

**UNIVERSIDAD DEL CEMA  
Buenos Aires  
Argentina**

Serie  
**DOCUMENTOS DE TRABAJO**

**Área: Negocios y Finanzas**

**EL FIDEICOMISO Y  
EL BOOM INMOBILIARIO ARGENTINO**

**Francisco María Pertierra Cánepa y  
Mariano Pantanetti**

**Abril 2011  
Nro. 451**

**[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**

**El fideicomiso y el boom inmobiliario argentino**

**Francisco María Pertierra Cánepa y**

**Mariano Pantanetti\***

**Abril 2011**

---

\* Los puntos de vista son personales y no representan necesariamente los de la Universidad del CEMA.



## INTRODUCCIÓN

El presente trabajo tiene como objetivo investigar las diferentes alternativas que se ofrecen en el mercado de los denominados “fideicomisos inmobiliarios”<sup>1</sup> para desarrollar un estudio detallado que permita identificar y evaluar como se está aplicando, y determinar el impacto que tuvo el instrumento en relación al boom de la actividad durante los últimos años. A través del análisis de las distintas alternativas comerciales de los proyectos inmobiliarios con fideicomisos podremos esclarecer si se está aplicando de manera adecuada el instrumento, con el fin de permitir elaborar enfoques superadores que contemplen correctamente la aplicación de la figura en los desarrollos inmobiliarios, evitando la propagación e instalación de conceptos erróneos que perjudican al mercado inmobiliario, y especialmente a la figura del fideicomiso.

Sostenemos que los fideicomisos inmobiliarios fueron un factor determinante para la generación del boom inmobiliario argentino, que no hubiera ocurrido en igual medida de no existir esta herramienta. Se parte del fideicomiso y sus características generales, para luego profundizar en los denominados fideicomisos inmobiliarios, en su funcionamiento, características principales y participación en el crecimiento inmobiliario.

A lo largo de la investigación profundizaremos en:

- Los diferentes tipos de fideicomisos inmobiliarios ofrecidos,
- Las divergencias entre lo que se promociona como “fideicomiso al costo” versus los costos reales,
- Los conflictos que se generan dada la relación entre Principal y Agente en los fideicomisos inmobiliarios,
- Los errores en la interpretación de la figura y los riesgos que ello implica para la correcta aplicación del fideicomiso en el sector.

La metodología aplicada tuvo dos líneas conductivas, la primera consistente en el desarrollo de una revisión bibliográfica, de brochures comerciales, de las ofertas en las páginas web de las inmobiliarias y de los proyectos inmobiliarios en marcha, de los

---

<sup>1</sup> Nota del autor: fideicomiso inmobiliario es una denominación de uso genérica, que no surge de la Ley 24.441

documentos de trabajo y artículos técnicos que abordan el tema. La segunda línea consistió en un relevamiento casuístico y un trabajo de campo de carácter exploratorio, a través de entrevistas abiertas con los actores técnicos y comerciales más relevantes del mercado inmobiliario, para validar o rechazar los postulados.

## **PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DEL FIDEICOMISO**

El fideicomiso es un contrato cuyo contenido y valor dependerán de la calidad del negocio subyacente y del encargo de confianza que le haya realizado el Fiduciante, dueño de los bienes que se van a transmitir al Fiduciario, que será el propietario de dicho patrimonio durante la vigencia del contrato. Este lo administrará a su mejor saber y entender como un negocio jurídico específico, en función de los Beneficiarios designados contractualmente<sup>2</sup>, pero asumiendo que esa transferencia fue realizada en forma acotada y sujeta a un plazo y/o condición previamente establecida. Dada la importancia de la figura y su aplicación práctica, conviene resumir las principales características:

- √ Se crea un patrimonio distinto y separado del propio de Fiduciantes y Fiduciario
- √ No tiene personería jurídica; si tributaria y fiscal.
- √ Es un instrumento destinado a fomentar los negocios, a través de una persona distinta e idónea, que es el Fiduciario.
- √ Es un contrato bilateral, consensual y real que necesita de la transferencia de bienes.
- √ Se materializa y justifica en pos del Beneficiario.
- √ Tiene tres momentos relevantes: a) la transferencia de los bienes del Fiduciante al Fiduciario; b) el desempeño del Fiduciario como propietario en cumplimiento del encargo y c) la transferencia de los bienes de Fiduciario a Beneficiarios y Fideicomisario.
- √ La insuficiencia de los bienes permite la liquidación extrajudicial a cargo del Fiduciario, sin aplicar la ley de Concursos y Quiebras.
- √ El Fiduciario debe llevar una contabilidad independiente por cada fideicomiso.
- √ La duración máxima es de 30 años, con excepción de los Fondos Forestales de Inversión Directa (ley 25.080) o que el Beneficiario sea un incapaz.

---

<sup>2</sup> Pertierra Cánepa, Francisco M. y Gómez de la Lastra, Manuel. "Vehículos innovadores para desarrollar proyectos productivos". Buenos Aires, Documentos de Trabajo n. 423 Universidad del Cema. 2010.

## EL NEGOCIO INMOBILIARIO EN ARGENTINA: Contexto económico y de Negocios

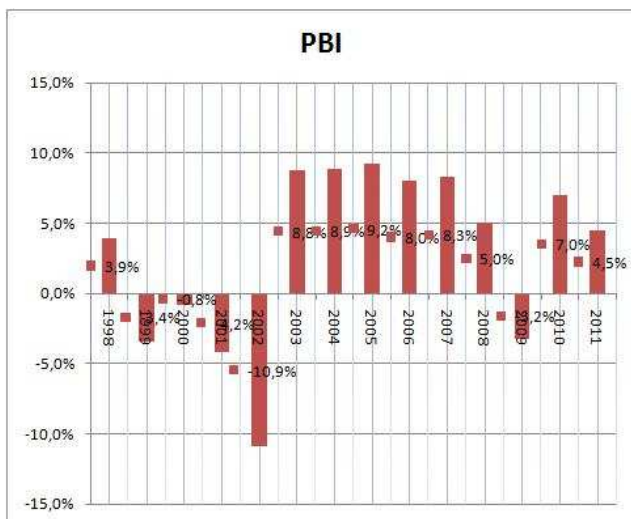
La construcción fue históricamente uno de los pilares de la industria en Argentina y su ritmo, salvo excepciones, fue acompañando el desarrollo del país y sus crisis económicas. Hacia finales de la década del 90 la actividad del mercado inmobiliario alcanzó uno de sus puntos más bajos y analizando una serie larga de años podemos indicar al año 2002 como el punto de inflexión para entender la evolución posterior del mercado.

El saldo neto de flujos de fondos positivo desde los países desarrollados hacia los países emergentes en general y Argentina en particular, puede explicar parte de la liquidez que se orientó a las inversiones en inmuebles desde 2002, con su punto más alto en 2008 y 2009, tras la fuerte crisis en los países centrales y el escenario de bajas tasas en Europa y USA.

Como dato adicional podemos señalar que el flujo de fondos extranjero explica el 30 % de las transacciones que se realizaron, en los años indicados, en la zona de Puerto Madero y Recoleta, por caso las zonas más de mayor inversión en términos del precio por metro cuadrado (m2).

Tras la devaluación ocurrida en el año 2002, la economía argentina experimentó un crecimiento importante en términos de PBI, el cual podemos observar en el siguiente gráfico que muestra la evolución del PBI desde 1998 con una proyección para 2011.

Evolución del PBI 1998-2011 (fuente: elaboración con datos de INDEC)



El cambio significativo se produce en 2002; respecto del PBI, es importante destacar la participación que tienen las actividades de la construcción y el negocio inmobiliario<sup>3</sup>, que en conjunto superan el 20 % del mismo con una proyección en aumento, tal como podemos ver en el siguiente gráfico<sup>4</sup>:

#### Participación de los rubros Inmobiliario y Construcción en el PBI

Año	Construcción	Inmobiliaria	Total
2005	5 %	11 %	16 %
2007	6,7 %	13,60 %	20,30 %
2009	7,4 %	10,4 %	17,8 %
2010	6 %	15,1 %	21,1 %

Fuente: Elaboración propia con datos Indec

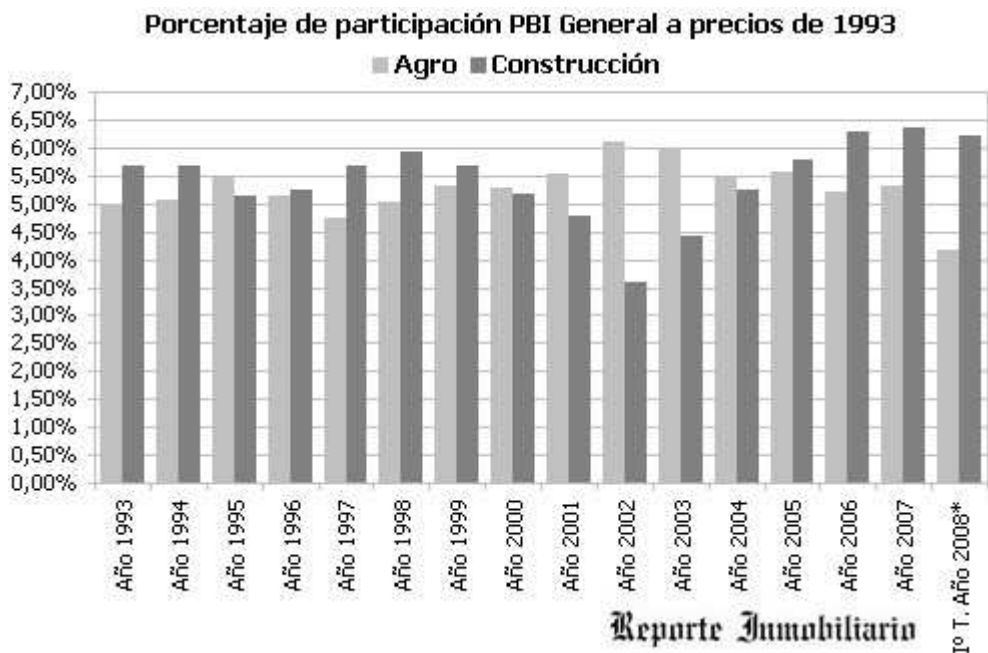
Para explicar el boom inmobiliario en función del PBI debemos aclarar que el crecimiento se explica por un mayor volumen de transacciones y metros construidos por el crecimiento del PBI en su conjunto, pero no como el aumento de la actividad en términos nominales, ya que en el cuadro anterior podemos observar como el porcentaje total de ambos rubros (construcción e inmobiliario) se mantiene casi constante respecto del total del PBI. Concluimos entonces que el aumento no se da en porcentaje sino en volumen general, acompañando el aumento general del PBI.

