

**UNIVERSIDAD DEL CEMA  
Buenos Aires  
Argentina**

Serie  
**DOCUMENTOS DE TRABAJO**

**Área: Negocios**

**FIDEICOMISO Y RIESGOS: SU ADECUADA GESTIÓN  
ES UN ACTIVO DIFERENCIAL DEL MANAGEMENT**

**Francisco María Pertierra Cánepa y Nicolás Charo Naimo**

**Mayo 2025  
Nro. 897**

**[https://ucema.edu.ar/publicaciones/doc\\_trabajo.php](https://ucema.edu.ar/publicaciones/doc_trabajo.php)  
UCEMA: Av. Córdoba 374, C1054AAP Buenos Aires, Argentina  
ISSN 1668-4575 (impreso), ISSN 1668-4583 (en línea)  
Editor: Jorge M. Streb; Coordinador del Departamento de Investigaciones: Maximiliano Ivickas**



# **FIDEICOMISO y RIESGOS: su adecuada gestión es un activo diferencial del Management**

**Francisco María Pertierra Cánepa y Nicolás Charo Naimo\***

Resumen: Argentina atraviesa un proceso de transformación estructural que exige liderazgo e idoneidad en los negocios y en ese marco, el fideicomiso surge como una herramienta diferencial clave para estructurar proyectos productivos, protegiendo los activos y potenciando el desarrollo económico y social. Sin embargo, y al igual que las empresas tradicionales, los proyectos apalancados sobre fideicomisos deben afrontar riesgos inherentes a la actividad que desarrollan, por lo cual deben ser estudiados y gestionados de manera adecuada para evitar poner en peligro su éxito. El trabajo analiza los diversos riesgos inherentes al contrato de fideicomiso (financieros, legales, operativos y estratégicos), su impacto sobre fiduciantes, fiduciarios y beneficiarios, y los Costos de Agencia y Ocultos que afectan la eficiencia y viabilidad de los proyectos. También destaca el rol del fiduciario en la gestión de los riesgos en su calidad de propietario de los bienes fideicomitados, quien deberá actuar con la debida diligencia en todo momento, lo que incluye la cobertura adecuada con los seguros disponibles en el mercado. Asimismo, se advierte sobre las limitaciones de los controles efectuados por diversos agentes exigidos por las regulaciones o por las buenas prácticas (auditorías, agentes de control y calificadoras de riesgo) en relación con el alcance, oportunidad y calidad de la información de las tareas que realizan. Por todo lo expuesto y con el objetivo de lograr una gestión eficiente de los riesgos que afronta el fideicomiso y sus negocios encapsulados, este trabajo propone un abordaje profesional basado en un modelo que articule gobernanza y controles efectivos, siempre con el foco en el negocio real. En ese sentido, se destaca la participación de la denominada “segunda línea” abocada a la gestión de riesgos, integrada por profesionales idóneos, quienes serán seleccionados por el fiduciario como colaboradores de carácter estratégico. También, se destaca la importancia de contar con un Business Plan riguroso como columna vertebral de los fideicomisos, donde su confección deberá contener todos los aspectos relevantes del negocio y sus proyecciones. Finalmente, se concluye que una adecuada identificación, evaluación y mitigación de riesgos constituye un activo diferencial del management, imprescindible para garantizar la sostenibilidad de los negocios fiduciarios y el crecimiento económico. En consecuencia, la profesionalización del fiduciario, la capacitación continua y el diseño de sistemas de control proactivos son condiciones esenciales para maximizar los beneficios de esta figura indispensable en la recuperación argentina.

Palabras clave: fideicomiso, fideicomiso financiero, fiduciante y fiduciario, management, negocio subyacente, entrepreneur, business plan, riesgos, gestión de riesgos, costos de agencia y costos ocultos, idoneidad, eficiencia, controles.

---

\* Los puntos de vistas de los autores son personales y no representan necesariamente la posición de la Universidad.

F. M. Pertierra Cánepa es Doctor en Dirección de Empresas, MBA de la UCEMA e Ingeniero Agrónomo de la UBA. Profesor Titular de las Cátedras de: Entrepreneurship y Diseño de Planes de Negocios; de Fideicomisos y Fondos de Inversión Directa y de Mercado de Capitales en la Universidad del CEMA. Presidente de la Asociación Argentina de Fideicomisos y Fondos de Inversión Directa ([www.aafyfid.com.ar](http://www.aafyfid.com.ar)).

N. Naimo Charo es Doctor en Economía de la UCEMA, Licenciado en Economía y Especialista en Administración de Organizaciones Financieras de la UBA. Profesor Ayudante de Fideicomisos y FID en la UCEMA.



La República Argentina se encuentra inmersa en un proceso de cambio paradigmático radical que tuvo inicio en diciembre 2023 con el objetivo de lograr una recuperación real y perdurable luego de una eterna crisis económica y social que duró varias décadas, y que incluyó períodos de alta inflación y la catástrofe de sufrir dos hiperinflaciones<sup>1</sup>.

Pero esta vertiginosa transformación para lograr el éxito, sin volver atrás, necesita consolidarse a través de un cambio cultural que nos asegure una nueva etapa de crecimiento y desarrollo sostenible, de la mano de políticas sanas y coherentes, y con una inserción activa en el mundo.

Lamentablemente, la largamente sostenida decadencia política y moral experimentada por la Argentina no solo afectó el campo económico, sino que caló profundo en las áreas más sensibles de la sociedad como la seguridad, la salud y la educación, destruyendo pautas sociales y culturales como consecuencia del alejamiento o pérdida del significado de los valores fundamentales de la vida. En ese sentido, muchos argentinos sabíamos que el país necesitaba experimentar un cambio de rumbo diferencial para evitar seguir en caída libre potencializando los ya gravísimos problemas sociales y económicos existentes, cuyo impacto directo es el aumento de los niveles de pobreza y marginalidad. Para lanzar y consolidar este cambio de rumbo, era fundamental salir de un esquema conceptual sobre un Estado amorfo, prebendario e ineficiente para volver a posicionar como motor de la revolución productiva, el accionar del sector privado, el cual, a través de su espíritu generador de nuevos desafíos, búsqueda de la innovación y eficiencia en la asignación de recursos, es el actor principal de la generación de riqueza y el aumento del empleo productivo genuino.

El sendero de la producción y el desarrollo basado en la iniciativa privada busca explotar todo el potencial de los sectores que presentan mayores ventajas competitivas y altos niveles de productividad (como la agroindustria), donde se requieren no solo de sofisticadas estrategias empresariales, sino también del establecimiento de condiciones propicias por parte del Estado para generar la reactivación de las economías regionales y atraer inversiones (Ledesma, 1999). Por lo cual, la participación del Estado es esencial, pero no a través de la intervención como proveedor de bienes o servicios, sino más bien en el establecimiento de reglas claras de juego y eliminando aquellas que impiden la

---

<sup>1</sup> En 1989 y 1990 se registraron inflaciones anuales alrededor del 5.000 y 1.400%, dato diciembre a diciembre, considerándose períodos hiperinflacionarios. Asimismo, prácticamente en la totalidad de los años 70 y 80, la Argentina convivió con tasas de inflación anuales superiores al 100%, dato diciembre a diciembre. Finalmente, para el año 2023 se registraría una inflación anual del 211%, la mayor desde la hiperinflación de 1990, dato diciembre a diciembre.

expansión del sector privado. Estas reglas jugarán un papel esencial en establecer el sendero de una Argentina abierta al mundo, sumado a la incorporación de tecnología que generará las sinergias necesarias para lograr un crecimiento genuino y sostenible de largo plazo (Ledesma, 1999).

En ese sentido, la estabilidad económica y las reglas de juego definidas serán el puntapié para encarar un largo período de crecimiento basado en nuevos negocios. En esta relación destaca el papel fundamental del emprendimiento y la innovación en el incremento del producto bruto interno (PBI), la generación de empleo y la diversificación productiva. Por lo que la dinámica empresarial es un motor clave del crecimiento económico impulsado por emprendedores e innovadores para la renovación y modernización de la estructura productiva. La aparición de nuevos negocios no solo introduce productos y servicios inéditos al mercado, sino que también promueve la competencia, incentiva la eficiencia y desplaza a actividades económicas menos productivas, elevando así la productividad agregada (Audretsch, 2006).

Asimismo, la creación de nuevos negocios contribuye a la expansión del empleo formal, donde las pequeñas y medianas empresas (PyMEs) que, si prosperan, suelen ser el resultado directo de la iniciativa emprendedora, representan una porción significativa de la creación de puestos de trabajo en la mayoría de las economías. Se estima que las PyMes representan alrededor del 90% de los negocios y más del 50% de los empleos en todo el mundo. Este impacto es particularmente relevante en países en vías de desarrollo, donde las oportunidades laborales pueden estar concentradas en sectores tradicionales o informales, limitando el crecimiento inclusivo (Banco Mundial, 2019).

Por otro lado, la generación de nuevos negocios es crucial para la diversificación económica y la resiliencia frente a shocks externos. Economías excesivamente concentradas en un puñado de sectores —como los recursos naturales— suelen ser más vulnerables a la volatilidad de los mercados internacionales. El fomento del emprendimiento y la innovación permite reducir esta dependencia, aumentando las exportaciones, promoviendo una estructura productiva más equilibrada y sostenible en el largo plazo (Lederman & Maloney, 2012).

El avance de la economía del conocimiento y la transformación digital ha elevado la importancia estratégica de los nuevos negocios basados en tecnología y capital humano calificado. Estas iniciativas y proyectos generan externalidades positivas, al difundir innovación y conocimiento en el ecosistema empresarial y académico. Para lograr esto, se requieren condiciones de apertura económica que posibilite la incorporación de

tecnología del exterior que acompañe el desarrollo de la innovación interna (Hausmann & Rodrik, 2003).

Es así, que sabemos que la creación y el desarrollo de nuevos negocios están intrínsecamente ligados a la asunción y gestión de riesgos. Todo proyecto y su actividad socioeconómica consecuente, desde su concepción hasta su lanzamiento y consolidación, enfrenta un entorno caracterizado por la incertidumbre tanto interna como externa. Esta relación es clave para comprender no solo la dinámica del crecimiento económico, sino también los desafíos que enfrentan los actores en contextos cambiantes y competitivos.

Desde la perspectiva financiera y estratégica, iniciar un nuevo negocio implica tener que tomar decisiones bajo condiciones de incertidumbre que generan riesgos, entendiendo a este como la posibilidad de que los resultados esperados difieran de los resultados reales (Brealey, Myers, & Allen, 2011).

Entonces, la performance, los resultados y la reputación de una empresa pueden verse afectados por los riesgos empresariales. Por eso, el conocimiento sobre el diseño profesional de Business Plans o Planes de Negocios (en adelante BP o PdeN) para potenciar las iniciativas emprendedoras permite liderar la gestión estratégica de los negocios con información y de manera planificada, y así conocer los riesgos inherentes a cada negocio para poder evitar la ocurrencia o reducir su impacto negativo. De ello se desprende la importancia de considerarlos en detalle para poder incorporarlos al análisis y construir una estrategia integral para minimizarlos.

Sabemos que la vulnerabilidad de una empresa a factores que pueden reducir sus beneficios o hacerla fracasar, constituye algo propio y natural de la actividad, y se conoce como riesgo empresarial, el cual podríamos desagregar en riesgo interno o externo.

