte una vez que la primera ha cumplido con la suya.

---

<sup>11</sup> POSNER, Richard (2007)

<sup>12</sup> COLOMA, Germán (2001)

<sup>13</sup> COLOMA, Germán (2001)

Conociendo esto, la primera parte puede preferir no contratar con la segunda, a pesar de que sabe que ambos contratantes estarían mejor si el contrato se cumpliera.

Los principios que deberían guiar la estructura del derecho contractual, cuya aplicación es más o menos frecuente (y más o menos sencilla) según el contexto en el que tengan lugar las relaciones contractuales, son<sup>14</sup>:

a- Normas que aseguren eliminar el oportunismo contractual gratuito. La existencia de normas jurídicas que aseguren que las partes no pueden incumplir gratuitamente sus promesas contractuales es un factor que contribuye a reducir los costos de transacción. Si cada una de las partes sabe que su incumplimiento la obliga a indemnizar a la otra parte, esto puede hacer que -cuando tengan que decidir si cumplen o no con sus obligaciones- más conveniente para ellas cumplir que incumplir y el contrato termine llevándose a cabo tal como fue pactado.

b- Promover relaciones comerciales prolongadas. Ciertos problemas de oportunismo pueden resolverse sin necesidad de recurrir a normas de derecho contractual, si las partes que celebran el contrato saben que su relación comercial tendrá lugar durante un período prolongado. En dicha circunstancia las partes toman decisiones repetidamente, y pueden hallar conveniente cumplir con sus obligaciones contractuales sin necesidad de que existan penalidades explícitas por incumplir. Si ambas partes valoran suficientemente el futuro, preferirán obtener una ganancia moderada pero permanente a obtener una ganancia presente mayor por violar su contrato implícito pero condenarse a que la relación comercial se rompa.

c- Cumplimiento óptimo ante contingencias. En situaciones donde aparecen contingencias que hagan que una transacción que resultaba eficiente en el momento de celebrar el contrato se vuelva ineficiente en el momento de llevarla a cabo debe ser posible rescindir el contrato a un costo razonable. El concepto de “cumplimiento óptimo” surge de relacionar el costo que tiene cumplir con su obligación contractual para la parte que aún debe su prestación con el beneficio que tiene dicho cumplimiento para la parte que debe recibir dicha prestación.

## **5. La responsabilidad del fiduciario: Aspectos Generales**

Las obligaciones del fiduciario son variadas y difieren de acuerdo a la naturaleza del negocio y las condiciones pactadas entre los contratantes. Sin embargo es posible señalar algunas que resultan esenciales y que se encuentran presente en lo mas insito de su obrar, a saber: a) Cumplir las obligaciones impuestas con la prudencia y diligencia de un buen hombre de negocios que actúa sobre la base de la confianza depositada en el (art. 6º, ley 24.441); b) Ejercer la propiedad fiduciaria en beneficio del beneficiario (ley 24.441 art. 1º); c) Rendir cuentas de su gestión (art. 7º, ley 24.441); d) Mantener la separación patrimonial entre los bienes propios y los que tenga en propiedad fiduciaria (art. 14, ley 24.441); e) Ejercer las acciones patrimoniales que correspondan, para la defensa de los bienes fideicomitidos y el cumplimiento de los fines encomendados, art. 18, ley 24.441); f) No renunciar intempestivamente; g) Transferir a su destinatario los bienes fideicomitidos cuando se extinga el fideicomiso (art. 26, ley 24.441),y h) No

---

<sup>14</sup> COOTER, Robert y ULEN, Thomas (1997)



adquirir para sí los bienes fideicomitidos (art. 7° ley 24.441). Ante incumplimientos de los fiduciarios, puede derivar en la causación de un daño y la consecuente obligación de responder por los perjuicios causados que deriven de ese actuar podemos clasificar esa responsabilidad en interna y externa.

#### a.- Responsabilidad interna.

Esta esfera de la responsabilidad se refiere a la asumida por el fiduciario por todo daño o perjuicio causado al fiduciante-beneficiario, derivado de la no ejecución total o parcial de las obligaciones emergentes del fideicomiso, salvo caso fortuito o fuerza mayor.