Continuando con el análisis anterior en el siguiente gráfico podemos observar que el rubro construcción se mantiene constante en torno al 6 %, con una fuerte caída en 2002, para luego volver a los niveles históricos en términos porcentuales, pero sobre una base mucho mayor.

<sup>3</sup> Nota del autor: tomamos los conceptos construcción e inmobiliario como similares, ya que a efectos de la importancia del fideicomiso y sus implicancias en los negocios, encontramos que lo estudiado afecta tanto a los negocios de construcción, inmobiliarios y a aquellos que desde el Plan de Negocios se piensan como de construcción e inmobiliarios como una sola unidad de negocios.

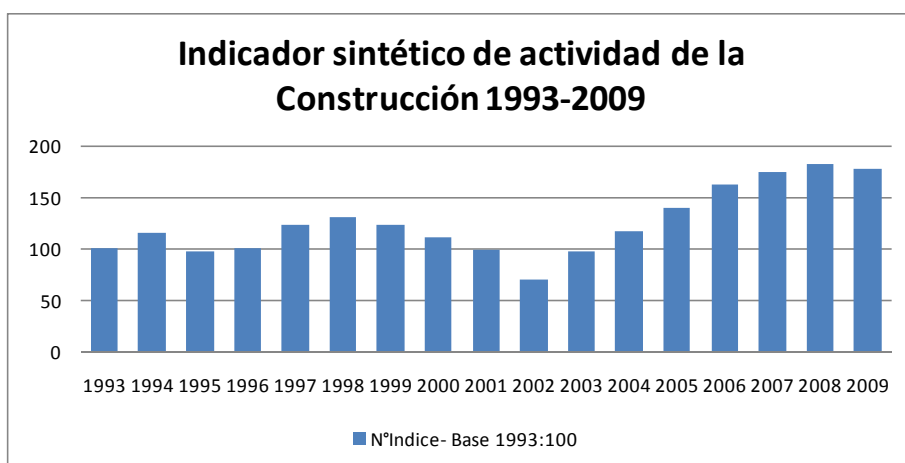
<sup>4</sup> Nota del autor: la excepción en la tendencia positiva del rubro inmobiliario del año 2009, tiene que ver con las consecuencias temporales de la crisis financiera mundial de octubre de 2008





Durante los años 2003 y 2009 el sector inmobiliario tuvo un crecimiento del 82.5 % de acuerdo con el índice ISAC (Indicador sintético de actividad de la construcción). Estos niveles de crecimiento son llamativos, especialmente si se los compara con un incremento del PBI del 34 % durante igual período de análisis.

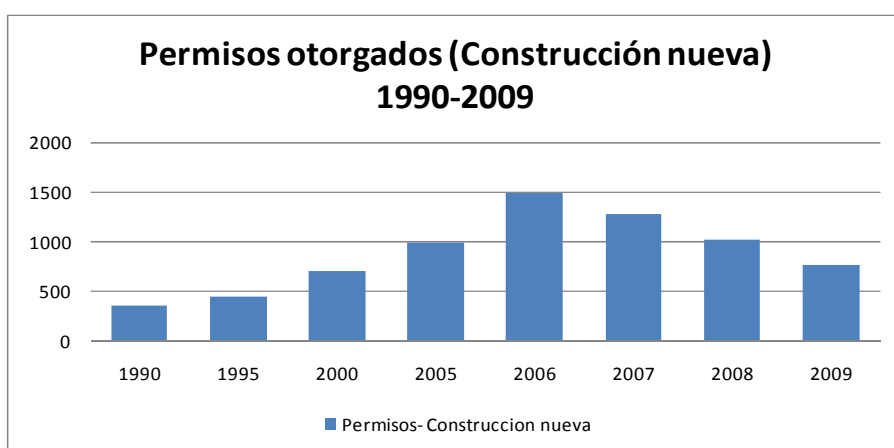
La participación histórica del rubro construcción en el PBI ronda el 5 % anual, por lo que constituye una variable no menor a la hora de explicar el crecimiento argentino.



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC

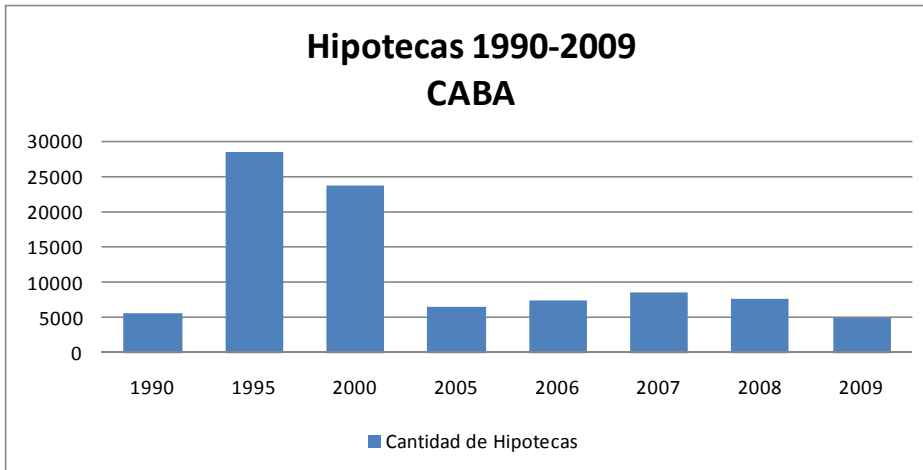
Durante el período 1993-2000 en Argentina se observan niveles de crecimiento del indicador de la actividad de la construcción inferior al 10 %. Entre los años 1993-94 el crecimiento fue del 15 % que luego se reduce en un 16 %, para recuperar los niveles anteriores en 1997. Luego de la crisis 2001 se observa una caída del 30 % en la actividad, que a partir del 2002 se revierte presentando un crecimiento sostenido en la actividad de un 250 % para el período 2002- 2009.

Veamos la evolución de los permisos de obra para construcción nueva multivivienda, otorgados en CABA:



Fuente: Elaboración propia en base a Anuario 2009- GBA

Se puede observar que si bien el aumento durante los años 90 del nivel de actividad fue del 10 %, los permisos de obra nueva multivivienda en CABA se incrementaron en un 92 %. Entre los años 2000 y 2006 ese porcentaje se duplicó llegando al 213 %, siendo este último año el pico histórico de permisos otorgados para la construcción para, a partir del 2006, reducirse notoriamente los permisos otorgados. Si bien no es objeto de este trabajo, el análisis sobre la evolución de los créditos hipotecarios explica en alguna medida la falta de financiamiento tradicional y el apalancamiento del negocio inmobiliario en los fideicomisos. Es interesante observar cuáles fueron las herramientas de financiamiento para la generación de los niveles de crecimiento señalados. A continuación podemos ver la evolución de las hipotecas otorgadas en CABA:



Fuente: Elaboración propia en base a Anuario 2009- GBA

Durante la década del 90 se observó un crecimiento llamativo en el número de créditos hipotecarios otorgados en CABA, viéndose incrementados en un 417 % para la década. Este porcentaje disminuyó significativamente a partir del 2005, donde se reduce en un 70 % con respecto a los niveles de la convertibilidad<sup>5</sup> y los valores se estabilizan en el período post-crisis en alrededor de las 7000 hipotecas anuales<sup>6</sup>.

En base a las cifras informadas por la Cámara Inmobiliaria durante el auge inmobiliario de los 90' el porcentaje de operaciones logradas mediante crédito hipotecario de los bancos llegó a superar el 30 %. Este valor a partir de la crisis y durante los últimos años no supera el 5 %.