Existen diversos estudios y autores que han trabajado sobre el concepto del riesgo, proponiendo distintas clasificaciones, que no se agotan ni compiten y que en muchos casos resultan complementarias. Por esto es, que proponemos entonces analizar conceptualmente los diferentes tipos de riesgos empresariales que afectan en la práctica a las organizaciones y sus proyectos:

- **Riesgo de cumplimiento:** es un riesgo causado por la violación de leyes y reglamentos internos y/o externos, lo cual puede llevar a sufrir sanciones, pago de multas y/o pérdida de clientes.
- **Riesgo legal:** es un tipo específico del riesgo de cumplimiento que se produce cuando una empresa se aparta de la normativa y esto, además de costosas demandas, puede afectar de manera negativa la reputación de una empresa.

A su vez, a los riesgos legales los podemos segmentar en:

- Contractuales, que se producen cuando una empresa no cumple con las obligaciones o responsabilidades de un contrato comercial.
- De disputa, que ocurren cuando un conflicto legal con un cliente, una parte interesada o un miembro de la comunidad interrumpe los procesos de una empresa.
- Reglamentarios: ante el siniestro, se suspende o pierde la licencia por acción directa del regulador gubernamental (no cumplir la normativa sobre contaminación o residuos peligrosos, supone multas del gobierno y pérdida de reputación entre los consumidores y el resto de los stakeholders).
- Riesgo estratégico: se produce cuando la estrategia empresarial de una empresa es defectuosa o inexistente, y tiene relación directa con el diseño de PdeN profesionales, ya que una empresa que carece de una BP es como manejar a ciegas en la ruta, y por eso no podrá alcanzar sus objetivos.
- Riesgo de reputación: estos riesgos amenazan la posición de una empresa o la opinión pública ya que disminuyen los beneficios y afectan la confianza de los accionistas.
- Riesgo operativo: se produce cuando las actividades cotidianas de una empresa amenazan con disminuir sus beneficios. Los sistemas internos de una empresa o los factores externos pueden provocar riesgos operativos para las empresas.

También podemos mencionar algunos tipos específicos de riesgos operativos en las empresas:

- Errores de los empleados: Una empresa puede experimentar una amenaza para sus operaciones si los empleados cometen errores importantes en el trabajo.
- Daños en los activos: Una catástrofe natural puede dañar los activos físicos de una empresa, lo que constituye un riesgo operativo.
- Fraude externo: Cuando una empresa experimenta un fraude externo, como un robo por parte de un tercero, el robo supone un riesgo operativo para la empresa.
- Riesgo humano: puede surgir por la falta de responsabilidad de los empleados, el bajo sentido de pertenencia, excesos y malos hábitos, y/o pobres controles o

incentivos deficientes. Los incumplimientos pueden ocurrir por factores ajenos que los empleados no pueden controlar como la salud o problemas familiares, pero además, por acciones mal intencionadas como el sabotaje, o dolosas como el robo o el fraude. Todo esto tiene un potencial impacto, que puede ser muy importante, sobre la pérdida de beneficios.

- Riesgo de seguridad: es un riesgo que puede referir a la seguridad física y/o electrónica para lo cual hay que contar con una estrategia específica al respecto, ya sea sobre bienes, datos, ciberseguridad, software, etc. Además, esto supone mantener una política activa de revisión y actualizaciones de seguridad.
- Riesgo financiero: puede producirse cuando una empresa no planifica a mediano y largo plazo y/o no gestiona bien las necesidades de capital así como la relaciones de deuda, lo que la expone en exceso a los cambios en el mercado. Dentro de estos riesgos podemos mencionar:
  - Riesgo de la moneda: dependiendo del caso, al realizar transacciones comerciales internacionales se expone a las fluctuaciones no previstas de la moneda extranjera.
  - Riesgo de impago: no contar con una estrategia de endeudamiento responsable puede exponer a la empresa a incumplir sus obligaciones ante los acreedores.
  - Riesgo de liquidez: la falta de planificación y reservas de rápida disponibilidad puede generar graves problemas financieros.
- Riesgo de competencia: la falta de estudios sobre la competencia puede generar caídas en las cuotas de mercado de un producto o servicio. Un management cómodo e incompetente, puede relajarse sobre el rendimiento actual y no mantenerse activo en la búsqueda de mejora sobre los productos o servicios de la empresa.
- Riesgo físico: son las amenazas sobre los activos físicos de una empresa, que se pueden minimizar con la toma de un portfolio de seguros y con el establecimiento de manuales de procedimiento completos y actualizados. Los más comunes son incendio, robo, catástrofes, mantenimiento y manejo inadecuado, entre otros.

Por otra parte, el Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO, 2017) define al riesgo como la posibilidad de que ocurra un evento que afecte negativamente el logro de los objetivos. Factores como la volatilidad del mercado, la

disponibilidad de financiamiento, la estabilidad macroeconómica y la regulación influyen directamente en la viabilidad y sustentabilidad de nuevos emprendimientos.

La literatura clasifica los riesgos de distintas formas, dependiendo el enfoque y objetivos del análisis. Por ejemplo, en el mundo de los mercados de capitales con oferta pública y las finanzas corporativas, al riesgo se lo divide en riesgo sistemático y no sistemático (Brealey, Myers, & Allen, 2011), donde el primero es aquel que no puede ser mitigado a través de la diversificación de activos. Mientras que para la administración estratégica se realiza una separación entre riesgos internos y externos (Lam, 2003). Los primeros son los originados dentro de la organización, que deben ser controlados a través de un sistema de control interno efectivo, mientras que los segundos son originados fuera de la organización y suelen ser más difíciles de prever y mitigar, requiriendo de la confección de planes de contingencia. En el caso de las entidades financieras, Basilea realiza distinciones de riesgo en pérdidas esperadas e inesperadas, donde las primeras se prevén con provisiones y las segundas con integración de capital. Finalmente, en la práctica de la gestión del riesgo en las organizaciones se los suele diferenciar entre riesgos financieros y no financieros (Ghosh, 2012). Los riesgos financieros son aquellos que tienen un impacto negativo directo sobre el patrimonio de la entidad, agrupando riesgo de crédito, liquidez, mercado y operacional. Mientras que los no financieros impactan de forma indirecta y se destaca: riesgo reputacional, legal, tecnológico, estratégico y de control. En esta línea, otra forma de clasificar a los riesgos es dividirlos en intrínsecos y extrínsecos, siendo los primeros aquellos que surgen dentro de la propia organización y están relacionados con factores internos. Dentro de ellos podemos mencionar:

- Errores humanos: como la falta de capacitación o los errores operativos, sean o no intencionados.
- Problemas de comunicación: ausencia o fallas en la misma, o problemas de coordinación e integración interna.
- Gestión ineficiente: es la mala administración de los recursos y/o los procesos internos. Estos riesgos son controlables y pueden ser mitigados mediante estrategias internas como capacitación, auditorías y mejora de procesos.

En cuanto a los segundos, son riesgos extrínsecos aquellos que provienen del entorno externo de la empresa y no están bajo su control directo. Como ejemplos podemos incluir a los:

- Cambios en la legislación: el marco normativo de leyes y regulaciones siempre afecta las operaciones.
- Fluctuaciones del mercado: los cambios en la demanda, tendencias o en los precios de los productos.
- Desastres naturales: desde eventos locales a catástrofes como terremotos o inundaciones. Estos riesgos requieren estrategias de prevención y adaptación, como planificaciones, manuales, seguros, diversificación de mercados y análisis constante del entorno.

Más allá de la clasificación que se adopte para tipificar los riesgos, lo esencial es identificar mecanismos eficaces para mitigar sus efectos sobre los negocios, evaluando previamente, mediante un análisis de costos y beneficios, si resulta conveniente asumirlos o implementar estrategias para gestionarlos. La adecuada identificación, evaluación y mitigación de riesgos permite a los nuevos negocios no solo proteger su capital y asegurar su continuidad operativa, sino también capitalizar ventajas competitivas en mercados inexplorados o desatendidos. En el caso de los países en desarrollo, donde los marcos institucionales y financieros pueden ser menos robustos, la percepción y administración del riesgo es aún más determinante. La falta de acceso a instrumentos financieros sofisticados, como los derivados financieros, que permitan cubrir riesgos y la ausencia de políticas públicas que faciliten el ambiente emprendedor, incrementan la exposición de los nuevos negocios a factores externos, como shocks económicos, cambios regulatorios o fluctuaciones en la demanda.

Existe una relación bidireccional entre negocios y riesgos: los riesgos condicionan las decisiones de inversión y creación de nuevos negocios, mientras que la proliferación y consolidación de nuevos emprendimientos, gestionados adecuadamente, contribuye a reducir los riesgos tanto a nivel microeconómico como macroeconómico. La implementación de políticas públicas por parte del Estado, orientadas a fortalecer capacidades de gestión de riesgos, mejorar el acceso al financiamiento y reducir las barreras regulatorias es fundamental para potenciar este círculo virtuoso. En síntesis, la promoción de nuevos negocios constituye una herramienta indispensable para potenciar el crecimiento económico, fortalecer la inclusión social y mejorar la competitividad global de un país. Las políticas públicas deben, por ende, enfocarse en eliminar barreras regulatorias, facilitar el acceso al financiamiento, promover la educación y fortalecer los sistemas de innovación para crear un entorno propicio para el desarrollo sostenido de nuevos proyectos, empresas y organizaciones. Entonces, gestionar adecuadamente el

riesgo se convierte en un factor clave para asegurar la viabilidad y sostenibilidad de los negocios, ya que permite no solo tomar decisiones informadas y minimizar potenciales pérdidas, sino también aprovechar las oportunidades de crecimiento en un entorno dinámico y competitivo, contribuyendo a un desarrollo económico robusto y sostenible. En este contexto, surge desde el año 1995 en el plexo legislativo de Argentina el contrato de fideicomiso dentro de una ley ómnibus como fue la 24.441, como un vehículo jurídico óptimo para estructurar negocios de diversa índole, desde inmobiliarios, agropecuarios, financieros, etc. Esto, luego fue actualizado a través de la sanción del nuevo Código Civil y Comercial de la Nación (CCyCN) en el año 2015. Amparado en sus bondades intrínsecas relacionadas con la protección jurídica que la ley otorga al patrimonio formado y en la versatilidad de adaptación a negocios específicos, resulta un instrumento que debe ser tenido en cuenta tanto por el sector privado como por el público. Si bien existe un número significativo de proyectos avocados al sector real productivo que son canalizados a través de la figura por parte del sector privado en la República Argentina, también es cierto que sus externalidades positivas al resto de la comunidad debieran ser tenidas en cuenta por el Estado. En ese sentido se destaca la utilización del fideicomiso por parte de las autoridades, tanto a nivel nacional, provincial y municipal y su rápido crecimiento a partir de la sanción de la ley en la promoción de políticas públicas en diversas áreas, destacándose infraestructura y energía (Pertierra Cánepa & Charo Naimo, 2020), relacionándose así al concepto del interés público, el cual presenta ambigüedades según la doctrina (Cassagne, 2008).

Sin embargo, este proceso de ingeniería financiera en pos del desarrollo productivo en la economía real, no se encuentra exento del concepto de riesgo expresado precedentemente. Por lo que la utilización del fideicomiso como herramienta transformadora y la gestión de los riesgos que enfrenta la figura deben ser estudiados con detenimiento, para lograr su mitigación o minimización. A partir de la identificación de los riesgos que enfrenta el fideicomiso, debido a la estructuración de negocios de distinta índole y complejidad, se podrá avanzar en la definición de buenas prácticas de management, tendientes a gestionar los riesgos de forma adecuada, donde la actuación del fiduciario es clave. Si bien en su figura descansa la responsabilidad última sobre la administración fiduciaria, puede delegar actividades donde carezca de expertise, contratando las habilidades de operadores, desarrolladores y técnicos idóneos para llevar a cabo el negocio. De esa forma, se podrán explotar todas las bondades que ofrece la figura como un vehículo óptimo para la canalización de proyectos productivos avocados al sector real, generando las

condiciones de empleo y crecimiento económico que se requieren para el despegue de todo el potencial productivo argentino (Pertierra Cánepa & Charo Naimo, 2024).