El art. 6 de la ley 24.441 dispone que "el fiduciario deberá cumplir las obligaciones impuestas por la ley o por la convención con la prudencia y diligencia del buen hombre de negocios que actúa sobre la base de la confianza depositada en él". A su vez, el art. 7 agrega que el contrato no podrá dispensar al fiduciario "de la culpa o dolo en que pudieren incurrir él o sus dependientes". El factor de atribución de la responsabilidad es subjetivo, puesto que el fiduciario será responsable cuando el daño sea el resultado de una acción u omisión culpable; es decir, de haber procedido con negligencia, ligereza o ignorancia de las cosas que debía necesariamente conocer, como "buen hombre de negocios"<sup>15</sup>.

La aplicación de este criterio supone tener en cuenta el bien fideicomitado y el mandato que se le haya encargado al fiduciario. Así, se requiere distinta competencia profesional, estructura y tiempo de dedicación según el caso. No es lo mismo ser fiduciario de un emprendimiento inmobiliario de millones de dólares, con varias torres de edificios, ubicados en un complejo cerrado donde también se comercializa y desarrolla un country -con todo lo que implica, desde el tendido de los servicios de agua, luz etc, hasta la determinación del marco normativo que regirá la vida del complejo-, que el fiduciario testamentario de una sola casa de escaso valor, cuyo objeto es la locación de la misma.

#### b.- Responsabilidad externa.

Esta refiere a las derivaciones jurídicas que pueda ocasionarle la relación asumida frente a terceros con motivo de sus funciones en el contrato de fideicomisos. El límite de esta responsabilidad se encuentra regulada en la ley 24.441, al establecer que : "...los bienes fideicomitidos quedarán exentos de la acción singular o colectiva de los acreedores del fiduciario" (art. 15), y por otro lado establece que "...los bienes del fiduciario no responderán por las obligaciones contraídas en la ejecución del fideicomiso, las que sólo serán satisfechas con los bienes fideicomitidos" (art. 16).

Aquí también se requiere la diligencia del buen hombre de negocios, y deberá responder en caso de no llevar a cabo ese parámetro de conducta frente a terceros con el patrimonio fideicomitidos, sin perjuicio de responder internamente por los perjuicios causados al fiduciante-beneficiario, con sus propios bienes.

## 7. Conclusiones

---

<sup>15</sup> LISOPRAWSKI, Silvio y MATORELL, Ernesto (2009)

El fideicomiso inmobiliario se ha transformado en una herramienta fundamental del sector dada su versatilidad, que posibilita desarrollar tanto pequeños como grandes emprendimientos, y la garantía que otorga al patrimonio separado de las partes. Sin embargo el fiduciario puede emplear sus facultades contractuales con otras finalidades y perjudicar a las otras partes del contrato. Por ello resulta imperativo brindar información y un marco adecuado de contención para quienes puedan ser víctimas de las fallas de esta figura contractual.

Cabe señalar que no han sido las ventajas implícitas de la herramienta sino la coyuntura económica y haber sido elegida por los formadores de mercado el hecho que explica su rápido crecimiento. Independientemente de las ventajas y desventajas implícitas que esta herramienta es importante señalar que las dificultades en el acceso al crédito para la vivienda y la falta de opciones de inversión convenientes y asequibles han sido factores exógenos que han impulsado su utilización.

Por otra parte, el actual escenario de estancamiento o caída en los precios reales de las propiedades posiblemente fomente un aumento en la tasa de litigiosidad de los fideicomisos inmobiliarios en ejecución, pues las pérdidas por ineficiencia no serán compensadas por los incrementos en el precio final del inmueble, y un aumento en el interés por las cláusulas específicas vinculadas a ajuste de costos, honorarios de administración, auditoría y plazos para la entrega de obra en los nuevos fideicomisos.