## CONTEXTO HISTÓRICO

Argentina, con un mercado inmobiliario pequeño en comparación con otras economías del mundo, siempre ha mostrado un importante crecimiento desde el área de la construcción, especialmente en las décadas de los años 50, 60 y 70. En los años 80 y 90 este incremento se estabilizó contrastando con el natural crecimiento demográfico. Durante los años 90 se observó un crecimiento del sector inmobiliario con niveles equilibrados que comenzó a disminuir hacia el final de la convertibilidad dado el nuevo escenario donde la economía

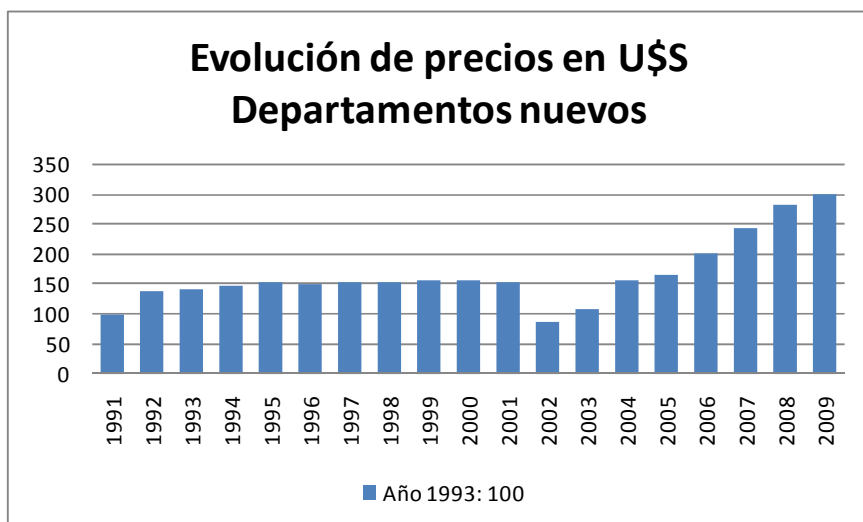
<sup>5</sup> Nota del autor: Se denomina convertibilidad al sistema monetario que fija por ley el valor de una moneda al de otra moneda. En Argentina este sistema tuvo vigencia bajo la ley 23.928 desde 1991 a 2002.

Para profundizar se recomienda: <http://www.econlink.com.ar/economia/convertibilidad>

<sup>6</sup> [www.reporteinmobiliario.com](http://www.reporteinmobiliario.com). Reporte Inmobiliario. 2010

real iba siendo desplazada por la economía financiera. Así el sector comienza a reflejar la recesión al final de la década ya que las inversiones inmobiliarias no resultaban atractivas en un contexto de inversiones financieras accesibles, de bajo costo y de alta rentabilidad. En consecuencia los proyectos de la economía real se ven afectados provocando que aún con niveles extraordinarios de hipotecas otorgadas, los niveles de crecimiento no resultaran significativos.

Durante los primeros años luego de la salida de la convertibilidad con una devaluación sostenida de la moneda y un colapso institucional, el mercado presentó indicadores de la actividad en fuerte caída. El marco adverso presentado en el sistema financiero generado por el corralito<sup>7</sup> sumado a las restricciones al crédito hipotecario, actuaron en detrimento de la demanda. Con un dólar devaluado y altos precios en dólares resultaba muy difícil poder acceder a una vivienda para el público masivo. Podemos observar la evolución del m2 en dólares, en el cuadro realizado con base 100 del año 1991 a 2009:

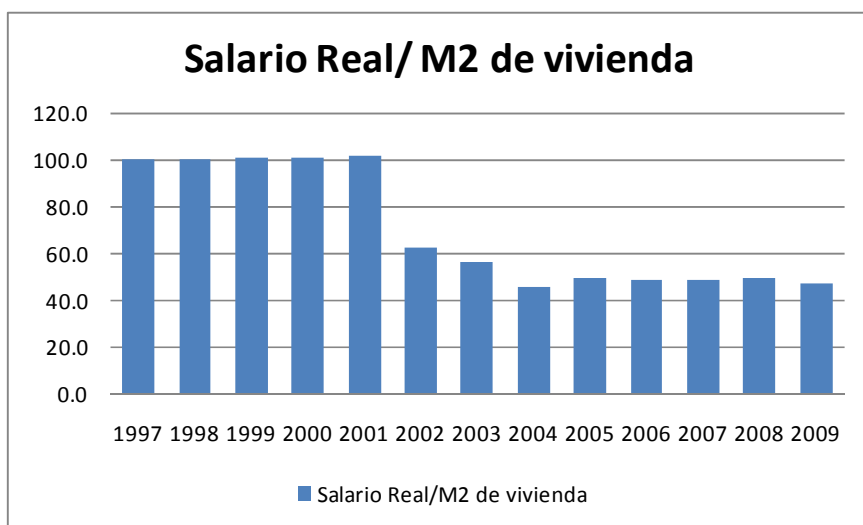


Fuente: Elaboración propia en base a datos de UADE

Si bien los precios en dólares se mantuvieron constantes durante la década del 90, a partir de finales del 2002 se observó un crecimiento sostenido a niveles de hasta el 42 % anual, situación que denominamos y es objeto de este trabajo, boom inmobiliario.

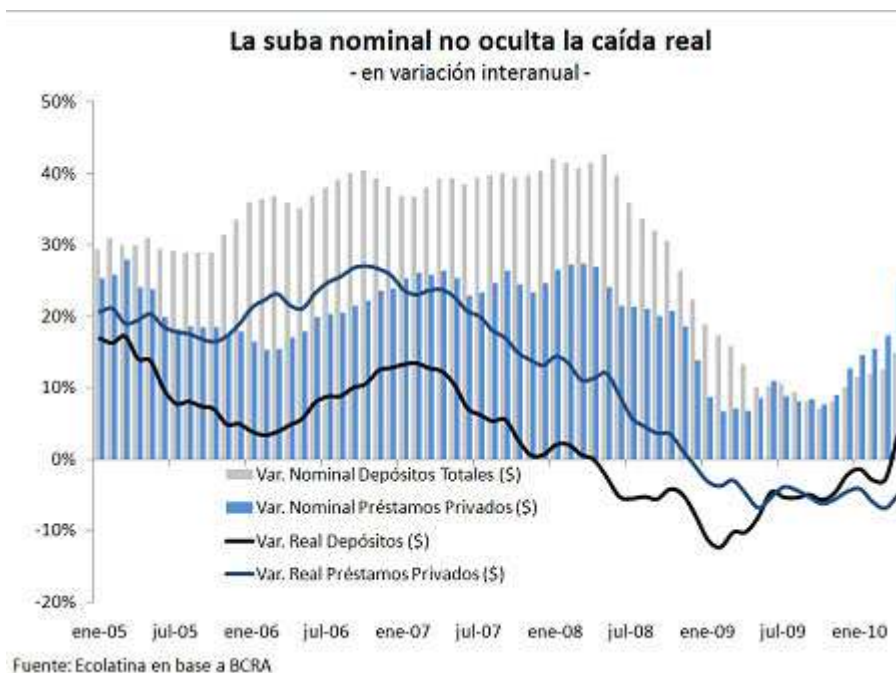
<sup>7</sup> Nota del autor: denominación dada en los medios de comunicación a la restricción de la libre disposición de los depósitos a plazo fijo, cuentas corrientes y cajas de ahorros en los bancos, regulada por el decreto 1570/2001 y luego refrendado por los decretos 71/2002 y 214/2002.

Cabe destacar que este boom tiene mayor grado de concentración en un tipo de oferta inmobiliaria segmentada, principalmente orientada a niveles ABC1 en zonas residenciales de primer nivel, como son los barrios de Puerto Madero, Recoleta y Palermo, como así también en segmentos C1 y C2 en zonas residenciales como ser Villa Urquiza y Colegiales. Vale destacar que para analizar correctamente el mercado inmobiliario y llegar a conclusiones válidas, es necesario profundizar en el mismo segmentando por destino como ser comercial, residencial o industrial; por tipo de construcción y por ámbito geográfico. Por otra parte la relación salario real/m<sup>2</sup> de vivienda, se muestra decreciendo aceleradamente a partir del 2002:



Fuente: Elaboración propia en base a Anuario 2009- GBA

En este contexto de precios y salarios, con restricciones al crédito hipotecario, era inimaginable que el sector inmobiliario pudiera recuperar los niveles existentes pre-crisis. Sin embargo luego del 2002, en un contexto de incertidumbre y desconfianza hacia el sector financiero y ante la falta de propuestas de inversión en la economía real atractivas, la inversión inmobiliaria se fue consolidando como argumento de resguardo del poder adquisitivo y como reserva de valor para muchos inversores minoristas aversos o carentes de información técnica que les permitiera elegir otras alternativas. A continuación podemos observar la caída real de los depósitos en el sector financiero. Este dato no incluye saldos a la vista lo que nos presenta un escenario donde el flujo de fondos sale del sector financiero, o se manifiesta en depósitos a la vista transaccionales.



Se puede observar que los depósitos del sector privado cayeron respecto de sus valores históricos, representando en el 2005 sólo el 20 % del PBI comparado con el 28 % de fines de 1990. Por otra parte se verifica también que los depósitos realizados por personas físicas disminuyeron gradualmente su participación en el total a partir de la crisis mundial de 2008, reflejando esto nuevamente que la inversión en ladrillos<sup>8</sup> fue considerada por los ahorristas como reserva de valor. De lo antedicho, podemos concluir preliminarmente que es real la disminución de los depósitos en el sector bancario, principalmente los pertenecientes a personas físicas. Esta caída en un contexto de crecimiento del PBI, nos ayuda a entender la migración de fondos al sector inmobiliario, generando así el boom que explicamos.

Desde el lado de la oferta hacia finales de los 90 habían quedado pocos Desarrolladores en actividad lo que sumado al cambio de expectativas post crisis, produjo el ingreso de nuevos participantes al mercado, varios de los cuales presentaban características comunes como ser la falta de experiencia en la gestión operativa y un adecuado nivel de formación académica. Esta situación generó cambios sustanciales en el mercado, con desarrolladores dispuestos a

<sup>8</sup> Nota del autor: forma coloquial que refiere a la inversión en activos del sector inmobiliario.