### **El contrato de Fideicomiso: Costos de Agencia, Costos Ocultos y Riesgos**

El fideicomiso es un encargo específico basado en la confianza, que está contenido en el significado de su nombre. Proviene del latín y fides significa fe, confianza o juramento, mientras que commissum se refiere al encargo, que luego se formaliza en el diseño de un contrato. Por lo tanto, se define como una relación contractual de negocios entre dos partes, cuyo fin es la satisfacción de un objetivo posible, razonable y legal (De Arespachoga, 2000). El fideicomiso tiene dos componentes distintivos:

- Transferencia de la propiedad: de los bienes cedidos a la fiducia. Este es el contenido real (transmisión de derechos), siendo el medio para alcanzar los fines previstos y no un fin en sí mismo (Soler & Carrica, 2000).
- Encargo de confianza: es el cumplimiento del encargo, es decir dar cumplimiento a los objetivos fijados en la creación del fideicomiso.

Esta relación de confianza parte de la relación entre quien cede los bienes, el fiduciante, y el encargado de administrarlos y aplicarlos al fin específico, el fiduciario, que se materializa en el contrato del fideicomiso el cual debe ser inscripto en el Registro Público que corresponda.

El fideicomiso en Argentina se encuentra normado por el Código Civil y Comercial de la Nación, ley 26.994, donde se establece que:

*“Hay contrato de fideicomiso cuando una parte, llamada fiduciante, transmite o se compromete a transmitir la propiedad de bienes a otra persona denominada fiduciario, quien se obliga a ejercerla en beneficio de otra llamada beneficiario, que se designa en el contrato, y a transmitirla al cumplimiento de un plazo o condición al fideicomisario”*

Entonces, las partes del contrato son el fiduciario y el fiduciante, mientras que las otras figuras, como el beneficiario y el fideicomisario son considerados terceros interesados o participantes del negocio, que figuran en el contrato, pero no como partes.

Siguiendo los trabajos del Doctor Francisco María Pertierra Cánepa, es el fiduciario quien, dentro de un fideicomiso, ejerce un rol fundamental como una de las dos partes del contrato por ser el líder de máxima responsabilidad en su calidad de propietario de los

bienes fideicomitidos con un encargo específico, siendo menester de su función obrar de acuerdo con la debida diligencia del buen hombre de negocios. Además, debe actuar conforme a dicha prudencia y diligencia del buen hombre de negocios, ya que en su figura se ha depositado la confianza plena del fiduciante (Carregal, 2009), ejerciendo todas las acciones necesarias dentro de los lineamientos establecidos en el contrato de fideicomiso en favor de los beneficiarios. Asimismo, reviste el carácter de dueño de la cosa fideicomitada, pero con un dominio calificado como imperfecto por tres motivos: porque es por un tiempo limitado subrogado a la duración del contrato, porque debe cumplir el encargo que el fiduciante le ha encomendado y por las características propias de los bienes que constituyen el patrimonio fideicomitado (Scocco, 2004).

A cambio de los servicios de administración, el fiduciario, aunque no es obligatorio, tiene derecho a percibir una remuneración acorde a la tarea realizada y el reintegro de los gastos incurridos. Esta liberalidad contractual es muy importante para promover la concreción de proyectos en el ámbito del Tercer Sector<sup>2</sup> donde las instituciones y organizaciones, a veces incipientes y poco profesionalizadas, no cuentan con los recursos necesarios para poder estructurar fideicomisos que protejan sus actividades (Pertierra Cánepa & Cenoz, 2023). Dicha remuneración debe ser expresamente identificada en los términos del contrato y aceptada por las partes.

En Argentina y a partir del nuevo Código, el contrato de fideicomiso contempla la posibilidad de la existencia de más de un fiduciario al que se lo denomina cofiduciario. Por supuesto que, como toda actividad de liderazgo y gestión, esta posibilidad debe estar claramente reglada y justificada por las características del negocio, para evitar los graves conflictos que puede generar la conducción bicéfala ante el proceso de responsabilidades y la demora en la toma de decisiones. Algunas legislaciones latinoamericanas clasifican a los fiduciarios como profesionales y comunes, donde los primeros son los autorizados a actuar en negocios de índole bancarios o financieros, debiendo cumplir requisitos especiales, mientras que los fiduciarios comunes pueden ejercer la administración en el resto de los negocios (Camerini, 2007). Pero lo que prevalece en estos países es la prioridad o exclusividad de poder actuar como fiduciario para las entidades financieras, lo que, dada la cultura corporativa propia de esta industria, dificulta la comprensión y el

---

<sup>2</sup> Se denomina Tercer Sector a las organizaciones privadas y sin fines de lucro que no dependen del Estado ni del mercado. Su objetivo es promover el bienestar social y el interés general de la ciudadanía en ámbitos sociales, educativos, sanitarios, humanitarios, medioambientales, culturales, artísticos, deportivos, entre otros.

desarrollo de los negocios de la economía real fuera de los esquemas de securitización o titulización de carteras de flujos de ingresos. Ello dificulta el poder explotar todas las ventajas diferenciales que presenta la figura del fideicomiso en la promoción de proyectos avocados al sector productivo real, generador de movimiento económico local y promotor del empleo genuino, independientemente si el negocio es pequeño o de gran escala.

En cambio, en Argentina, la situación es diferente debido a que oportunamente la ley 24441 del año 1995 contempló la posibilidad de la actuación como fiduciario para la categoría de personas físicas o humanas, además de las jurídicas, en fideicomisos no financieros. En consecuencia, esto contribuyó, especialmente a partir del año 2001, a obtener una vasta experiencia en el desarrollo de negocios de carácter fiduciario en diversas áreas de la economía real, los que tuvieron un crecimiento exponencial apalancados en las ventajas y flexibilidad que ofrece la figura del fideicomiso.

Finalmente, entre las obligaciones del fiduciario que emanan del marco normativo se encuentra:

- Administrar y disponer del patrimonio fideicomitado conforme a los fines del fideicomiso y lo pactado en el contrato.
- Cumplir con el deber de diligencia y lealtad: actuar con prudencia y en interés exclusivo de los beneficiarios.
- Llevar una contabilidad separada del patrimonio fideicomitado respecto de sus propios bienes.
- Informar periódicamente al fiduciante y beneficiarios sobre la gestión del fideicomiso.
- Rendir cuentas en los plazos y condiciones previstos en el contrato o, en su defecto, anualmente.
- Transferir los bienes fideicomitados al beneficiario o fideicomisario final al cumplirse la condición o plazo estipulado.

Por otra parte, el fiduciante (o los fiduciantes) es la parte del contrato que cede, a título de confianza, la propiedad de los bienes para la conformación del nuevo patrimonio. A partir de allí concluye su participación, por lo cual se considera a la transferencia como definitiva e irrevocable (Rodríguez Azuero, 2005). Las obligaciones del fiduciante (dependiendo de su rol ya que pueden ser fundacionales, originantes, o adherentes, o tomar responsabilidades activas como organizadores y/o desarrolladores.) son:

- Definir y diseñar el negocio subyacente (a través del BP) que dará origen al futuro fideicomiso.
- Demostrar técnicamente las bondades técnicas del futuro negocio.
- Contribuir a la formación de sólidos equipos técnicos.
- Colaborar en la búsqueda de financiamiento.
- Transferir al fiduciario la propiedad fiduciaria de los bienes objeto del fideicomiso.
- Entregar los bienes libres de gravámenes o limitaciones, salvo pacto en contrario.
- Proporcionar la documentación e información necesaria para la correcta administración del fideicomiso.

Ahora bien, respecto a los otros participantes necesarios, los beneficiarios tienen el derecho a recibir los resultados del producido por los bienes fideicomitados, mientras que el fideicomisario es quien recibirá los bienes remanentes del negocio fiduciario una vez finalizado el contrato del fideicomiso (considerado también como un beneficiario residual o el último de estos). En ambos casos, estos partícipes se constituyen como terceros interesados.

Yendo a su flexibilidad, destacamos que el fideicomiso es una herramienta fundamental para la estructuración de negocios, especialmente los participativos, ya que permite potencializar casi todos los negocios al poder transferir una importante diversidad de fuentes de ingresos, tales como:

- Créditos (facturas de pago, créditos diversos, derechos de cobro)
- Activos financieros (préstamos bancarios, hipotecas, otros títulos valores)
- Bienes de Uso
- Inmuebles
- Ingresos tributarios, cánones, alícuotas
- Contratos de pago futuro en cuotas (compraventa de inmuebles y otras actividades diversas, industria, agro, energía, educación, etc)
- Derechos económicos y federativos relacionados con la actividad deportiva (cánones, regalías, premios o derechos derivados de contratos de patrocinio, licencias y esponsorio deportivo).

Ello permite que la figura sea adoptada para estructurar una variedad de proyectos, con naturalezas diversas y complejidades específicas, las que deben ser receptadas en el BP de cada negocio.

En lo que respecta a la legislación argentina, la misma establece además del fideicomiso testamentario, tres categorías de fideicomiso: financiero (FF), no financiero (FNF) y de garantía (FG) donde, si bien la esencia de la figura en relación con los aspectos jurídicos que la hacen única prevalece la mayor seguridad, se presentan algunas diferencias en relación con los objetivos y obligaciones de las partes del contrato.

En el caso del FF, que puede o no tener oferta pública (OP), es una excelente alternativa de financiamiento para las empresas y una interesante opción de inversión en el mercado de capitales, donde se participa a través de un procedimiento denominado “titulización de activos” o “securitización”, que permite la emisión de títulos valores. Este es un mecanismo financiero por el cual se pueden convertir activos ilíquidos en activos líquidos a través de la emisión de títulos valores, que son valores negociables fiduciarios. Por lo tanto, se logra la gran ventaja de poder financiarse hoy con activos que son de ejecución futura, pagando una tasa por ese beneficio (Pertierra Cánepa F. M., 2016).

El FF se encuentra expresado en el artículo 1690 del CCyCN:

*“el contrato de fideicomiso ..., en el cual el fiduciario es una entidad financiera o una sociedad especialmente autorizada por el organismo de contralor de los mercados de valores para actuar como fiduciario financiero, y beneficiarios son los titulares de los títulos valores garantizados con los bienes transmitidos.”*

Además de estar regido por la Ley 26.994 del CCyCN existen otras normas que regulan al FF, en particular la Ley 26.831 del Mercado de Capitales y la Ley 21.526 de Entidades Financieras, a través de organismos específicos de control:

- La CNV. En su Texto Ordenado (TO) del 2013 establece el funcionamiento de los FF con OP, ampliando las disposiciones del CCyCN y exigiendo al fiduciario el cumplimiento de los regímenes informativos del organismo.
- El Banco Central de la República Argentina (BCRA). Como ente rector de entidades financieras incide en los FF a través de sus textos ordenados y comunicaciones de cumplimiento regulatorio<sup>3</sup>.