En este marco se realizan las siguientes recomendaciones para cada uno de los elementos contractuales vistos dirigidas a los privados que deseen conformar fideicomisos inmobiliarios:

#### *Proyecto Ejecutivo:*

El desarrollo de un proyecto ejecutivo detallado y completo opera en el mercado como una señal sobre la viabilidad del proyecto y el compromiso del fiduciario distinguiendo buenos y malos proyectos y fiduciarios. Ello hace que una mayor cantidad de fiduciante-beneficiario estén dispuestos a contratar con él.

En términos generales se sugiere consultar a un especialista no vinculado al emprendimiento respecto a las características del proyecto ejecutivo antes de la suscripción del contrato. Si el análisis del proyecto ejecutivo no resulta satisfactorio (por ser incompletos o dudosos los valores establecidos) no suscribir el contrato.

En términos particulares se sugiere considerar los siguientes aspectos sobre el proyecto ejecutivo:

- Que posea el máximo nivel de detalle respecto a los materiales, calidades, plazos y cronograma de obra. Esto cumple un doble objetivo: por un lado permite reducir el nivel de discrecionalidad del fiduciario y por el otro exige que el proyecto se encuentre suficientemente estudiado antes del inicio de su ejecución.
- Que especifique claramente cuales son las unidades y superficie que se adjudicarán a los fiduciantes-beneficiarios y que incluya las condiciones y el cronograma completo de pagos del fiduciante-beneficiario. Si se trata de un fideicomiso “al costo” que establezca claramente como se mide el incremento en costo (con que índice y como y cada cuanto se realizan los ajustes) y, si se trata de un fideicomiso a

“costo fijo”, que establezca claramente como y quien solventará las eventuales diferencias en el costo que pudieran surgir como resultado de eventos inesperados o una coyuntura desfavorable.

Es recomendable establecer algunas condiciones propias de las obras públicas como ser que las primeras cuotas deban ser aplicadas al acopio de materiales y que se retenga a la empresa constructora un Fondo de Reparación (o se le exija una póliza de caución) para asegurar desperfectos o vicios de obra.

Por otra parte siempre se debe verificar que el título del terreno sobre el cual se va a construir no posea embargos, sucesiones u otro tipo de dificultades de orden legal.

#### *Honorarios y Distribución de riesgos:*

En términos generales el gasto total presupuestado en concepto de honorarios (en todas sus formas) no debería superar el 20% del valor total del proyecto.

En términos particulares se realizan las siguientes sugerencias respecto a los honorarios:

- La resolución del problema de agencia sugiere pautar un valor fijo de honorarios más adicionales (premios) por cumplir metas en plazos establecidos. Siguiendo este marco teórico se desaconseja enfáticamente pautar honorarios proporcionales al costo de la obra pues constituyen un incentivo negativo a los objetivos del fideicomisario-beneficiario.
- En lo posible procurar la reservar un pago final que actúe como garantía contra entrega de las unidades ante incumplimientos no justificados.

#### *Gobernanza y otros aspectos:*

En términos generales, los primeros aspectos a considerar son los antecedentes del fiduciario y la empresa constructora y es si el fiduciario es realmente independiente o está vinculada al desarrollador o constructor y tener presente esta circunstancia al momento de suscribir el contrato de adhesión. En la práctica es habitual que exista algún tipo de vinculación más o menos estrecha y que esto interfiera en el correcto funcionamiento de las instancias previstas para brindar transparencia a la futura administración del fideicomiso.

En términos particulares, el **contrato de adhesión al fideicomiso** debe existir<sup>16</sup> y contener una cláusula en la cual el futuro fiduciante-beneficiario adhiera ad-referendum de que reúna un monto mínimo de inversión, de caso contrario, los montos invertidos tendrán que ser devueltos sin ningún tipo de penalidad e incluso los intereses bancarios generados por la tenencia de los fondos.

A su vez, el **contrato de fideicomiso** deberá contener claramente los siguientes elementos relacionados a su diseño, integración y funcionamiento:

- Un mecanismo de rendición de cuentas y auditoría claro y sencillo. La figura del Comité de Fiscalización presente en los modelos de contratos cumple estos criterios

---

<sup>16</sup> El contrato de adhesión al fideicomiso es un instrumento adicional al contrato de fideicomiso.

aunque resulta poco empleado en la práctica. Eventualmente puede considerarse tercerizar el rol de este comité.