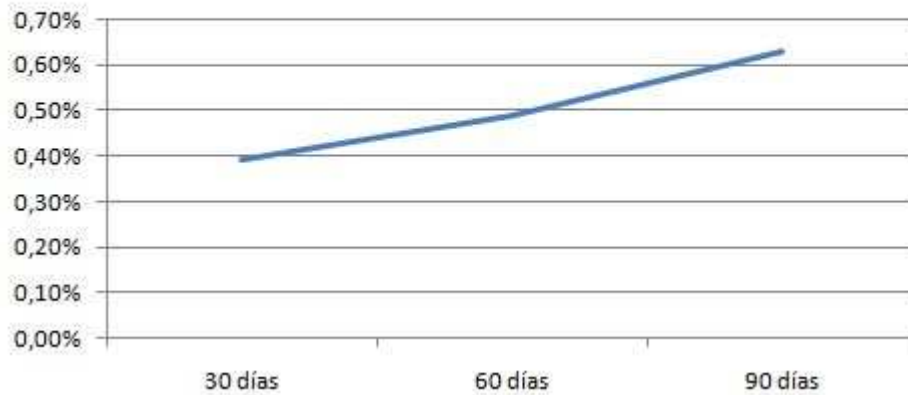
generar oportunidades que captarán inversores de alto poder adquisitivo, pero en busca de resguardar sus ahorros. Para los inversores históricamente aversos al riesgo, participar del negocio inmobiliario fue siempre una alternativa muy atractiva. En cambio para los más proclives en aceptar mayores riesgos, estas inversiones fueron una alternativa oportunística en un contexto de ausencia y/o baja performance de los mercados financieros. Analizando el patrón de comportamiento lo que surge es que luego de la crisis de 2001 y hasta el presente, en Argentina las inversiones más rentables para inversores no sofisticados fueron el oro y la construcción siendo las únicas que superaron el aumento de la inflación para dicho periodo.

Variación entre fin de 01 y Agosto 2010	
En Dólares	Var%
Oro	252
Valor promedio m2 CABA	153
En Pesos	
	Var%
Oro	1613
Valor promedio m2 CABA	502
Inflación	454
Dólar	296
Plazo Fijo	164

Fuente:Elaboración de los autores en base a datos de mercado.

Complementando el análisis vale destacar que las bajas tasas pagadas por los bancos para depósitos a plazo fijo en dólares, fueron otro factor a sumar en la matriz de decisión del inversor que sigue priorizando colocar sus ahorros en un activo tangible, seguro e históricamente dolarizado como la construcción.

## Tasas promedio de plazos fijos en dólares



Fuente: Zonabancos.com

En el gráfico podemos observar las tasas vigentes durante el año 2010 para plazos fijos en dólares, resultando en todos los horizontes tasas menores a al 1 % de TNA.

Respecto de la relación entre crecimiento inmobiliario y depósitos e inversores, cabe destacar que cada tipo de inversor puede encontrar en el mercado un producto adecuado a sus necesidades. Es así como encontramos un tipo de inversores de comportamiento oportunista, que confía en la revalorización futura del inmueble focalizando en un negocio de real estate. También están los que buscan intervenir en emprendimientos inmobiliarios desde los cuales desarrollar negocios, generar nuevos puestos de trabajo y obtener mayores retornos aceptando el riesgo implícito. Además encontramos inversores que compran propiedades con el fin de obtener una renta perpetua a través del alquiler, y aquellos que simplemente adquieren la propiedad para utilizarla como vivienda propia.

Pero también y en un principio, la disponibilidad de terrenos cotizados a precios atractivos en dólares, el bajo impacto del costo de la mano de obra y la expectativa de niveles de rentabilidad mucho más altos que en otras inversiones, constituyeron factores clave para explicar este fenómeno, que geográficamente ocurrió primero en la Capital Federal y luego se extendió al interior del país. La otra causa fundamental importante para explicar el comportamiento fue la alta liquidez existente en el mercado. Sectorialmente fue muy importante la disponibilidad de capitales para invertir provenientes del sector agropecuario y agroindustrial, dado el contexto de altos precios internacionales de las commodities y de



las favorables condiciones agro-climatológicas durante ese período. Finalmente también fue importante la participación de los ahorristas del sistema bancario que se veían tentados para salir del ya mencionado corralito, y recuperar el control y reorientar sus fondos en inversiones más seguras y rentables.

## **EL FIDEICOMISO EN LA ACTIVIDAD DE LA CONSTRUCCIÓN**

Tradicionalmente los emprendimientos inmobiliarios se concretaban a través de la creación de sociedades anónimas conformadas específicamente para llevar adelante proyectos puntuales. Era de uso denominar a la nueva sociedad con el nombre de la calle donde se ubicaba la obra o en menor medida, con las iniciales de los socios fundadores. En este esquema los inversores simplemente aportaban dinero a cambio de acciones y con esos fondos, se adquiría el lote y se afrontaban las erogaciones de la obra, naturalmente al costo. Una vez finalizada, se vendían las unidades funcionales en un tiempo prudencial acorde a lo planificado y generalmente, a un precio establecido en dólares. Inclusive en muchos casos, se estipulaba un anticipo y el saldo en cuotas.

A partir de la promulgación de la ley 24.441 y especialmente en los años posteriores a la crisis económica de 2001, la industria adoptó mayoritariamente el fideicomiso convirtiéndolo en la herramienta jurídica más utilizada para inversiones del rubro inmobiliario/construcción. Cada vez son más los edificios, complejos comerciales, viviendas, barrios cerrados, urbanizaciones y loteos que se desarrollan sobre la base de esta no tan novedosa pero recientemente descubierta figura legal, por sus importantes ventajas respecto de otras estructuras contractuales tradicionalmente utilizadas para canalizar este tipo de negocios.

Dado el escenario de restricciones que generó la crisis económica aludida y durante los años posteriores donde sus consecuencias tuvieron influencia, la rigidez de las alternativas jurídicas de organización societaria tradicional, no lograban reunir y estimular la participación de diferentes inversores para financiar emprendimientos inmobiliarios, por lo cual este contexto negativo actuó como palanca para la instalación de nuevas herramientas. Hoy es una realidad indiscutible que el sector utiliza masivamente la figura y así lo promociona y publicita, clasificando de manera arbitraria y sui generis a estos fideicomisos, como si hubiera diferentes clases técnicas. La primera explicación de este impredecible

éxito se fundamenta en el marco legal y técnico del fideicomiso que presenta ventajas diferenciales y de alto valor para el sector, entre las que podemos destacar:

- se establece una relación contractual sin establecer una vinculación societaria.
- es temporal y específico, por lo que la relación finaliza con la conclusión de la obra.
- Disminuye significativamente el riesgo del inversor en cuanto a cambios potenciales y grado de cumplimiento de lo proyectado, dado que en el contrato quedan establecidas aspectos como la individualización del inmueble; las condiciones de compra; las características del emprendimiento a desarrollar; los plazos de la obra; los costos estimados; los derechos y obligaciones de las partes intervinientes; el destino del patrimonio fiduciario; la forma en que debe administrarse; la forma de sustitución de los inversores morosos o del fiduciario; y la independencia del nuevo patrimonio de los patrimonios propios de fiduciario y fiduciantes, por lo cual este es un patrimonio autónomo pleno.
- tiene ventajas impositivas frente a otras alternativas dado que su tratamiento fiscal es diferente en el caso de fideicomisos financieros<sup>9</sup> y los denominados fiduciante-beneficiario.
- los bienes fideicomitados no pueden ser embargados ni alcanzados jurídicamente por problemas ajenos al negocio ni cuestiones particulares de los participantes.
- el inversor fundamenta su confianza en que el patrimonio será administrado por un tercero idóneo y ajeno a los interesados en el negocio (fiduciario) quien además debe controlar al desarrollador y otros operadores por ser el responsable máximo ante incumplimientos<sup>10</sup>.
- es un instrumento versátil y flexible pactado libremente entre las partes. Permite la transferencia de derechos del beneficiario, se liquida mucho más rápido que una sociedad, y permite incluso, la sustitución del fiduciario.

Si bien a partir de finales del año 2008 y durante el 2009 la incertidumbre generada por la crisis internacional, los conflictos políticos locales, la persistente inflación, el valor del

---

<sup>9</sup> Nota del autor: Modificaciones producto de la Resolución 1207/2008 del PEN.

<sup>10</sup> Nota del autor: Esto debiera ser entendido así siempre y cuando estemos ante un fiduciario profesional, competente y experto en la materia.

dólar y la falta de alternativas de inversión modificaron el escenario expansivo de los años previos, instalando un nuevo clima en el mercado inmobiliario y de la construcción, con menor actividad y con inversores expectantes con lento poder de resolución práctica. Inclusive esto se vio reflejado temporalmente en la disminución del número de escrituras informado por los Colegios Profesionales de Capital y de la provincia de Buenos Aires, y de las ventas por inmobiliarias y cámaras empresariales. Lo mismo aunque potenciado por la menor escala del mercado, fue sucediendo en el interior donde la parálisis de la actividad en el 2009 fue contundente. En este marco la fuga de capitales ocurrida durante el año 2008 y 2009 tuvo un rol clave, disminuyendo sensiblemente dos clases de inversores, como son el externo al sector que había ingresado atraído por las altas rentabilidades del negocio y el pequeño inversor, que utilizaba sus ahorros como reserva de valor destinándolos a la compra de una vivienda, para reventa o alquiler.