Cabe destacar que para ser fiduciario de un FNF solo se requiere tener la confianza de un fiduciante que transfiera la propiedad de bienes o servicios con un encargo determinado. Pero en el caso de los FF, solo podrán actuar como fiduciarios aquellas personas jurídicas

---

<sup>3</sup> El Banco Central emite comunicaciones de tipo A de carácter regulatorio y cumplimiento obligatorio para los bancos comerciales. Las entidades financieras que no cumplan dichas disposiciones serán sancionadas con consecuencias significativas sobre su actividad.

de objeto específico fiduciario autorizados por la Comisión Nacional de Valores (CNV) y también, las entidades financieras supervisadas por el Banco Central (BCRA) que, por serlo, pueden ejercer como fiduciarios financieros. Por esto mismo es que los fiduciarios financieros deben cumplir con los regímenes informativos de los organismos de control, los cuales requieren recursos significativos en áreas de cumplimiento regulatorio. Esto crea una asimetría de poder entre organizaciones con estructuras diferenciales, donde se establece una competencia entre las sociedades anónimas especializadas en objeto fiduciarios contra las grandes entidades financieras, para las cuales, la actividad fiduciaria es un negocio más dentro de un portfolio de servicios. En ese sentido estas sociedades anónimas de objeto específico que quieran ser habilitadas como fiduciarios financieros por la CNV deberán cumplir los requisitos, al igual que los bancos:

- Inscribir en IGJ todos los fideicomisos de su propiedad, mantener libros, actas y estados financieros, diseñar manuales de procedimientos
- Cumplir con todas las disposiciones legales y regulatorias de inscripción en la CNV y su proceso de aprobación
- Determinar qué Infraestructura y recursos necesita para llevar a cabo las actividades (sea propia o tercerizada)
- Cumplimentar la regulación, respecto de Prevención de Lavado y Financiamiento del Terrorismo y Proliferación de Armas de Destrucción Masivas exigidos por la Unidad de Información Financiera (UIF).
- Poseer esquemas de auditoría interna y externa, para la verificación del cumplimiento regulatorios de todos los FF.

Además, para las SA inscriptas como fiduciarios financieros, es importante:

- contar con respaldo técnico y profesional de instituciones especializadas en el instituto del fideicomiso, como puede ser la Asociación Argentina de Fideicomisos y Fondos de Inversión Directa (AAFyFID), y,
- cumplir con normas de calidad ISO para garantizar la calidad, seguridad, eficiencia y compatibilidad de productos, servicios y sistemas a nivel mundial.

Dado lo anterior, es conveniente ahora mencionar que existen otros agentes que intervienen en el funcionamiento de los FF exigidos o no por el ente de control, tales como:

- Agentes de liquidación y compensación: Son las encargadas de actuar como intermediarios entre los mercados y los clientes, registrando e informando todas las operaciones que se realicen.
- Agentes de colocación y distribución (underwriter): Se encargan de ofrecer/vender los títulos en el mercado a través de distintas modalidades; venta en firme (full underwriting); venta a comisión (best effort); todo o nada (all or none).
- Agentes de depósito colectivo: Son los responsables de custodiar los títulos valores y tener un registro de todas las personas jurídicas y humanas que poseen títulos.
- Agentes de calificación de riesgos: Se encargan de brindar una opinión independiente sobre la calidad crediticia de los activos financieros que forman parte de un producto financiero. Este ranking es tomado por el público como parte fundamental del proceso de inversión.
- Organizador: Es la persona humana o jurídica que se designa para unir y coordinar la actividad de los participantes del proceso, relacionarse y otorgar información a las autoridades y los mercados.
- Agente de cobro y administración: Es quien se encarga de realizar un seguimiento de la cartera de créditos y accionar frente a retrasos en los pagos de los créditos.
- Agente de recaudación: Son los centros de pago habilitados, donde los deudores de los créditos realizan habitualmente las cancelaciones de sus deudas.
- Agente de control y revisión: Es un profesional encargado de analizar mensualmente los niveles de mora, cobros y situación general de los activos subyacentes del fideicomiso. Si bien su inclusión no es obligatoria se realiza por buenas prácticas y para dar un grado de seguridad a los inversores. Su objetivo principal es verificar el cumplimiento del fiduciario sobre lo dispuesto en el contrato del fideicomiso y alertar, tanto a los inversores como a la CNV ante posibles desvíos en el comportamiento de la cartera cedida al fideicomiso.
- Asesores legales y financieros: Toda transacción/operación en mercados regulados y transparentes debe contar con la participación de profesionales idóneos en la materia, quienes deben revisar la factibilidad del plan financiero como así también que las transacciones se encuentren en línea con los marcos normativos.

- Otros asesores y gestores.

Yendo a la documentación ofrecida al inversor, es necesario referirnos al denominado “prospecto de emisión” que es el documento público exigido por el órgano de control, que detalla el funcionamiento del FF y brinda información sobre las condiciones de repago de los títulos emitidos, los riesgos asociados a los activos subyacentes y todos aquellos elementos relevantes que el público inversor y las autoridades requieran para tener un conocimiento fehaciente del mismo. Asimismo, contiene la transcripción del contrato del fideicomiso<sup>4</sup>. Respecto a los títulos que emite el fiduciario y que reflejan el valor de los activos subyacentes contenidos en la fiducia, son los denominados valores representativos de deuda (VRD) y/o certificados de participación (CP), que pueden ser diseñados conjunta o indistintamente, y en una o más series.

Los VRD son instrumentos de deuda subordinada, que actúan similar a un activo de renta fija, donde las condiciones de pago (interés y amortización) se encuentran detalladas en el prospecto de emisión. Mientras que los CP son instrumentos de deuda subordinada, que actúan de forma similar a un activo de renta variable, donde su repago dependerá del remanente del fondo una vez cancelada la totalidad de las obligaciones del fideicomiso.

### **El Business Plan como columna vertebral del proyecto estructurado para el fideicomiso.**

Debe tenerse en cuenta que el fideicomiso no es un fin en sí mismo, sino que es un vehículo jurídico flexible que posibilita la estructuración de un negocio subyacente estudiado minuciosamente bajo el diseño de un BP, que le otorga mayores garantías y seguridad jurídica. El BP es una herramienta metodológica fundamental que busca brindar información a los partícipes del proyecto o posibles participantes, sean inversores institucionales o pequeños inversores, sobre las fortalezas y debilidades del negocio, el mercado, los riesgos y su futura performance, maximizando las probabilidades de éxito al llevarlo a la práctica (Pertierra Cánepa F. M., 2014).

Una vez realizado el BP, y posteriormente, se procede al trabajo de análisis y diseño para la integración del negocio bajo la redacción de un contrato que especifique todas las obligaciones, derechos y competencias de los partícipes, pero consustanciados con el espíritu y sentido del negocio que se proyecta realizar. Es decir, que la conformación del

---

<sup>4</sup> Todos los requisitos para el armado y publicación del prospecto de emisión se encuentran establecidos en el TO CNV 2013.

contrato de fideicomiso y la elección del fideicomiso como instrumento adecuado dependen previamente del diseño de un BP que admita la conveniencia del fideicomiso y no de otro instrumento (Pertierra Cánepa F. M., 2012). Todo negocio abocado al sector real productivo requiere la confección de un BP para su planificación estratégica y, siendo estructurado bajo la figura del fideicomiso debe ser considerado un Fondo de Inversión Directa (FID). Francisco Pertierra Cánepa describe a los FID como proyectos y emprendimientos productivos nuevos que deben cumplir cinco condiciones fundamentales:

- 1) Acotarse a un plazo de cumplimiento del proyecto.
- 2) Necesitar de un gerenciamiento profesional soportado con antecedentes y experiencia que demuestren idoneidad.
- 3) No tener historia previa ya que son proyectos nuevos.
- 4) Ser sustentados por un contrato de fideicomiso.
- 5) Tener objetivos específicos a cumplir analizados con toda claridad de un BP, previamente estudiado, discutido y compartido por todos.

El rol del entrepreneur (Pertierra Cánepa F. M., 2024.) es clave para la constitución de un FID, reuniéndose voluntades materiales y técnicas en forma sinérgica para la realización de proyectos abocados a la economía real, siendo los más frecuentes en Argentina las actividades inmobiliarias, la construcción y el desarrollo de la agricultura. Sin embargo, su utilización no se acota únicamente en aquellas, siendo su flexibilidad y adaptación características esenciales que permiten diseñar un FID para cualquier actividad de naturaleza productiva, poniendo el foco en el negocio.

Entonces, la complementariedad y sinergia lograda entre el FID, el BP y la estructuración del proyecto bajo contratos de fideicomisos ofrece importantes ventajas al fiduciante frente a otras alternativas, no solo por las relativas a la conformación de un patrimonio separado del patrimonio de este y del fiduciario, sino también porque confía en la diligencia del buen hombre de negocios del fiduciario, descansando en su idoneidad como elemento fundamental para cumplir lo dispuesto en el contrato. Sin embargo, si el negocio productivo no es atractivo en términos de oportunidad y retornos, no es sostenible, o la cartera de activos financieros no tiene buena performance, o los adjudicatarios de los créditos no tienen antecedentes sólidos, no hay manera que utilizando la figura del fideicomiso podamos convertirlos en negocios desafiantes, rentables y eficientes (Pertierra Cánepa F. M., 2018).

Una vez revisadas las características principales del fideicomiso, sus ventajas jurídicas y flexibilidad para adaptarse a los negocios a través del diseño de un BP riguroso y su inseparabilidad del concepto de FID, debe ahondarse en aquellas problemáticas que podrían llevar al fracaso de un proyecto canalizado a través de la figura. El objetivo es identificar esos problemas y buscar posibles soluciones que permitan la sostenibilidad de los proyectos productivos canalizados a través del fideicomiso. A pesar de todas las bondades expuestas de la figura no se encuentra exenta la existencia de costos diversos que puedan afectar el éxito del negocio que promueven. En consecuencia, Francisco Pertierra Cánepa introdujo el novedoso estudio sobre la existencia también de Costos de Agencia (CA) y los Costos Ocultos (CO) en los fideicomisos, los cuales no afectan únicamente a las empresas tradicionales, ya que, que inciden de forma negativa en la calidad de la gestión del fiduciario y la performance del negocio. Así, el autor desarrolló ambos conceptos y los relacionó directamente con los negocios encapsulados en fideicomisos, definiendo como CA a *“aquellos que surgen por la dispar alineación entre los intereses de los propietarios en su rol de accionistas y los del management en su rol de ejecutivos-administradores”*. También define a los CO como *“aquellos costos no previstos que pueden surgir como consecuencia de la falta de idoneidad de los participantes, de la urgencia y la escasa o nula planificación profesional de los proyectos, pero también como producto del desconocimiento práctico de las actividades y problemas que implican la ejecución activa de los negocios, o de la imprevisión y el excesivo optimismo respecto a la evolución positiva de cada emprendimiento”*.

A diferencia de las empresas tradicionales, los CA se presentan de forma duplicada en los fideicomisos. Primero por la relación fiduciante-fiduciario y luego por la relación fiduciario-beneficiario. Esto surge porque en esta relación contractual existen dos principales, el fiduciante y el beneficiario y un solo agente, el fiduciario. De esta forma, el fideicomiso presentaría mayores CA que las formas societarias tradicionales producidos por esta diferenciación (Pertierra Cánepa F. M., 2010).

Mientras que los CO se encuentran estrechamente relacionados con los conocimientos y el profesionalismo del fiduciario, de modo tal que dependen fuertemente del accionar de las personas que intervienen en el ejercicio de la actividad fiduciaria y de la coyuntura particular, siendo en la práctica muy difíciles de pronosticar. Dichos costos, tienen lugar cuando existen roles ausentes, imprecisos o mal definidos y/o también ante la falta de conocimiento, expertise o actitud para su ejercicio, discusiones entre los participantes del fideicomiso que generan distanciamiento, desconfianza o demora en la toma de

decisiones, costos de control de la actividad fiduciaria, modificaciones de contratos y adendas y desconocimientos parciales o profundos del negocio subyacente (Pertierra Cánepa F. M., 2010).