- Una cláusula que además de explicar las facultades de la Asamblea de Fideicomisarios promueva, al menos, una reunión al año.
- Una cláusula que determine el contenido y regularidad de los Informes de Monitoreo. La regularidad sugerida para estos informes es de tres meses. En cuanto a los contenidos, lo ideal es contar con un modelo anexo al propio contrato.
- No debe ser admitido un trato diferencial entre los diferentes fiduciantes-beneficiarios en cuanto a los montos a pagar y derechos a supervisar. No es recomendable que convivan en un mismo fideicomiso fiduciantes-beneficiarios que paguen un costo fijo por sus unidades junto a otros que paguen un variable sin la aceptación de todas las partes firmantes. Si esto fuera necesario es preciso que todas las partes sean notificadas y acepten tal incorporación.
- Establecer los aportes del fideicomiso serán realizados en una cuenta exclusivamente a nombre del fideicomiso.

#### *Resolución de conflictos y arbitraje:*

En términos generales debe verificarse que el contrato de fideicomiso determine claramente la instancia de mediación, plazos, notificaciones y tribunales para dirimir diferencias.

Los fiduciantes-beneficiarios poseen escasos incentivos a apelar a instancias de arbitraje o judiciales dado que son los principales perjudicados en caso de retrasos o interrupción en el desarrollo de las obras. Es por ello que los reclamos legales al fiduciario son generalmente realizados cuando el daño resulta muy significativo y en forma tardía. Es por ello que la instancia de arbitraje debe ser potenciada a través de la reducción de sus costos y sus plazos.

#### *Recomendaciones de Política Pública:*

En términos generales cabe señalar el fideicomiso constituye una herramienta desregulada por lo cual el accionar del fiduciario carece de control gubernamental. A la luz de las dificultades analizadas a lo largo del trabajo y considerando lo delicado de las funciones del fiduciario y el hecho de que esté ofertando al público, cabe señalar que es necesario cierto grado de regulación pues el mercado por sí solo no ha resuelto estos problemas.

En términos particulares se proponen las siguientes medidas tendientes a perfeccionar el funcionamiento de esta herramienta sin necesidad de apelar a modificaciones en la Ley 24.441:

- Creación de un Registro de Auditores Independientes de Fideicomisos Inmobiliarios y que la contratación de los mismos sea obligatoria para proyectos superiores a 12 millones de dólares. Este registro puede ser creado y administrado por una entidad pública o una entidad privada (p.e. Consejo Profesional)
- Confección y difusión de una guía oficial con contenidos mínimos para la elaboración de proyectos ejecutivos de aplicación voluntaria para fideicomisos inmobiliarios. Si bien el empleo de esta guía sería voluntario, su existencia permite

tanto orientar el trabajo de los fiduciarios como posibilitar que los futuros fiduciantes-beneficiarios dispongan de un parámetro para evaluar la calidad de un proyecto.

- Creación de un Registro Público Voluntario de Fiduciarios donde los fideicomisarios-beneficiarios puedan evaluar su accionar y los resultados obtenidos. El fiduciario sabe que si no cumple su mandato fiduciario en tiempo y forma obtiene un beneficio de corto plazo, pero arruina para siempre su reputación y pierde la posibilidad de seguir comerciando con determinados clientes.

Finalmente un comentario adicional merece la novedosa normativa correspondiente a fideicomisos inmobiliarios de oferta pública emitida por la Comisión Nacional de Valores. Tradicionalmente los instrumentos financieros empleados en el mercado inmobiliario argentino han consistido en estructuras financieras privadas, con un alcance geográfico acotado y dirigido a inversores de buen poder adquisitivo. La evolución de esta nueva modalidad permitirá comparar la eficiencia relativa del fideicomiso de oferta privada.