Referido a los nuevos emprendimientos se produjo una depuración en el análisis de proyectos con un mercado más selectivo. Como signo positivo detectamos que la reducción en la rentabilidad produjo una selección contraria en los emprendimientos de mayor improvisación conceptual de negocios, que fueron evaluados sin la necesaria rigurosidad que permite la idoneidad técnica y que en el anterior contexto, podían disimularse y quedar a cubierto por el mayor margen de rentabilidad. Ya en 2010 el mercado fue buscando un nuevo equilibrio sin alcanzarlo, con vendedores que pretendían mantener sus expectativas de precios del 2007 y con compradores que siguen esperando una nueva realidad de precios más acorde a las dificultades del escenario actual.

Desde la óptica de la construcción, el escenario 2008 de subas permanentes de los costos que impedían la planificación se fue estabilizando y la expectativa de correcciones en el valor del dólar podría generar nuevas oportunidades para constructores y desarrolladores. A esto se agrega la permanente dificultad que genera la mínima reactivación de los créditos hipotecarios, situación fundamentada en la desconfianza, la falta de perspectivas y el aumento del desempleo.

Pasado el impacto, el mercado siguió demandando proyectos apalancados en contratos de fideicomiso pero validada una de las hipótesis que es seguir alertando sobre puntos de fundamental resguardo para los inversores como son la necesidad de analizar

cuidadosamente quien va a cumplir el rol de fiduciario en cada proyecto y, todos los deberes y obligaciones contenidos en la ley y el contrato de fideicomiso.

Una de las conclusiones que permite demostrar esta investigación es que el nuevo contexto del mercado inmobiliario no deja establecer generalizaciones ya que cada operación es diferente acorde al proyecto, a la superficie y escala, al target, al perfil emocional del inversor, al barrio, al destino y a la oportunidad. Pero todo en un marco de situaciones contradictorias del mercado que en algún momento deberán sincerarse ya que en incertidumbre, los que pueden demoran tanto la compra como la venta y esto no se sostiene en el largo plazo.

Retomando, siendo el fideicomiso inmobiliario una de las aplicaciones más utilizadas en los negocios de la economía real en toda la República Argentina y analizando el mercado comercial actual, encontramos frecuentemente la promoción de desarrollos inmobiliarios con fines de vivienda en medios de comunicación masiva, clasificados arbitrariamente en tres categorías denominadas:

- A) Fideicomiso al costo
- B) Fideicomiso a precio fijo
- C) Fideicomiso de costo concertado

Como resultado del relevamiento realizado tanto en medios gráficos que publicitan emprendimientos inmobiliarios como en forma directa en la vía pública donde los carteles comerciales promocionan las obras en desarrollo, pudimos observar un denominador común que es el hecho de ofrecer al fideicomiso como estructura legal del proyecto pero con el agregado de calificativos respecto de su condición de pago y aportes. Así encontramos que en más de un 95 % de las veces el término fideicomiso está precedido por “al costo” o “a precio fijo”.

Con el objeto de comprender cada una de estas denominaciones y en función de echar luz específicamente sobre el costo y precio desarrollamos cada uno de los conceptos, incluyendo uno adicional que es el de costo concertado, que siendo menos frecuente, presenta mayor rigurosidad conceptual.

En estos proyectos los inversores por la naturaleza del fideicomiso participan en forma conjunta de un proyecto de riesgo sin estar relacionados por los derechos y obligaciones inherentes a los tipos societarios contemplados en la ley de sociedades; pero en el caso del fideicomiso inmobiliario conviene definir las características de sus participantes:

- **DESARROLLADOR:** en general es quien tiene la capacidad y conocimientos para planificar y diseñar el proyecto de riesgo. En algunos casos puede aportar el capital semilla para la primera etapa de estudio. En general es contratado por los inversores fundadores interesados en el sector o por algún particular en su condición de propietario de un terreno. Su rol es articular y liderar todos los aspectos del negocio. En el mercado encontramos un amplio rango de autodenominados desarrolladores, con idoneidad y experiencia muy diversa.
- **FIDUCIANTES FUNDADORES o RESERVANTES:** son los primeros interesados en participar del fideicomiso, que reservan su lugar con un compromiso y una vez que se consigue la totalidad de los participantes, suscriben el contrato en carácter de fiduciantes y beneficiarios. Encontramos casos donde algunos de estos, participan en las mejoras al diseño del proyecto.
- **FIDUCIANTE / BENEFICIARIO:** son los inversores, quienes se obligan a aportar la totalidad de los fondos necesarios para comprar el inmueble y para hacer frente a todos los costos que demande la obra de construcción. Cada uno de ellos asume este compromiso en la proporción que le corresponde conforme la unidad o unidades que elija. Si el contrato lo permite pueden ceder sus derechos a favor de un tercero ajeno.
- **FIDUCIARIO:** es quien se hace propietario legal del total del patrimonio fiduciario para concretar el emprendimiento inmobiliario conforme las pautas fijadas en el contrato y del negocio, basado en el anteproyecto y la memoria técnico - descriptiva. Una vez finalizada, transmitirá en escritura a los beneficiarios el dominio de las unidades que a cada uno le corresponda. Su retribución debe quedar establecida antes de la firma del contrato sin poder participar de los resultados. Tiene obligación legal de informar regularmente a los fiduciantes acerca de la marcha de su gestión y rendir cuentas, al menos una vez al año. Pese a la importancia que toma el rol del desarrollador u operador en este tipo de

fideicomisos, el fiduciario es el responsable final por las inversiones efectuadas aunque pueda actuar a través de delegados o mandatarios suyos, pero sin perder su responsabilidad.

- **FIDUCIANTES - ADHERENTES:** si estuviera contemplado, son los que ingresan una vez lanzado el proyecto y durante su ejecución, adhiriendo al contrato de fideicomiso preexistente. Pueden ingresar si se trata de un proyecto donde no está cerrado el total de la inversión, o adquirir los derechos de un fiduciante – beneficiario que desea desvincularse del negocio.
- **PATRIMONIO FIDUCIARIO:** Está integrado por el total de los bienes que se transfieren al fiduciario y se generan durante el negocio. Regularmente se forma con el terreno, estructura o construcción y con fondos monetarios; en algunos casos también se incorpora trabajo profesional a través de honorarios puestos a riesgo. Por el artículo 14 de la ley 24.441 se constituye este patrimonio de afectación como individual y separado de los patrimonios de las partes intervinientes y en ese carácter, se encuentra exento de la acción singular o colectiva de los acreedores del fiduciario y de los fiduciantes.
- **AUDITORES:** son todos aquellos técnicos idóneos en la especialidad que se requiera y que actúen como garantía de independencia y transparencia, como es el caso de arquitectos, ingenieros ,contadores, planificadores de negocios, especialistas en medio ambiente, entre otros.

#### A) Fideicomiso de construcción al costo

Esta inconsistente denominación instalada en el mercado, probablemente se origina en una errónea combinación de los conceptos del fideicomiso y del consorcio al costo<sup>11</sup>.

Este tipo de fideicomiso se constituye con el fin de construir una casa o edificio residencial, comercial o fabril en condiciones previamente pactadas, con aportes de los inversores dados por un anticipo en efectivo y cuotas planificadas que le permiten una reserva con opción de compra, para que una vez finalizada la obra le transfirieran la unidad funcional en su calidad de beneficiario.

---

<sup>11</sup> Nota del Autor: previo a la aparición del fideicomiso, el consorcio al costo fue una modalidad asociativa ampliamente difundida (el consorcio de propietarios resulta de la aplicación de la ley 13.512)

La característica que presenta este tipo de fideicomiso en la práctica es que los fiduciantes – inversores ingresan sin saber con rigurosidad técnica el costo final del proyecto, y en la mayoría de los casos sin el respaldo de idóneos que realicen auditorías como la de costos de construcción, responsabilidad clave especialmente en contextos inflacionarios como el actual. Los inversores deben afrontar el costo total de la obra, lo que puede inducir a la falta de motivación para administrar eficientemente los recursos por parte del desarrollador.

Este tipo de proyectos al costo, en la práctica se valúan acorde a las proyecciones realizadas por el desarrollador<sup>12</sup> donde según lo investigado no es común designar auditorías para verificar los costos. También detectamos otro hecho más grave aún, que es la designación en el rol específico y de máxima responsabilidad como el del fiduciario, de arquitectos, desarrolladores, contadores o escribanos de confianza.

En estos esquemas el fiduciario no posee incentivos para mejorar costos ya que el esfuerzo en términos de ahorros es función de una mejora en el resultado, y bajo estos diseños no es remunerado. Dado que el resultado queda fuera del esquema remunerativo el fiduciario carece de incentivo para ahorrar puesto que para ello debe planificar y asumir los costos de gestión y control. Vale aclarar que no consideramos remunerar al fiduciario según los resultados pues podríamos encontrar puntos de conflicto con las incompatibilidades del fiduciario contenidas por la ley 24.441 que regula a los fideicomisos, que claramente separa la remuneración del fiduciario respecto de los resultados. Solo señalamos que esta situación nos ubica en un escenario donde la mejora en los resultados concretos no es un incentivo directo para el fiduciario, lo que en el marco de un proyecto de riesgo que se promociona al costo, puede generar desincentivos.