En el caso de los FF, tanto los CA, como los CO serían menores que en los fideicomisos ordinarios o no financieros, ya que la estandarización de los contratos, como los mayores requerimientos de información a los órganos de control mitigan fuertemente estos costos. En adición, es más probable que los CA sean más relevantes en las grandes empresas que en las pequeñas, debido a la mayor incidencia de aquellos, por la cantidad y diversidad de accionistas y el tamaño del *staff* de conducción. Por el contrario, los CO serán mayores en las pequeñas organizaciones como consecuencia de la existencia de menores controles, profesionalización y acceso al asesoramiento técnico adecuado (Pertierra Cánepa F. M., 2010).

Esta incidencia de costos afecta directamente la capacidad de gestionar los riesgos en el fideicomiso, poniendo en peligro el patrimonio fideicomitado y al negocio perseguido en sí mismo. Por ejemplo, una dispar alineación de intereses entre el fiduciario y los beneficiarios podría llevar al Management a tomar decisiones mirando únicamente aquellos factores que le otorguen prestigio transitorio en la búsqueda de nuevos clientes. Estas acciones pueden resultar contraproducentes para el patrimonio fideicomitado y, por ende, para los beneficiarios. Por ejemplo, adoptar una política de inversiones transitorias muy arriesgada con el objetivo de generar altos rendimientos de corto plazo podría tener un mal resultado, asumiendo un riesgo mayor al que estarían dispuestos los beneficiarios. Asimismo, el desconocimiento de todas las implicancias de la figura del fideicomiso, materializada a través de los CO, se traduciría en errores en la identificación de sus riesgos relevantes, omitiendo la necesidad de gestionarlos correctamente. Por lo tanto, incurrir en los CA o CO afecta de forma directa a la gestión de los riesgos, vulnerando la estabilidad y sostenibilidad de cualquier proyecto estructurado bajo el contrato de fideicomiso.

Si bien utilizamos coloquialmente la afirmación sobre “los riesgos que enfrenta el fideicomiso”, la expresión correcta debiera reservarse para las personas humanas o jurídicas que son las que conducen el negocio subyacente que da sentido al contrato, pues como bien sabemos, el fideicomiso es solo un patrimonio de afectación que carece de personería jurídica, por lo tanto, no es sujeto de derecho. Por lo que los riesgos son afrontados por agentes que participan en el negocio estructurado a través de la figura, razón por la cual a continuación, identificaremos los riesgos y los sujetos afectados, para

lo cual modelizaremos el tiempo en un fideicomiso al dividirlo en 3 momentos diferenciados:

- Momento 1 (pre-transferencia de la propiedad): es la situación anterior al momento en que el fiduciante transfiere la propiedad de los recursos al fiduciario a través de la fiducia. En esta etapa se identifican los bienes a ser transferidos para formar parte de un fideicomiso a posterioridad. Este momento incluye la valuación inicial de los activos que integrarán el fideicomiso
- Momento 2 (de la transferencia): Es el momento en el cual se materializa el traspaso, donde los bienes son integrados a la fiducia.
- Momento 3 (post-transferencia): Es el momento en el cual el fideicomiso se encuentra en marcha, bajo la propiedad del fiduciario, hasta su liquidación.

Asimismo, se identifican las partes y sujetos dentro de la figura del fideicomiso, que son responsables y sufrirán las consecuencias negativas de los riesgos, debido a la incidencia de CA y CO:

- Fiduciante
- Fiduciario
- Beneficiarios/Fideicomisario

Sobre esta base, se presenta la siguiente matriz de riesgos para cada parte y sujeto del negocio y por cada momento en el proceso de estructuración del fideicomiso:

**Tabla 1. Los riesgos del fideicomiso.**

SUJETO DE NEGOCIO y MOMENTO	FIDUCIANTE/ ORIGINADOR	FIDUCIARIO	BENEFICIARIO
PRE TRANSFERENCIA DE LA PROPIEDAD	RIESGO DE CREDITO RIESGO DE LIQUIDEZ RIESGO DE MERCADO RIES. CONCENTRACIÓN RIESGO ESTRATÉGICO RIESGO REPUTACIONAL RIESGO LEGAL RIESGO OPERATIVO	NINGUNO	NINGUNO
DURANTE EL PROCESO DE TRANSFERENCIA DE LA PROPIEDAD	RIESGO DE MERCADO (por movimientos en la tasa de interés o deterioro de valor de la cosa)	RIESGO REPUTACIONAL RIESGO LEGAL RIESGO OPERATIVO	NINGUNO
POST TRANSFERENCIA DE LA PROPIEDAD	RIESGO REPUTACIONAL	RIESGO REPUTACIONAL RIESGO LEGAL RIESGO OPERATIVO	RIESGO DE CREDITO RIESGO DE LIQUIDEZ RIESGO DE MERCADO RIES. CONCENTRACIÓN RIESGO ESTRATÉGICO

Fuente: Elaboración propia

Debe tenerse en cuenta, que la clasificación realizada no diferencia entre FF y FNF, ya que, el abordaje efectuado se basa en los riesgos inherentes a los negocios estructurados a partir de la figura, independientemente de los mecanismos por los cuales se lleve a cabo. Así, por ejemplo, un FNF cuyo negocio subyacente es la producción y comercialización de productos agropecuarios tendrá los riesgos propios de la actividad, tal como riesgo de mercado (variación del precio de los commodities, desastres meteorológicos, etc.) y estratégico (evaluaciones erróneas, problemas de diseño, no alcanzar los objetivos propuestos en el contrato y el BP, etc.), los cuales afectarán a los beneficiarios/fideicomisario. Mientras que los riesgos operacionales, reputacionales y legales correrán por parte del fiduciario y los dependientes que responden a él. Notar que esta situación de riesgos inherentes a la actividad agropecuaria y fiduciaria no cambian si el fideicomiso es un FF o FNF. El fiduciario, independientemente del tipo de fideicomiso que administre, seguirá manteniendo los riesgos mencionados (operacional, reputacional y legal). Mientras que los beneficiarios seguirán manteniendo los riesgos típicos de la actividad agropecuaria (mercado, estratégico, etc) a los cuales habría que agregar, únicamente, los riesgos crediticios y de liquidez inherentes a la emisión, cobro y pago de los títulos valores emitidos por el fiduciario.

En consecuencia, el trabajo aborda la gestión de los riesgos que deberá llevar a cabo el Management a partir del estudio de los riesgos inherentes a los cuales se encuentra supeditado el negocio subyacente estructurado bajo la figura del fideicomiso. Es decir, que el foco se encuentra en el proyecto o negocio, donde los mecanismos empleados (FF o FNF) no constituyen *per se* un motivo para realizar una distinción entre ellos, a menos que, se demuestre un cambio radical en la estructura de riesgos inherentes, supuesto que no pareciera cumplirse del paso de una figura a la otra.

Tal como se desprende de la tabla que desarrollamos, en el momento 1, de pre-transferencia, es el fiduciante quien, lógicamente sufre todas las consecuencias negativas de los diferentes riesgos que podrían afectar al patrimonio. Esto se debe a que, al no haberse transferido aun los bienes al fideicomiso, los activos subyacentes que son propiedad del fiduciante mantienen todos sus riesgos inherentes. Así, por ejemplo, una cartera crediticia en poder del fiduciante, preseleccionada para integrar la fiducia, será afectada por el riesgo de crédito y concentración, resultado de la calidad de sus deudores. Si fuera un bien material, por ejemplo, un terreno o inmueble, tendrá los riesgos asociados a su cuidado como operativos de mantenimiento o asociados a eventos de siniestros que afecten negativamente su valor. También puede afrontar riesgo de mercado, plasmado en la variación de los valores del metro cuadrado, en caso de que el objeto sea su venta. Puede observarse como el resto de las figuras, tanto el fiduciario como los beneficiarios/fideicomisario no sufren ningún riesgo, debido a que no han entrado en vigor las condiciones contractuales del fideicomiso y el proceso de transferencia de la propiedad en sí, siendo el fiduciante quien deba afrontarlos.

Por otro lado, en el momento 2 que se presenta durante la transferencia del patrimonio, el fiduciante puede ser afectado por el riesgo de variaciones de los precios de los activos subyacentes, al momento de tener que realizarse una valuación cuando sean integrados a la fiducia (FNF) y registrado contablemente, o valuado en el mercado para obtener liquidez (FF), es decir riesgo de mercado. Asimismo, el fiduciario es afectado por los riesgos reputacionales, operativos y legales que pudieran suscitarse por una defectuosa colocación o errores en la integración al fideicomiso, debido a desconocimiento u omisiones de normativas o debilidades en las gestiones realizadas. Notar que estos riesgos mencionados (mercado, para el fiduciante, y operativos, reputacionales y legales, para el fiduciario) no son los afrontados por el fiduciante en el momento 1 de pre-transferencia, sino que son nuevos riesgos que emanan exclusivamente de un proceso de transferencia que involucra nuevas actividades. Hasta aquí, los beneficiarios/fideicomisarios no son

afectados por ningún riesgo, pues no forman parte activa del proceso de transferencia, el cual es exclusivo de las dos partes del contrato: fiduciante y fiduciario.

Mas adelante, en el momento 3 de post transferencia y una vez en marcha el fideicomiso y el negocio asociado, el fiduciante podría sufrir riesgo reputacional en caso de que los bienes fideicomitados tengan vicios o deficiencias no advertidas al fiduciario o a los entes de control, al momento de la integración. Notar aquí, que lo interesante es que, si bien el riesgo impacta negativamente en el momento 3, una vez caída la cartera y advertido el público inversor y los reguladores, su mitigación solo puede realizarse en el momento 1 de pre-transferencia. Es decir, que es indispensable una mirada global sobre los momentos antes, durante y después de la transferencia para poder gestionar correctamente los riesgos en el fideicomiso. El resto de los riesgos que el fiduciante mantenía en el momento 1 son transferidos al fiduciario y a los beneficiarios.

En el caso del fiduciario se mantienen los riesgos operacionales, reputacionales y legales producto de la gestión que deberá realizar de los recursos cedidos al fideicomiso, entendiendo que la administración es parte del saber fiduciario debido a la confianza depositada en él por el o los fiduciantes. De esto se desprende la importancia de realizar un proceso de selección exhaustivo para poder contratar un fiduciario capacitado técnica y operativamente para desarrollar esta tarea y que tenga expertise que lo respalde. Asimismo, es vital la idoneidad de los agentes de control que acompañan preventivamente la marcha del negocio.

Finalmente, los beneficiarios y el fideicomisario son los que sufrirán las consecuencias de la materialización de los riesgos financieros y no financieros que afectan al patrimonio fideicomitado. Esto es, debido a que ellos son quienes percibirán los frutos y los rendimientos de esos bienes transferidos a la fiducia, mientras que el fiduciario no pone en juego su patrimonio personal frente a las pérdidas que puedan ocasionarse sobre el fideicomiso, salvo negligencia o dolo. Entonces, si se materializan riesgos financieros o estratégicos, quienes serán perjudicados serán los propios beneficiarios al recibir un patrimonio cada vez menor. Además, en su condición de partícipes del fideicomiso deben prestar especial atención y seguimiento para colaborar en dar alertas en caso de ser necesario, sin que estos avisos se transformen en solicitudes frecuentes al fiduciario, vacías de razón y que dificulten su accionar como propietario del patrimonio y responsable final. De ser el caso, las buenas acciones de los beneficiarios al supervisar la marcha del fideicomiso podrían generar costos innecesarios que serán cargados

finalmente el patrimonio fideicomisito, afectándolos de forma negativa, contrario a la intención original.