## **Bibliografía**

- ABATTI, Enrique y Ival Rocca (h); *Contratos Inmobiliarios*. Buenos Aires: García Alonso, 2009
- ACQUARONE, Maria Teresa; *Los Emprendimientos Inmobiliarios*. Buenos Aires: Ad-Hoc, 2007
- CHIALVO, Tomás Pedro; *Fideicomiso: Elementos y caracteres del fideicomiso inmobiliario*; junio de 2011 Id Infojus: DACF110030
- COOTER, Robert y ULEN, Thomas; *Law & Economics (6ta ed.)*. New York, Pearson/Addison, 2011 (Hay versión en castellano: *Derecho y economía*; México, Fondo de Cultura Económica).
- COLOMA, Germán; *Análisis económico del derecho privado y regulatorio*. Buenos Aires, Ed Ciudad Argentina, 2001.
- COMISION NACIONAL DE VALORES; *Resolución General 623/2013*. Buenos Aires, 2013
- EISENHARDT, Kathleen; *Control: Organizational and Economic Approaches*; Management Science Vol 31 N°2, Feb 1985
- FRANK, Robert; *Microeconomics and behavior* (8va ed.). New York, Mc Graw Hill, 2010
- FURUBOTN, Eirik G. y RICHTER, Rudolf; *Institutions and Economic Theory. The Contribution of the New Institutional Economics*. The University of Michigan Press, 2000.
- GIBBONS, Robert; *Un primer curso de teoría de juegos*. Barcelona: Antoni Bosch, 2003
- LISOPRAWSKI, Silvio y MATORELL, Ernesto; *Crisis de fideicomisos emblemáticos. Nuevos alcances de la responsabilidad del fiduciario*. La Ley 2009-C, 1206 - Obligaciones y Contratos Doctrinas Esenciales Tomo VI, Enero 2009.
- POSNER, Richard; *El Análisis Económico del Derecho (2da ed.)*. México: Fondo de Cultura Económica, 2007.

- MARQUEZ, Fernando, "La incorporación del fideicomiso a las legislaciones uruguayas y argentinas. El modelo legal elegido". Revista Crítica de Derecho Privado, N° 3, Año 2006, Montevideo, 2006

## ANEXO 1 - Problema de la Agencia para Fideicomiso Inmobiliario

El fiduciante-beneficiario (principal) contrata al fiduciario (agente). El primero "ofrece" un honorario al segundo quien debe decidir que si acepta el acuerdo y que nivel de esfuerzo realizará. El único costo del fiduciante-beneficiario es el honorario pagado al fiduciario y las ganancias serán netas de costos de construcción.

### Problema del Fiduciario

Para optimizar la estrategia del fiduciario, es necesario formular su función de utilidad ( $A$ ) y maximizarla, utilizando el procedimiento estándar. Esta función de utilidad se puede expresar como la resta entre sus honorarios ( $h$ ) y el costo de los esfuerzos incurridos ( $c(e)$ )

$$A = h - c(e)$$

Por otro lado, el fiduciario solo aceptará los honorarios pautados cuando no sean inferiores a su «reservation utility» (costo de oportunidad):

$$A \geq \bar{A}$$

Con estos elementos construimos el problema a maximizar por parte del fiduciario:

$$\underset{e}{\text{Max}}(A) = h - c(e) \text{ s.a. } A \geq \bar{A} \text{ donde } h \text{ es el honorario cobrado por el fiduciario}$$

Considerando que los honorarios podrían tener una porción fija y una variable atada al resultado del emprendimiento tenemos que:

$$(2) h = f + \alpha G$$

Asimismo suponemos que el resultado del emprendimiento crece proporcionalmente al esfuerzo aplicado por el fiduciario:

$$(3) G = G(e) \cong e$$

y que el costo del esfuerzo del fiduciario se expresa de la siguiente forma:

$$(4) c(e) = \frac{k \cdot e^2}{2} \text{ donde}$$

$k$  = tasa de crecimiento del costo marginal del esfuerzo del fiduciario

$e$  = esfuerzo aplicado por el fiduciario

Reformulamos el problema a maximizar por parte del fiduciario como sigue:

$$(5) \text{Max}_e A = f + \alpha.e - \frac{k.e^2}{2} \text{ s.a. } A \geq \bar{A}$$

$$(6) L = f + \alpha.e - \frac{k.e^2}{2} + \lambda \left( f + \alpha.e - \frac{k.e^2}{2} - \bar{A} \right)$$