Sobre la debilidad respecto a la falta de auditorías vemos que esto genera un incentivo adicional para el surgimiento de información asimétrica la cual beneficia al fiduciario y por ende agudiza los potenciales problema de agencia; situación que fue refrendada en la práctica a través de la investigación<sup>13</sup>.

---

<sup>12</sup> Tábakman, Damián. Revista Inversor Global número 71. 2010

<sup>13</sup> Pertierra Cánepa Francisco M. “Costos de Agencia y Costos Ocultos en Fideicomisos”, Tesis Doctoral. Universidad del CEMA. 2008

Analizando una muestra representativa de contratos de fideicomisos inmobiliarios detectamos como factor común, una serie de omisiones como la ausencia de cláusulas que apunten a disminuir o eliminar los generadores de problemas de agencia. En los menos, se nombra la posibilidad de una auditoría sin mayor detalle y los efectos de la aprobación de los fiduciantes. Es decir el fiduciario indicaría en que momento considera oportuna una auditoría y los fiduciantes aprobarían su desarrollo. Va de suyo que el proceso debiera ser a la inversa y salvo excepciones producto de la marcha de los negocios, los fiduciantes debieran conocer el esquema de auditorías ya establecido planificadamente e inclusive y bajo situaciones objetivas previstas, poder solicitarlas. Otra omisión y muy grave, es que en la mayoría no se presenta un desarrollo de las proyecciones económico-financieras del proyecto y las premisas con las que fueron calculados.

Como ejemplo de la falta de tratamiento de estos temas especialmente en costos, podmeos citar textual algunas cláusulas extraídas de los contratos analizados:

- “El fiduciario es organizador de barrios cerrados al costo, no existe precio fijo, sino un sistema de consorcio al costo que se ejecuta por administración”
- “Respecto de la responsabilidad del fiduciario, queda reducida a su buen saber y entender.”
- “Es decir que se trata, en cambio, del desarrollo de un emprendimiento inmobiliario por el concurso exclusivo de los suscriptores, quienes se agrupan organizados bajo fideicomiso. En tal sentido la obligación del suscriptor no es abonar un precio, sino cumplir un cronograma de aportes.”
- “Correlativamente, la obligación del fiduciario es de medios y no de resultado.”
- “La eficiencia del fiduciario consiste en su idoneidad para el mejor cumplimiento de las estimaciones formuladas; pero el riesgo de su no cumplimiento es del suscriptor, sin perjuicio, por cierto, de las responsabilidades que le corresponden al fiduciario en tanto mandatario en confianza.”

Según lo desarrollado es denominador común la ocurrencia con alto grado probabilidad de problemas de agencia en estos negocios, y la aparición de mayores costos una vez



finalizadas las obras; por supuesto no previstos por error u omisión al inicio, ni en etapas tempranas, del negocio. Cabe destacar que nos referimos a problemas de costos que pueden ser evitados por una adecuada gestión, sin considerar el impacto inflacionario.

#### B) Fideicomiso a precio fijo

Es similar al fideicomiso al costo pero con la particularidad que el inversor - fiduciante aporta un valor prefijado, calculado sobre valores de mercado, por el derecho a que le escrituren una unidad funcional. En este caso el anticipo para ingresar generalmente es mayor, dado que el desarrollador debe considerar un mayor margen para hacer frente a los gastos y compras de material sin arriesgarse excesivamente a tener pérdidas, que luego habrá que afrontar. Bajo esta modalidad el inversor tiene mayor certeza sobre el monto de la inversión a realizar, que tiende a ser mayor que en el caso de los mencionados fideicomisos al costo, con la diferencia del mayor incentivo para el desarrollador para realizar esfuerzo por reducir costos y generar ahorros para obtener la mejor ecuación costo / beneficio, ya que esto impacta en su resultado final. Pero hay dos grandes riesgos que propone esta modalidad y que son: a) la posibilidad que ante un error de cálculo, mala planificación o subas de precios no previstas, el desarrollador con el aval explícito o no del fiduciario, tienda a bajar costos vía ajuste de calidad en el material comprometido o b) la tentación de los desarrolladores por contratar fiduciarios sin idoneidad de manera de bajar costos.

Es necesario entender que tanto en el caso de fideicomisos al costo como fijo, lo que el inversor obtiene con su aporte e ingreso al proyecto es un derecho a que el fiduciario le entregue lo planificado y prometido acorde al Plan de Negocios que se haya elaborado. El problema que surge en ambos casos es que el inversor considera, probablemente porque nadie lo informa correctamente ni él se ha preocupado por entender la figura, que lo que adquiere no es el bien terminado tal como le muestran en los prospectos comerciales sino que es solamente un derecho personal a recibir ese bien, derecho que en el supuesto de incumplimiento, podrá ejercer..

Luego de analizar una serie de contratos de fideicomisos presentados como a precio fijo, y de mantener una serie de entrevistas con destacados profesionales<sup>14</sup> que actúan en el sector, concluimos preliminarmente que decir precio fijo es sinónimo de al costo.

En el marco de la promoción de los fideicomisos inmobiliarios, parte del mensaje puede crear la expectativa al inversor respecto de un precio asociado a un descuento u oferta. Nada más lejos de la realidad, partiendo de la base que el desarrollador es recompensado con un porcentaje sobre el valor final o costo total de la obra queda claro el incentivo. A mayor costo o precio mayores son las comisiones que percibe el desarrollador, es decir que no tendrá incentivos para ahorrar. Por el contrario se generan incentivos para trabajar en el aumento de los costos en el caso al costo e incentivos para vender a un precio elevado en el caso a precio fijo. Consecuentemente en ambos casos no se cumpliría con la premisa básica de todo fiduciario que es ser el mejor administrador posible de los bienes que le han sido transmitidos en confianza por los fiduciantes, que en los casos inmobiliarios podrían ser terrenos, materiales, maquinaria, know-how, insumos o dinero, reunidos con el fin que en conjunto y bajo la mejor idoneidad profesional, se transformen en activos de mayor valor, sea en metros cuadrados proporcionales de un inmueble o en rentabilidad atractiva que premie el esfuerzo y riesgo de la inversión elegida.

En general en los contratos analizados se detectaron problemas similares a los encontrados en fideicomisos al costo, con falta de cláusulas respecto de la posibilidad de auditar u observar los gastos totales y parciales de la obra. Sin un detallado y adecuado tratamiento, este calculo queda librado al buen saber y entender del administrador, con el aval y control de Fiduciario. Para empeorar esto y con el fin de bajar costos, en muchos se unifica y superpone la figura del fiduciario y del desarrollador en una misma persona, lo que impide toda posibilidad de control por oposición y desnaturaliza los fundamentals del Fideicomiso.

Como podemos observar, el concepto de “precio fijo” comparte las mismas ventajas, problemas y errores conceptuales que el concepto de “al costo”, y solo han sido instalados con fines comerciales.

---

<sup>14</sup> Nota del autor: el listado de los profesionales seleccionados y entrevistados puede ser solicitado a los autores vía e-mail

### c) Costo Concertado<sup>15</sup>

Este concepto surge como propuesta de un desarrollador inmobiliario con experiencia práctica en el mercado, quien buscando diferenciarse de los conceptos existentes, registró la marca Costo Concertado. El principal motivo fue establecer una diferenciación comercial respecto de los fideicomisos promocionados como al costo y/o a precio fijo, siendo esta nueva denominación una alternativa de mejora respecto de los errores conceptuales que presentan las dos primeras y de los potenciales problemas de agencia desarrollados.

Según lo analizado el costo concertado se refiere a la estimación real de los costos de obra de forma transparente hacia el fiduciante, con el compromiso de finalizar el proyecto según los costos indicados en el inicio y etapas tempranas del desarrollo. Considerando un tiempo promedio de ejecución de una obra entre los 18 y 24 meses y dada la existencia de un importante nivel de inflación, bajo este concepto queda prevista la actualización de los costos según el índice de precios elaborado por la Cámara Argentina de la Construcción.

En el marco de presentar mejoras, propone la existencia de un fiduciario independiente del desarrollador cumpliendo así con la ley 24.441 respecto a la necesidad de separar las partes intervinientes en el fideicomiso. Otro punto a destacar es que el fiduciario propone y acepta la auditoría externa como forma de control, tanto para si como para el desarrollador.

Según la opinión del titular de la marca mencionada ante el planteo respecto de pre acordar precios en contexto inflacionario, la ganancia o pérdida debe ir asociada al riesgo empresario, y dos aspectos son clave para garantizar la rentabilidad en un proyecto: la selección eficiente del terreno en términos de incidencia, y la concreción de la obra en los plazos establecidos.

### **RELACIÓN PRINCIPAL Y AGENTE Y COSTOS GENERADOS:**

El problema de la relación entre Principal y Agente implica un conjunto de situaciones que se originan cuando un actor económico depende de la acción, de la naturaleza o moral de

---

<sup>15</sup> INPI. Marca registrada a nombre de Balsamo Francisco A. 2004 / 2005

otro actor sobre el cual no tiene la total o la perfecta información. Es decir aborda las dificultades que se presentan bajo condiciones de información asimétrica, cuando el Principal contrata a un Agente.<sup>16</sup>

En los casos de operaciones comerciales la información asimétrica se plantea cuando un comprador y un vendedor (fiduciante y fiduciario) tienen información diferente sobre una misma transacción, ocurriendo una situación de discriminación de precios perjudicial para el consumidor o fiduciante-beneficiario, ya que puede estar pagando más por el mismo producto o pagando más por un producto de inferior calidad respecto de lo pactado.