De los tres momentos citados precedentemente, el más relevante en la figura del fideicomiso es el de “post transferencia” o momento 3, configurando al fideicomiso en marcha y la evolución del negocio, ya que depende de la calidad y habilidad del Management para la gestión. Quien debe gestionar los riesgos es el fiduciario, ya que en él descansa la diligencia del buen hombre de negocios siendo el nuevo propietario. Si bien puede delegar actividades que escapen a su saber particular en técnicos auxiliares, la responsabilidad última es suya. Con excepción del riesgo reputacional del fiduciante, que debe ser gestionado por aquel, el resto de los riesgos son potestad del fiduciario o dependen directamente de su administración. Por ejemplo, el riesgo estratégico que enfrenta el beneficiario como consecuencia de no haberse alcanzado el objetivo principal del contrato del fideicomiso puede deberse a una administración ineficiente por parte del fiduciario o de sus dependientes contratados. No tomar las medidas necesarias para mitigar estos CA y CO puede ser fatal para el proyecto, afectando no solo a los inversores directos (beneficiarios y fideicomisario), sino a toda la comunidad debido a la pérdida de empleos resultantes del fracaso. Por todo lo expuesto, y poniendo el foco en el momento 3, una vez en marcha el fideicomiso, es esencial la actuación del fiduciario y sus colaboradores, y siempre es muy importante contar con la colaboración del fiduciante, para gestionar correctamente los riesgos y evitar pérdidas en el patrimonio fideicomitado que afecten al beneficiario.

### **La insuficiencia de los controles ex post y la necesidad de una gestión de riesgo continúa.**

Si bien en el campo de la administración fiduciaria existen controles, ya sea impuestos por organismos de control como es el caso de los FF, como por la adopción de buenas prácticas, todos si bien necesarios, revisten algunas deficiencias que, más temprano que tarde, pueden atentar contra la gestión de riesgos como un proceso integral y preventivo. En ese sentido los inversores, sesgadamente, confían en que, si el fideicomiso objetivo es supervisado por algunas de las alternativas impuestas por los organismos de control o sugeridas por buenas prácticas, será motivo suficiente para lograr una correcta gestión de riesgos. Sin embargo, esto no siempre es así en la realidad y justamente, por esa falsa sensación de confianza, es que muchos negocios encausados bajo la figura del fideicomiso presentan problemas y no logran tener el éxito buscado. Por ejemplo, el caso

paradigmático de un marco regulatorio específico son los FF que pueden contar con la actuación de múltiples asesores profesionales como las Agencias de Calificación de Riesgo (ACR) que, entre sus principales responsabilidades incluyen el análisis del riesgo crediticio de los activos subyacentes que fueron integrados al fideicomiso y en el riesgo de concentración derivado. Debe recordarse que las ACR no realizan auditorías o actividades de aseguramiento sobre procesos, sino que su trabajo se limita al análisis del origen de los activos subyacentes, posibilidad de cobro y probabilidad de default. Entonces, existe una clara deficiencia relacionada con la definición del alcance<sup>5</sup> de la actuación de las agencias, ya que se excluyen de su alcance el relevamiento de procesos fundamentales en la gestión de riesgos de las organizaciones, no siendo parte de su objeto societario. Esta omisión podría generar pérdidas significativas ante la revisión limitada de algunos de los procesos relacionados con la gestión fiduciaria y sus riesgos inherentes, tal como ocurrió en los casos Bonesi S.A., Saturno Hogar, Otero UOLE S.A., Bazar Avenida S.A., que mostraron a viva luz los errores cometidos por las calificadoras de riesgo que fueron incapaces de vislumbrar el verdadero riesgo que tenían los activos subyacentes integrados a los FF (Pertierra Cánepa F. M., 2014). Esto culminó con pérdidas significativas para los inversores y la consecuente desconfianza hacia la figura. Otra actuación muy relevante en los FF con OP de valores negociables es la del Agente de Revisión y Control (ARC), quien es un tercero designado por el contrato para ejercer la función de verificar que se esté cumpliendo razonablemente con lo dispuesto en el contrato del fideicomiso, siendo así un soporte del fiduciario para brindar una información transparente e íntegra a reguladores y público inversor procurando transparencia y resguardo de los derechos de los inversores. Entre sus tareas debe: supervisar los niveles de mora de la cartera; verificar el pago de los valores fiduciarios respecto de los estipulados en el prospecto; y elaborar informes periódicos para el público inversor. Sin embargo, aunque el alcance de las tareas del ARC se relaciona con el cumplimiento de lo estipulado en el contrato y velar por los intereses de los beneficiarios e inversores, no realiza una gestión efectiva del riesgo, ya que su trabajo es detectar las deficiencias materializadas, es decir, una vez que los puntos de prevención ya han sido vulnerados y

---

<sup>5</sup> Se refiere al “alcance” como el límite o extensión del trabajo que el auditor o analista llevará a cabo, abarcando los aspectos que serán auditados/analizados, en qué profundidad, durante qué período, y con qué procedimientos o técnicas. El alcance responde a preguntas como ¿Qué se va a auditar/analizar?, ¿Cuál es el período bajo revisión?, ¿Qué tipo de auditoría/análisis se va a realizar?, ¿Qué procedimientos se utilizarán?

donde muchas veces ya no pueden ser remediados. Es por esto por lo que, si bien la actuación del ARC es necesaria para brindar mayor grado de seguridad a los beneficiarios y a los inversores sobre la actuación del fiduciario, estando dentro de su alcance la verificación de controles, no resulta una condición suficiente, debido a su falta de oportunidad<sup>6</sup>, para gestionar correctamente el riesgo del fideicomiso. Esta falta de oportunidad en el seguimiento y monitoreo de los riesgos es el motivo por el cual actuar sobre lo sucedido no tiene el mismo efecto que haber actuado previamente, donde los efectos de una mitigación efectiva sí son más evidentes.

Una de las características esenciales que caracteriza a un sistema de control interno eficiente es la implementación de controles oportunos que permitan advertir anticipadamente riesgos y actuar de forma temprana en su mitigación. Por ejemplo, algunas organizaciones con un tamaño significativo suelen distinguir entre indicadores estructurales y operativos. Los primeros se vinculan con la capacidad institucional para prevenir, resistir o adaptarse a riesgos en el mediano y largo plazo, evaluando la robustez del sistema de gestión de riesgos en sí mismo. Tienen un carácter más estático o de lenta variación, donde se refleja la estructura organizacional, el diseño de procesos, la gobernanza y la cultura de riesgo, reflejados en el apetito de riesgo de la entidad. Además, son claves para evaluaciones estratégicas o diagnósticos institucionales, como por ejemplo la reserva de capital económico que las firmas deben reservar por pérdidas inesperadas. Por otra parte, los indicadores operativos son considerados alertas tempranas, ya que son métricas que permiten monitorear en tiempo real o con alta frecuencia la exposición a riesgos derivados de las operaciones diarias. Se enfocan en la identificación temprana de desviaciones o eventos de riesgo y permiten accionar mecanismos de respuesta inmediata. Son útiles para la gestión táctica de los riesgos.

Entonces, si bien los indicadores estructurales son clave para evaluar la gestión de riesgo de las organizaciones, son los indicadores operativos los que revisten el concepto de oportunidad. El detectar inmediatamente desvíos o potenciales aumentos significativos del riesgo permiten actuar rápidamente, subsanando esos indicadores operativos vulnerados y evitar que, en el mediano plazo, se vulneren los indicadores estructurales que pongan en riesgo todo el negocio. El ARC actúa una vez identificados esos desvíos y no puede incidir en la gestión del riesgo, sino dar aviso a los beneficiarios/inversores y a

---

<sup>6</sup> Se define al concepto de “oportunidad” como el criterio que evalúa si un control, una acción o una decisión se implementa en el momento adecuado para ser eficaz en la prevención, detección o corrección de eventos que puedan afectar el logro de los objetivos.

la CNV, por lo que sus controles no son condición suficiente para mitigar de forma íntegra los riesgos del fideicomiso.

Consecuentemente, los fiduciarios pueden contar con su propia unidad de auditoría interna (UAI), capaz de relevar los procesos efectuados en las tareas de administración del fideicomiso y evaluar la efectividad del sistema de control interno. Pero la creación de una UAI deberá contemplar un estudio de razonabilidad de costos, teniendo en cuenta que los mismos deberán ser cargados en los honorarios percibidos por el fiduciario como forma de soportar la nueva estructura. Si bien algunos fiduciarios como las entidades financieras poseen una UAI por requerimiento del BCRA, esto no es extensivo al resto de los fiduciarios (incluyendo a las sociedades fiduciarias inscriptas en el registro de la CNV) que no se encuentran comprendidos en la ley de entidades financieras. En su lugar la creación de estas estructuras son recomendaciones de buenas prácticas, pero siempre acotadas al estudio particular de costos y beneficios, con foco en el negocio.

La propuesta de contar con una UAI es muy alentadora, ya que su alcance contempla relevar los procesos inherentes al fideicomiso en su totalidad. Sin embargo, debe entenderse que su actuación se limita a un alcance definido por objeto y tiempo. Es decir, que la revisión de la documentación u otras fuentes de información se realiza ex post a los sucesos, verificándose “baches” temporales, a veces significativos, perdiendo el concepto de oportunidad en el negocio y tropezando con los mismos problemas que el ARC.

Por todo lo expuesto, contar con la existencia del ARevisiónyC, de las ACalificR y de la propia UAI, asumiendo siempre que sean idóneas y activas, si bien son fundamentales, podrían implicar una incompleta percepción de seguridad que puede terminar afectando al negocio de manera integral, ya que ninguna de las unidades mencionadas gestiona los riesgos que afectan la marcha del fideicomiso. Entonces, surge la necesidad de que, tanto el fiduciario como el fiduciante, establezcan un marco de acción, que incluya el diseño de políticas, procedimientos y planes de contingencia necesarios en el seguimiento y monitoreo de riesgos, de forma continua y oportuna. Este sistema de controles involucra no solo a las áreas de negocios y auditoría, sino que se requiere la intervención de unidades especializadas en la gestión de riesgo y el cumplimiento regulatorio. Cualquier proyecto que sea estructurado bajo la figura del fideicomiso, pero que no contenga un área especializada en mitigar de forma oportuna los riesgos que pudieran suscitarse y mantener un sistema de monitoreo continuo, tendrá mayores probabilidades de generar turbulencias. Poseer únicamente unidades de negocios y unidades de control que actúan

ex post es como tener una empresa de inversiones con, únicamente, un *front office* (operadores) y un *back office* que registre las operaciones, sin tener un *middle office* con una mirada global, en tiempo real de la posición financiera y que guíe el accionar de los operadores, dentro de los límites de riesgo establecidos por la entidad. Básicamente, un fiduciario o un fiduciante que no tenga especialistas en la gestión integral del riesgo inherente a la actividad fiduciaria, es como un barco que navega sin brújula por el medio del océano esperando no golpearse con un iceberg cuando el mar se encuentra agitado. Finalmente, debería ser el *Management*, a través de su idoneidad, quien deberá establecer las bases apropiadas para que la gestión de riesgos de los fideicomisos sea ejercida por profesionales expertos en la materia. Estas actividades se deberán concentrar en supervisar y monitorear los riesgos de forma oportuna, actuando en su mitigación a través de técnicas eficientes y con el menor costo, tanto para fiduciarios, fiduciantes y beneficiarios.