Condiciones de primer orden

$$(7) \frac{\partial A}{\partial e} = \alpha - k.e = 0 \Rightarrow \alpha = k.e \Rightarrow e^* = \frac{\alpha}{k} \text{ (Función de reacción del agente)}$$

$$(8) \frac{\partial A}{\partial \lambda} = f + \alpha.e - \frac{k.e^2}{2} = 0 \Rightarrow f = \frac{k.e^2}{2} - \alpha.e$$

Nótese que de las condiciones de primer orden podemos obtener la siguiente conclusión:

$$\frac{\partial A}{\partial e} = \alpha \cdot \frac{\partial G(e)}{\partial e} - \frac{\partial c(e)}{\partial e} = 0$$

$$\alpha = \frac{\partial c(e)/\partial e}{\partial G(e)/\partial e}$$

El cociente entre el costo marginal del esfuerzo realizado por el fiduciario y el beneficio marginal que dicho esfuerzo produce a los beneficios del fideicomiso es igual a la participación del fiduciario en los beneficios del fideicomiso ( $\alpha$ )

### Problema del Fiduciario - Beneficiario

Para encontrar la estrategia óptima del primer jugador, hay que formular su función de utilidad, introducir en esta función el resultado de la primera etapa del juego y luego maximizar, utilizando el procedimiento estándar. La función de utilidad ( $P$ ) se puede formular como la resta entre las ganancias esperadas del fideicomiso  $G(e)$  y el costo de los honorarios del fiduciario ( $h$ ).

$$(9) P = G(e) - h \text{ ganancias netas}$$

Sustituyendo (2) y (3) en (9)

$$(10) P = e - (f + \alpha.e) \Rightarrow P = (1 - \alpha)e - f$$

Sustituyendo (7) y (8) en (10) la función del Principal queda así:

$$f = \frac{k.e^2}{2} - \alpha.e \text{ y } e^* = \frac{\alpha}{k}$$

$$P = \frac{(1 - \alpha)\alpha}{k} - \left( \frac{k.\alpha^2}{2k^2} - \frac{\alpha^2}{k} \right)$$

$$P = \frac{\alpha}{k} - \frac{\alpha^2}{k} - \frac{\alpha^2}{2k} + \frac{\alpha^2}{k}$$

$$P = \frac{2\alpha - 2\alpha^2 - \alpha^2 + 2\alpha^2}{2k}$$

$$P = \frac{\alpha}{k} - \frac{\alpha^2}{2k} \text{ Es la función de utilidad del principal.}$$

$$\underset{\alpha}{\text{Max}} P = \frac{\alpha}{k} - \frac{\alpha^2}{2k}$$

Derivando la función con respecto a  $\alpha$ , que es el porcentaje de ganancias que el principal ofrece al agente:

$$\frac{1}{k} - \frac{\alpha}{k} = 0$$

$$\alpha^* = 1$$

Para maximizar las ganancias del fideicomiso, el fiduciante-beneficiario debe ofrecer al fiduciario  $\alpha = 1$ , es decir, el 100% de las ganancias. En este caso el fiduciario despliega el nivel óptimo del esfuerzo  $\alpha = \alpha/k$

Para ver que recibirá el fiduciante-beneficiario es necesario calcular el otro componente de la remuneración del fiduciario:

$$r = \frac{k \cdot \alpha^2}{2k^2} - \frac{\alpha^2}{k}$$

$$r = \frac{1}{2k^2} - \frac{1}{k}$$

La porción fija del honorario es negativa. Quiere decir, el fiduciario va a devolverle esta suma al fiduciante-beneficiario. Lo que surge no es un contrato de fideicomiso, sino un contrato de préstamo: el fiduciario paga al fiduciante-beneficiario por el uso de sus recursos<sup>17</sup>.

---

<sup>17</sup> FURUBOTN, Eirik. y RICHTER, Rudolf (2000).