Uno de los principales problemas en la toma de decisiones bajo información asimétrica es la selección adversa, ocurrida cuando uno de los participantes posee información vital para la toma de decisiones respecto al otro que participa en la selección. Entonces se da el fenómeno de selección adversa cuando se oculta y utiliza dicha información<sup>17</sup>.

Normalmente en relaciones de mediano y largo plazo la interacción entre los agentes se produce regularmente, y el agente con menos información o que necesita de la que tiene su contraparte, desarrolla un proceso llamado screening por el cual busca en cada interacción obtener más y mejor información del otro.

En la formalidad de los contratos y en función de desentrañar como se forman los costos con el objetivo de una mejor toma de decisiones, el fiduciante / beneficiario generalmente se ve impedido de conocer y profundizar en la formación de costos y / o márgenes, pues se le oculta o niega la información y / o el derecho a contar con el respaldo de auditorías. Entonces desde la teoría de los conflictos de agencia lo que ocurre es que queda entorpecida o anulada la posibilidad de realizar un dicho screening.

Dados los problemas de la relación principal – agente, identificando en el fideicomiso a los fiduciantes como principal y al fiduciario como agente y en función de las hipótesis planteadas, sostenemos que existen problemas de agencia y que entre otras asimetrías, encontramos diferencias de conocimiento, comunicación y/o ejecución respecto de los

---

16 Brealey Myers Allen, "Principios de finanzas corporativas" (8va edición). Mc Graw Hill. 2008

17 Pertierra Cánepa Francisco M. Op Cit. Pág. 19

costos cuando se trata de los fideicomisos aplicados a la industria inmobiliaria y de la construcción.

## **CONCLUSIONES**

Cuando diseñamos este trabajo lo hicimos con el objetivo de poder explicar los interrogantes relacionados con las causas del boom inmobiliario post devaluación y si la herramienta del fideicomiso había sido una palanca fundamental para explicar ese suceso. Pero también aprovechamos para investigar como y bajo que modalidades estaba operando la oferta, con énfasis en los proyectos terminados o en marcha ofrecidos al costo, y sobre la generación de costos de agencia producto de los errores conceptuales sobre el fideicomiso, o el total desconocimiento sobre sus fundamentos y obligaciones. De esta manera se podría realizar un profundo análisis que permitiera conocer las ventajas y desventajas que presenta la herramienta con el fin de aportar certeza en la adecuada aplicación del fideicomiso, de manera de convertirlo en un aliado estratégico para toda la industria.

Para ellos realizamos una investigación que incluía el relevamiento bibliográfico, comercial y una detallada investigación primaria a través de entrevistas en profundidad con los principales referentes del sector. Como toda investigación, las respuestas preliminares dieron paso a nuevos interrogantes, los que permitieron detectar en forma generalizada una cantidad de errores técnicos y de organización ocurridos por negligencia, ignorancia o en algunos casos, hasta por viveza criolla<sup>18</sup>. Así pudimos realizar una evaluación generando interesantes conclusiones y cuestionamientos, que permitirán desarrollar futuras discusiones.

A lo largo de la investigación vimos que hay distintas denominaciones para los fideicomisos inmobiliarios que solamente encuentran sustento en fines comerciales, es decir acciones de marketing para atraer al público inversor. También detectamos graves problemas en el uso y aplicación del fideicomiso en la industria inmobiliaria, como consecuencia de múltiples razones entre las que mencionamos la falta de experiencia

---

<sup>18</sup> Nota del Autor: Argentinismo del lunfardo que refiere a una supuesta condición innata de vivo que se considera propia de los naturales de nuestro país. La viveza criolla es una mezcla de astucia, picardía e ingenio que tienen muchos argentinos y que utilizan para buscar el beneficio propio aprovechándose de los demás, las más de las veces de manera inescrupulosa.

práctica, la ignorancia, la incorrecta interpretación y la falta de profesionales e inversores idóneos en el uso de la misma. Como consecuencia puede observarse una gran cantidad de proyectos comerciales ofrecidos al público y sustentados en contratos de fideicomiso que presentan groseros errores y serias deficiencias, los que constituyen un factor enorme de potenciales conflictos en esos negocios, que pueden carecer de solución consensual y derivar en expedientes y procesos judiciales.

Así, las recomendaciones más importantes son definir claramente el objeto del fideicomiso, seleccionar el mejor fiduciario acorde al negocio específico, y planificar las responsabilidades y límites de los actores, fundamentalmente el fiduciario con el fin de proteger una de las principales ventajas que es la administración reglada de un patrimonio separado por un tercero idóneo que se constituye en propietario de esos bienes, por un encargo realizado en la confianza. Esa misma transmisión de la propiedad de los bienes hace que el fiduciario tenga amplias facultades de administración y disposición aunque siempre limitadas al cumplimiento del objeto del fideicomiso. Si el objeto y los deberes del fiduciario no están precisamente detallados en el contrato, podrían generarse abusos por parte del mismo, llevando el riesgo que asumen los fiduciantes a niveles de no aceptación. Otra recomendación refiere a exigir que en todos los contratos exista un detallado Plan de Negocios con sus correspondientes proyecciones económico-financieras, y las premisas con las cuales fueron calculadas.

En lo que respecta al aporte del fideicomiso al boom inmobiliario, son varios los factores que influyeron en el crecimiento experimentado entre los que podemos destacar la insuficiencia de préstamos hipotecarios para la adquisición de viviendas que actualmente no llega al 5 %, la falta de alternativas de inversión y la desconfianza de inversores y pequeños ahorristas sobre el sector financiero. Dentro de las principales causas del desarrollo del fideicomiso en el sector inmobiliario debemos agregar fortalezas propias como son las ventajas que presenta esta herramienta con respecto a otras estructuras jurídicas, principalmente en relación a la separación del patrimonio fideicomitado y a la temporalidad contractual. Esto actuó como palanca diferencial para que los empresarios, desarrolladores e inversores la adoptaran en detrimento de las tradicionales alternativas vigentes. Fue así que la mayoría de los emprendimientos se organizaron y se siguen ejecutando bajo la estructura de fideicomisos en su mayoría al costo, resultando entonces

dicha herramienta clave para el desarrollo del boom inmobiliario experimentado. De no haber existido el fideicomiso adaptado a lo inmobiliario, consideramos que el desarrollo del sector se hubiera producido de todas maneras porque la disponibilidad de fondos luego de la crisis de Argentina a fines del 2001 requería de inversiones seguras y rentables y la construcción siempre fue considerada una inversión segura, pero no hay duda que no hubiera sido de la misma magnitud.

Producto de la investigación hemos demostrado que en la práctica muchos contratos de fideicomiso inmobiliario se enfrentan a una definición confusa e imprecisa del objeto y a una casi nula especificación de las facultades del fiduciario; mucho menos a la designación de fiduciarios con prestigio y avales que permitan demostrar un fuerte know-how en ese rol. Sostenemos que es fundamental incorporar el Plan de Negocios de los proyectos y el Master Plan de la obra a los contratos, de manera que figuren en detalle todas las características técnicas y las proyecciones económico-financieras. Este punto también debiera ser defendido por los propios fiduciarios ya que mientras mayor sea su libertad y discrecionalidad, mayor será su responsabilidad inclusive penal, y tal como expresa la ley en casos de culpa o dolo deberá responder con su propio patrimonio, y no ya con los bienes fideicomitados; es decir la ley castiga el fiduciario en razón de su incumplimiento, negligencia, mal desempeño o abuso de su gestión.

Sorprende y a la vez es síntoma del desconocimiento profundo de la figura por parte de muchos profesionales y empresarios intervinientes, la alta frecuencia con que detectamos en los contratos la omisión de procedimientos y mecanismos de sustitución o de remoción del fiduciario, pese a las ventajas que esto implica; ni siquiera encontramos la mención al acuerdo unánime o mayoritario de los fiduciantes. Esto implica que siendo necesaria y decidida la sustitución, sobreviene inevitablemente una etapa de incertidumbre, desfocalización y pérdida de tiempo y recursos, que en algunos casos podrían llegar a producir la paralización del proyecto y la derivación en conflictos judicializables.

Vimos en algunos casos, que se condicionaba el cumplimiento del contrato a la participación del fiduciario, lo que atenta directamente contra el espíritu del fideicomiso cuyo sentido es garantizar el cumplimiento de los objetivos que generaron ese patrimonio separado con independencia de la suerte de los actores. Un contrato que incluye esta definición podría en extremo, considerarse nulo por no cumplir con un punto del artículo 4º

de la Ley 24.441. Mayor problema detectamos en la generación de costos de agencia y costos ocultos<sup>19</sup> que estas contingencias no previstas generan una vez ocurridas, afectando profundamente el sentido del negocio particular, su rentabilidad y sustentabilidad, ya que de no haber acuerdo, la resolución final tendrá que lograrse a través de la Justicia.

También comprobamos que en muchos casos, cuando un inversor suscribe un mal llamado boleto de compraventa<sup>20</sup> y/o el contrato de adhesión al fideicomiso previamente constituido, el desarrollador y/o el fiduciario y/o el agente inmobiliario no le hacen entrega de una copia del contrato de fideicomiso, lo que los lleva a desconocer los términos y condiciones, y los derechos que les asisten como fiduciantes y/o beneficiarios.