### **El Management del riesgo: impacto y mitigación**

Hasta aquí se han identificado cuales son los riesgos más relevantes en la actividad fiduciaria que afectan a las partes y los sujetos intervinientes del negocio a través de la incidencia de los CA y CO que, de ser estudiados y evaluados, podrían ser evitados o minimizados. Asimismo, se determinó que es el fiduciario, quien con su expertise y responsabilidad deberá administrar adecuadamente los riesgos más relevantes del fideicomiso, independientemente de la existencia de auditorías internas, agentes de revisión y control y calificadoras de riesgo, cuya actuación suele ser ex post en la gestión de los riesgos. Sin embargo, también el fiduciante deberá responsabilizarse de los riesgos que son de su competencia, ya que como se ha demostrado, el fideicomiso al ser un instrumento jurídico flexible y complejo puede segmentar el análisis de estos en tres momentos afectando a las partes y sujetos de negocio de diferente manera. Asimismo, se ha puesto el foco en el denominado momento tres de “post-transferencia”, cuando el fideicomiso ya se encuentra en marcha. Aquí, la gestión de riesgo íntegra y adecuada dependerá esencialmente de la idoneidad del fiduciario, ya que, en su condición de propietario, es quien deberá administrar y gestionar los riesgos involucrados en cada fideicomiso. En ese sentido, el modelo de las Tres Líneas desarrollado por el Instituto de

Audidores Internos<sup>7</sup>, que toma elementos del marco COSO<sup>8</sup> resulta esencial para gestionar adecuadamente los riesgos que afecten a la figura. Este modelo se basa en 6 principios:

1) **Gobernanza:** La organización requiere contar con estructuras apropiadas que permitan brindar integridad y transparencia a las partes interesadas<sup>9</sup> por parte del directorio, alcanzar los objetivos basadas en decisiones de riesgo y contar con auditorías independientes que fomenten las mejoras de controles y la comunicación.

Los sistemas de gobernanza en su forma amplia incluyen tanto aspectos relacionados con la transparencia, rendición de cuentas, la participación de las partes interesadas, integridad, eficiencia y equidad, como el conjunto de procesos, estructuras y la cultura de como se ejerce el poder dentro de la organización. En ese sentido, el fiduciario deberá velar por mantener un sistema de gobernanza acorde a la magnitud y significatividad de los fideicomisos que administra, al tiempo de reforzar esencialmente la rendición de cuentas (deber taxativo del fiduciario expresado por ley) y la transparencia, para con los beneficiarios y fiduciantes. Esto se sustenta en la debida diligencia del buen hombre de negocios que emana de la propia base jurídica, siendo atributo principal la reputación del fiduciario sobre la confianza que le ha conferido el fiduciante al momento de transferirle la propiedad de los bienes. Por lo tanto, el fiduciario deberá adecuar sus recursos a un sistema de reporting oportuno que brinde toda la información relevante de la marcha del fideicomiso a las partes interesadas, fundamentalmente los beneficiarios, fiduciantes y organismos de control.

2) **Rol del Directorio:** Debe definir la Visión y la Estrategia pero también, asegurar estructuras adecuadas para aplicar gobernanza, alinear los objetivos de la organización con las partes interesadas, delegar responsabilidades y recursos al management para alcanzar los objetivos respetando las normas éticas y asegurar la transparencia con auditorías independientes.

La estructura organizativa del fiduciario deberá contar con un Directorio compuesto por profesionales idóneos en las ciencias de la administración para ser oportunos en la toma

---

<sup>7</sup> El Institute of Internal Auditors (IIA) es una organización profesional global dedicada a la promoción y desarrollo de la auditoría interna, la gestión de riesgos, el control interno y la gobernanza organizacional.

<sup>8</sup> El marco COSO (Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission) es un modelo de referencia ampliamente utilizado para la gestión de riesgos, el control interno y la prevención del fraude en las organizaciones.

<sup>9</sup> Los “stakeholders” o “partes interesadas” en una organización son todas aquellas personas, grupos o entidades que tienen un interés en sus actividades, desempeño y resultados. Pueden influir en la organización o verse afectados por ella, ya sea directa o indirectamente. Pueden ser: accionistas, directivos, gerentes, empleados, sindicatos, clientes, proveedores, inversores, gobiernos y reguladores, competidores, etc.

de decisiones y en la evaluación de los riesgos clave. Cabe destacar, que el rol del Directorio es fundamental, pues además de definir el rumbo de la organización también escoge a los cargos claves del Management.

3) Rol del Management: Debe alcanzar los objetivos organizacionales estableciendo la primera y segunda línea, donde una aplica controles relacionados con la provisión de bienes o servicios en relación directa con el negocio y la otra asiste en la gestión de riesgos, respectivamente.

El rol del Management fiduciario es clave, ya que su actividad central es la administración del patrimonio fideicomitido, buscando cumplir con los objetivos dispuestos en el contrato de fideicomiso. Sin embargo, no se pretende únicamente la eficacia en un management idóneo, sino también altos estándares de eficiencia en la asignación de los recursos. Además, aquí es donde la Alta Gerencia debe asignar al área responsable de gestionar los riesgos del fideicomiso, como su supervisión y monitoreo continuo. Entonces, el Management es el rol más significativo ya que conduce y coordina todas las actividades del fiduciario como propietario temporal de los bienes cedidos al fideicomiso, realizando todas las acciones necesarias para alcanzar los objetivos prefijados en el BP o Plan de Negocios, y en defensa de los beneficiarios actuando con debida diligencia en todo momento y teniendo en cuenta los riesgos significativos que pudieran afectar al patrimonio.

4) Tercera línea: El rol de la auditoría interna independiente, basado en evaluar la efectividad del sistema de control interno de la organización.

La auditoría interna debe realizar sus trabajos de consultoría y aseguramiento, evaluando el sistema de control interno del fiduciario. La UAI deberá reportar lo analizado en sus informes al Directorio a través de los comités que se conformen con el objeto de que la dirección pueda tener conocimiento de que el Management se encuentra trabajando acorde a la debida diligencia y lo dispuesto en los contratos de los fideicomisos. En ese sentido, los trabajos efectuados deberán tener un enfoque de riesgo, evaluando si los controles establecidos por las áreas de negocios y administración son razonables en relación con la magnitud de los riesgos gestionados en los fideicomisos administrados.

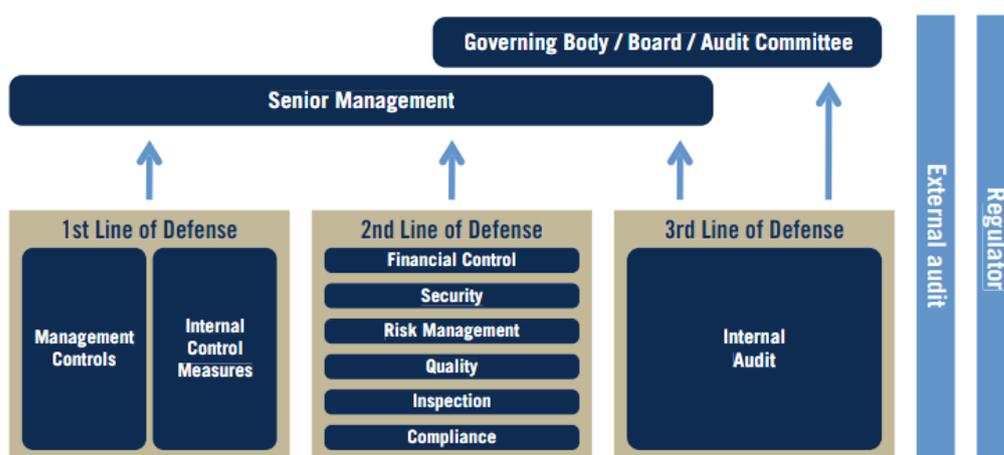
5) Necesidad de independencia de la auditoría del management.

Los fiduciarios deben contar con auditorías independientes del Management, para poder llevar a cabo los trabajos de consultoría y aseguramiento de forma adecuada, agregando valor a la organización y permitiendo un control del Directorio.

6) Creación y protección de valor: Todas las líneas, juntamente con el Directorio y la Alta Gerencia deben trabajar y contribuir a la organización, priorizando el interés de las partes interesadas.

Tanto las líneas de negocios, administrativas, de gestión de riesgos y cumplimiento regulatorio, como la auditoría, deberán trabajar conjuntamente sobre la base de la debida diligencia en el cumplimiento de los objetivos fijados en los contratos del fideicomiso. Primordialmente satisfaciendo las pretensiones de los fiduciantes que han depositado la confianza en el fiduciario y de los beneficiarios, principales ganadores o perdedores del resultado de la gestión fiduciaria. Además, todas las acciones y actividades realizadas por el fiduciario en cualquiera de sus niveles deberán estar acorde a la ley del CCyCN, al contrato y a lo dispuesto por los organismos de control, según corresponda.

### Esquema 1. El Modelo de las Tres Líneas.



Fuente: Instituto de Auditores Internos. The Three Lines of Defense in Effective Risk Management and Control. Enero 2013.

El modelo de las Tres Líneas establece una clara separación de funciones entre las diversas unidades de la organización, con el objetivo de delimitar las tareas y no superponer actividades o controles. La primera línea está compuesta por las unidades de negocios y de apoyo, quienes deben encargarse de administrar los riesgos estableciendo controles efectivos. Estos controles son importantes, ya que son los primeros que se realizan sobre las actividades efectuadas, actuando como un primer filtro para mitigar riesgos. La segunda línea se integra con profesionales especialistas en la gestión de riesgos y cumplimiento regulatorio, teniendo una visión más general de la organización

y estableciendo controles a nivel de reportería y supervisión. Asimismo, asisten a las unidades de la primera línea para reforzar sus controles actuando como un segundo filtro frente a la mitigación de riesgos. Tanto las unidades organizativas pertenecientes a la primera, como la segunda línea, dependen del Management. Por último, se encuentra la tercera línea compuesta por las unidades de auditoría interna, cuya característica primordial es la independencia de las unidades de negocios, apoyo y de gestión de riesgos y cumplimiento regulatorio. Su dependencia funcional se encuentra en el Directorio y sus trabajos de aseguramiento se resumen en evaluar la efectividad de los controles efectuados por la primera y segunda línea.

Por lo cual, el fiduciario como único responsable final de cada fideicomiso que administre deberá arbitrar los medios que se encuentren a su alcance para establecer controles efectivos que mitiguen los riesgos inherentes a los fideicomisos. Esto significa crear/reforzar la segunda línea, cuyas actividades se resumen principalmente en temas de gestión de riesgos, cumplimiento regulatorio y gobierno. Este trabajo pone énfasis en la gestión de riesgos, debido a las consecuencias negativas que generan falencias en la administración debido a la incurrancia en CA y CO que dañan el patrimonio fideicomitado. Entonces, el fiduciario deberá valerse de profesionales idóneos en riesgos que asistirán al resto de las unidades del negocio, acompañándolos en la gestión y en el diseño de normas y controles, identificación y medición de riesgos e implementando sistemas de reportería donde se evalúe el riesgo de cada fideicomiso. Cabe destacar que las líneas no se corresponden estrictamente con estructuras en un organigrama, sino en roles establecidos por la dirección que cuenten con diferenciaciones específicas para evitar la superposición de tareas. Por lo tanto, este sistema puede ser adoptado por cualquier fiduciario, independientemente el tamaño de su estructura, la cual, indefectiblemente, debe estar a la altura de los desafíos que el proyecto encausado en el fideicomiso conlleve.