Otra falla de fondo que se advierte es la existencia de contratos de fideicomiso que no responden a la realidad del negocio que se pretende realizar; esto es un verdadero disparate pues tal como hemos sostenido el fideicomiso es solamente un contrato que debe necesariamente, ser diseñado a medida del negocio que se está involucrando; es decir por sí solo es vacío de contenido. Para validar esto podemos citar el ejemplo de casos de fideicomiso de construcción y venta, en los que la realidad del negocio subyacente indica que la única finalidad del fideicomiso es garantizar la construcción del edificio al amparo de la separación patrimonial, dejando al fiduciario relegado y alejado de la operatoria, olvidando sus funciones de administrador y controlador del cumplimiento de los fines a través de la construcción y la comercialización del proyecto por sí o por mandatarios instruidos y habilitados por él en su calidad de propietario. Además todo proyecto de riesgo necesita de especificidad y así será su contrato de fideicomiso consecuente; si uno inmobiliario tiene por objeto únicamente garantizar la construcción en un terreno, estaremos simplemente ante un fideicomiso de garantía.

Con profundo malestar hemos encontrado que muchos proyectos inmobiliarios improvisados y alejados del más mínimo criterio de negocios, se organizan al amparo de la figura del fideicomiso mediante la copia de contratos pre-existentes de proyectos aparentemente similares. Esto constituye una aberración y una negligencia grave o directamente una estafa a los incautos inversores, ya que todo profesional debiera saber que por su condición de riesgo, temporalidad y por incluir personas y sus interacciones, no hay

---

<sup>19</sup> Pertierra Cánepa Francisco M. Op. Cit. Pág. 19

<sup>20</sup> Nota del autor: En realidad lo que se adquiere es un derecho personal contra el Fiduciario, titular del patrimonio fideicomitado.



negocio que sea igual a otro. De esto deviene su especificidad y la necesidad de diseño y evaluación de proyectos; en consecuencia esto es vital que se traslade al contenido de cada contrato de fideicomiso, pues actúa como un traje a medida. Pero los avances tecnológicos también tienen su contracara y hemos comprobado la circulación irresponsable de contratos o la copia de modelos a completar, por medio de la web; llegando a límites de poder bajar en forma gratuita contratos por Internet. Resumiendo, cada proyecto inmobiliario debe contar con su contrato de fideicomiso diseñado profesionalmente y a medida, y creado de acuerdo a sus características y condiciones particulares, sin ignorar los problemas futuros que todo negocio de riesgo puede generar.

Otro punto está relacionado con la comercialización de las unidades y el rol de las comercializadoras, que en muchos casos conocen parcialmente la figura del fideicomiso. Dado que los ingresos por ventas en una Sociedad benefician a todos los accionistas, la figura del desarrollador adquiere mucha relevancia pues será quien decida el timing de la oferta, de la venta y el precio, amparado en su expertise y en defensa de los inversores, de manera que en conjunto maximicen su tasa interna de retorno. Por el contrario, se comprueba que en muchos fideicomisos donde una comercializadora de poca experiencia maneja la venta a pedido de los inversores, ocurren situaciones anárquicas en esa etapa donde las particularidades generan el cómo y cuándo comercializar. Inevitablemente ese grado adicional de libertad que ostentan los inversores de estos proyectos en el escenario comentado, a la larga resulta perjudicial para el producto, para su posicionamiento comercial, su marketing y su política de ventas. Incluso puede atentar contra la rentabilidad del propio emprendimiento.

Es de dominio público que la gran mayoría de los inversores no sofisticados o no institucionales, ignoran en detalle los derechos y obligaciones que implica un fideicomiso, situación por demás lógica por su condición de inexpertos. Pero a pesar de esta carencia, esta modalidad de participación en los proyectos comerciales inmobiliarios se ha impuesto masivamente, convirtiendo esto en un fenómeno del marketing a estudiar pues a pesar del desconocimiento, los potenciales inversores son atraídos por la confianza y la imagen positiva<sup>21</sup> que presenta el fideicomiso en el mercado inmobiliario. Fue así que referido a esta hipótesis, pudimos demostrarla a través del relevamiento cuanti y cualitativo de la

---

<sup>21</sup> Lisoprawski Silvio, "Auge del Fideicomiso Inmobiliario". Editorial La Ley. 2008

oferta inmobiliaria de emprendimientos nuevos durante los últimos dos años en Capital Federal y GBA<sup>22</sup>. Así podemos afirmar que más del 85 % de los emprendimientos que se desarrollan en GBA y Capital Federal se constituyen bajo la forma de Fideicomisos, siendo un 90 % de estos denominados “fideicomisos al costo”. Sin embargo vale aclarar que esta conclusión no se puede generalizar al resto del país, pues la variación es muy significativa no solo entre provincias sino también entre ciudades de una misma provincia.

En base a todo lo investigado y demostrado entendemos que en el mercado se han instalado claramente los fideicomisos inmobiliarios pero con graves errores y serias divergencias conceptuales a la hora de su aplicación práctica. Respecto a las modalidades comerciales de fideicomisos al costo o a precio fijo que, no hay duda sobre su inconsistencia conceptual y su divergencia, y falsas expectativas generadas respecto a lo que publicitan. Esto se traduce como relevante cuando se trata de la concreción de la obra a un costo real sobre todos los componentes que la integran y en la realidad, por la existencia de información asimétrica y problemas de agencia, aumentan los incentivos diferenciales que permiten que los actores introduzcan ruidos sobre los de costos la obra, afectando la eficiencia de los mismos. Esto, generando dudas por al menos falta de información y de transparencia, y termina impactando finalmente un mayor costo final de la obra respecto al presupuestado y promocionado en la etapa de lanzamiento, lo que será trasladado inexorablemente como costo adicional a los inversores - beneficiarios. Asimismo vemos que estos promocionados fideicomisos pretendieron tomar parcialmente las bondades de la figura y fusionar las ventajas con otras herramientas como el concepto del Consorcio, convirtiéndose en una suerte de cebo “tóxico” de atracción para incautos inversores independientes.

Asimismo todo el análisis casuístico de contratos y el trabajo de campo a través del relevamiento cuanti y cualitativo realizado mediante entrevistas de profundidad, ha permitido confirmar las hipótesis referidas a costos generados y errores por desconocimiento o falta del adecuado asesoramiento.

Como mejora no suficiente a las dos denominaciones creadas arbitrariamente con fines de elusión comercial, hemos detectado el concepto de costo concertado que intenta resolver alguno de los problemas citados, variabilizando el resultado del negocio en manos del

---

<sup>22</sup> Nota del Autor: GBA son las siglas que refieren a Gran Buenos Aires

desarrollador, según el riesgo empresario asumido. Así tanto el fiduciario como el desarrollador se comprometen a soportar auditorías externas ordenadas por los fiduciantes, y el desarrollador específicamente, se compromete a un costo pre acordado, aceptando pérdidas en caso que los costos aumenten.

Finalmente consideramos que el planteo original de este trabajo debiera ser el punto de partida para nuevas investigaciones que permitan elaborar nuevas alternativas superadoras que interpreten completa y adecuadamente, los beneficios plenos de la operatoria de la construcción en todas sus modalidades y fines, a través de la figura del fideicomiso, respetando su naturaleza, derechos y obligaciones, en pos de promocionar, favorecer y apalancar el desarrollo de negocios productivos de la economía real en todo el ámbito geográfico del país.

## **BIBLIOGRAFÍA y WEBSITES**

Cámara Argentina de la Construcción: <http://www.camarco.org.ar/>

Cámara de Desarrolladores Urbanos: [http://cedu.com.ar/cedu\\_new/](http://cedu.com.ar/cedu_new/)

Cámara de Inmobiliarias: <http://www.cia.org.ar/>

Colegio de Escribanos de la CABA: <http://www.cpacf.org.ar>

Kiper, Claudio y Lisoprawski, Silvio: “Obligaciones y responsabilidad del Fiduciario”, Buenos Aires, Editorial Depalma, 1999.

Lisoprawski, Silvio. “Auge de los Fideicomisos Inmobiliarios. La oferta pública indiscriminada de fideicomisos no financieros”. Editorial La Ley. 2008.

Martorell Ernesto. “El Fideicomiso, breve estudio crítico de su aplicación en Argentina. Editorial La Ley.

Microjuris: <http://ar.microjuris.com/>

Pertierra Cánepa Francisco María y Gómez de la Lastra Manuel. “Vehículos innovadores para proyectos productivos”. Documento de Trabajo n. 423. Universidad del CEMA. 2010.

Pertierra Cánepa Francisco María. “Fideicomiso y Costos”. Documento de Trabajo n. 428. Universidad del CEMA. 2010.

Pertierra Cánepa Francisco María: “Costos de Agencia y Costos Ocultos en Fideicomisos”, Tesis Doctoral. Universidad del CEMA. 2008.

Reporte Inmobiliario: <http://www.reporteinmobiliario.com>

Sites de Desarrolladores: Argencons SA: <http://www.argencons.com>; Eidico: <http://www.eidico.com.ar>

Sites de Inmobiliarias: <http://www.toribioachaval.com> , <http://www.tizado.com.ar> , [www.remax.com.ar](http://www.remax.com.ar) , <http://www.achavalcornejo.com> ,

<http://www.balsanopiedades.com> , [www.soldatiprop.com.ar](http://www.soldatiprop.com.ar) , [www.empresse.com.ar](http://www.empresse.com.ar) ,  
<http://www.ljramos.com.ar> , silvina aguirre inmobiliaria.