Debe aclararse que no es requerimiento obligatorio que el fiduciario conozca todas las especificidades de los negocios administrados. Sus deberes se relacionan con la responsabilidad como propietario de gestionar la fiducia de forma diligente, pudiendo contratar auxiliares que lo asistan en cuestiones técnicas y propias de la naturaleza del negocio subyacente que estén fuera de su conocimiento, y que le aporten el adecuado expertise que asegure la idoneidad en el rubro determinado. La gestión de riesgos requiere, en todo caso, un abanico de habilidades interdisciplinarias que incluyen desde aspectos de modelización matemática y estadística avanzada, hasta cuestiones legales y

de marketing. Todo ello, sin olvidar que el fiduciario es el responsable último de las acciones realizadas por sus contratados, al ser el propietario temporal de los bienes integrados al fideicomiso.

Por todo lo expuesto, los fiduciarios deberían adoptar las siguientes buenas prácticas:

#### 1. Capacitación en gestión de riesgos y fideicomisos.

Capacitar a los equipos fiduciarios tanto en los temas relacionados con la gestión de riesgos, como en el instituto fideicomiso, sus características jurídicas y adaptabilidad a los negocios. Esto disminuiría significativamente los CO derivados de un escaso o nulo conocimiento de la figura y de los riesgos asociados, asegurando que todo el personal comprenda la importancia de mitigar los riesgos específicos del negocio subyacente.

Sobre este punto cobra relevancia la actuación del fiduciante, ya que se supone que deberá escoger a un fiduciario que revista idoneidad y track record para llevar a cabo el encargo con debida diligencia. Para ello se deberá tener en cuenta la experiencia del fiduciario, evaluar sus antecedentes y equipos de profesionales con los que cuenta, siendo fundamental el respaldo de asociaciones y universidades especializadas en el instituto fideicomiso, que respalden su accionar.

Finalmente, el fiduciario debe tener conocimiento de la obligación de evaluar y/o contratar todos los seguros que sean razonables en relación con el tipo y los objetivos del fideicomiso, más allá del seguro de responsabilidad civil que establece el CCyCN. Por lo que el fiduciario debe disponer, per se o a través del asesoramiento adecuado, de los conocimientos técnicos sobre seguros para poder asesorar al fiduciante sobre la gama existente para cubrir los siniestros a la medida del negocio del fideicomiso objetivo, siempre evaluando la factibilidad y relación de costos y beneficios.

#### 2. Intervención del equipo de riesgos en el diseño del Business Plan.

Francisco Pertierra Cánepa explica que una forma adecuada de mitigar sensiblemente los CA en este aspecto derivado de la relación fiduciante-fiduciario puede lograrse a través de la confección de un *BP*, cuyo diseño esté a cargo de idóneos en la temática que actúen con profesionalismo en las áreas financieras, técnicas, impositivas y ligadas a la práctica real de la ejecución del proyecto, incluyendo todos estos elementos en el contrato del fideicomiso a fin de clarificar los roles, funciones y obligaciones de cada una de las partes.

#### 3) Implementación de una Unidad de Gestión de Riesgos especializada.

El fiduciario deberá contar con profesionales idóneos en la identificación y monitoreo de los riesgos propios y de terceros, que puedan afectar al fideicomiso. Asimismo, deberán asistir técnicamente al resto del personal del cual disponga el fiduciario, en todo lo

relacionado a la identificación, medición y monitoreo de riesgos. Si bien no es necesario que dichos agentes se encuentren separados estructuralmente de aquellos que ejecutan las operatorias habituales del fideicomiso, sí es necesaria una delimitación precisa de las responsabilidades y asignación de roles diferenciados. Esto es, crear una segunda línea, bajo los lineamientos de COSO, que gestione adecuadamente los riesgos inherentes a los fideicomisos. Debe recordarse que no es necesario que este equipo de profesionales dedicados a riesgo pertenezca a la estructura organizativa del fiduciario, ya que, este puede contratar los servicios de aquellos (tercerizando), pero siempre manteniendo la responsabilidad última en su condición de dueño del fideicomiso. Esta unidad debe tener cierto grado de independencia de aquellas que realizan las operaciones (primera línea), pero no total, como el caso de la auditoría (tercera línea). Esto se debe a que deberá intervenir en el negocio, diseñando un marco de gestión de riesgos, que contenga políticas, planes de contingencias y procedimientos detallados, involucrando al resto de las unidades de la organización. Asimismo, deberá trabajar con las demás áreas en el establecimiento de indicadores de riesgo, límites y umbrales que se encuentren acorde al apetito de riesgo del fideicomiso administrado, monitoreando y siguiendo su evolución. Finalmente, deberá actuar sobre el diseño de los controles efectuados en las operatorias de administración de los fideicomisos y vislumbrar mejoras.

#### 4) Contar con herramientas tecnológicas acorde al a complejidad de los riesgos.

En el mundo actual, donde existe una estrecha correlación de riesgos y alta volatilidad se requiere contar con sistemas aplicativos que ayuden y faciliten la gestión del management. Asimismo, es esencial contar con alertas tempranas o incluso en tiempo real, lo que permitiría detectar desvíos y actuar oportunamente sobre ellos, aplicando medidas para su corrección.

#### 5) Fortalecer el sistema de control interno.

Se deberán diseñar políticas y procedimientos claros que establezcan claramente las actividades que deberán realizar cada uno de los agentes que participen de los procesos. Asimismo, deberán contar con controles cruzados (segregación de funciones) y una delimitación de responsabilidades bien definidas. Si bien es la UAI la encargada de evaluar el sistema de control interno, todas las unidades organizativas deben establecer controles efectivos según lo dispuesto en el modelo de las Tres Líneas.

#### 6. Informes y reportería.

La confección de informes periódicos sobre la evolución de los riesgos de los fideicomisos es parte esencial de la gestión de riesgos, ya que posibilita conocer el estado

actual de los patrimonios a las partes interesadas (fiduciario, fiduciante y beneficiarios). Esto fomenta la transparencia, requisito indispensable para el buen fiduciario y la confianza que en él ha depositado el fiduciante. Además, según establece Pertierra Cánepa un sistema de reportería adecuado disminuye sensiblemente los CA entre fiduciario-beneficiario, ya que les permite a los beneficiarios monitorear la actividad del fiduciario a través de la gestión de riesgos que realice sobre el fideicomiso.

### **Conclusiones y futuras líneas de investigación**

Más allá de la existencia en el mercado de una batería de seguros, la gestión adecuada de los riesgos en los fideicomisos representa no solo un desafío técnico para las partes involucradas, sino también una condición indispensable para garantizar la viabilidad y sostenibilidad de los proyectos productivos canalizados a través de esta figura jurídica. Como se ha desarrollado a lo largo de este trabajo, el fideicomiso ofrece ventajas diferenciales en términos de protección patrimonial, flexibilidad contractual, financiamiento y eficiencia en la estructuración de negocios. Sin embargo, sus bondades no lo eximen de enfrentar riesgos significativos que, si no son debidamente gestionados, pueden derivar en el fracaso de los proyectos y en la pérdida de confianza de los inversores y de la comunidad.

En este sentido, resulta central reconocer que los riesgos en los fideicomisos no son homogéneos ni estáticos, sino que evolucionan a lo largo de las distintas etapas del proyecto, pre-transferencia, transferencia y post-transferencia, afectando de manera diferenciada a fiduciantes, fiduciarios y beneficiarios. A ello se suman los CA y los CO, cuya incidencia particular en la estructura fiduciaria demanda un enfoque de gestión de riesgos mucho más riguroso que el aplicado en las sociedades tradicionales.

Asimismo, la investigación pone de manifiesto que los mecanismos de control ex post como la actuación de ARevisionC, ACalificR o la UAI, si bien necesarios, no son suficientes para asegurar la adecuada gestión de los riesgos en tiempo oportuno. El fiduciario debe priorizar tener una mirada amplia e integral sobre todas las cuestiones inherentes al management del fideicomiso y no debe descansar únicamente en los trabajos realizados por las agencias o agentes antes mencionados. Las segundas opiniones son válidas, toda vez que su contratación fuera necesaria, en relación con la complejidad y magnitud de los negocios en los fideicomisos involucrados. Como hemos demostrado, la verdadera mitigación de riesgos requiere de una supervisión continua y preventiva, apoyada en un sólido sistema de control interno y en una cultura organizacional orientada

a la transparencia, la diligencia y la excelencia en la administración, basada en los servicios de una segunda línea de defensa compuesta por profesionales de capacidad demostrada en la prevención y gestión de riesgos.

En este marco, se vuelve imperativo que los fiduciarios incorporen prácticas de gestión de riesgos basadas en modelos de referencia como el modelo de las Tres Líneas, adaptándolos a la magnitud y complejidad de los fideicomisos que administran. Esta adopción no debe entenderse como un mero cumplimiento formal, sino como una convicción profunda de que el éxito de los negocios fiduciarios depende, en gran medida, de la capacidad de identificar tempranamente los riesgos, evaluar su impacto potencial y actuar en consecuencia.

Por otro lado, el rol del fiduciante tampoco debe ser subestimado. Una adecuada selección del fiduciario basada en criterios objetivos de idoneidad, experiencia y respaldo institucional, así como una participación activa y responsable en la estructuración del negocio subyacente mediante un BP sólido y realista, son condiciones esenciales para el éxito de la operatoria.

Finalmente, el análisis desarrollado resalta la importancia estratégica de fomentar en la Argentina la utilización de la figura del fideicomiso con máximo profesionalismo lo que incluye la gestión activa del riesgo, a fin de potenciar su contribución al crecimiento económico, la innovación productiva y la generación de empleo genuino. Sólo a través de una administración fiduciaria moderna, consciente de sus riesgos inherentes y comprometida con su correcta gestión será posible aprovechar plenamente el potencial transformador del fideicomiso como instrumento clave para el desarrollo sostenible.

Si bien el presente trabajo avanza en la identificación y análisis de los riesgos inherentes a los fideicomisos y sus implicancias en la gestión de los negocios, también presentamos futuras líneas de investigación para ser profundizadas:

- Medición cuantitativa de los CA y CO: desarrollar metodologías que permitan cuantificar con precisión el impacto de estos costos en la performance de los fideicomisos, tanto en proyectos grandes como pequeños.
- Estudio comparado de mecanismos de mitigación de riesgos: analizar prácticas exitosas de gestión de riesgos en fideicomisos en otros países, especialmente en América Latina, para extraer lecciones aplicables al contexto argentino.
- Evaluación de la efectividad de las agencias de control: investigar con mayor profundidad los límites, fortalezas y debilidades de los controles realizados por

agentes de revisión, auditorías internas y calificadoras de riesgo, para proponer mejoras regulatorias y operativas.

- Impacto de la cultura organizacional en la gestión fiduciaria: estudiar cómo la cultura interna de las organizaciones fiduciarias incide en la calidad de la administración y gestión de riesgos.
- Aplicación de nuevas tecnologías: explorar el uso de tecnologías emergentes como blockchain e inteligencia artificial para mejorar la transparencia, trazabilidad y control de riesgos en la gestión de fideicomisos.

Estos temas permitirán enriquecer el marco teórico y práctico de la gestión de riesgos en los negocios apalancados por contratos de fideicomisos y contribuirán al fortalecimiento de su utilización como instrumento de desarrollo económico sostenible.

## Bibliografía

- (BCRA), B. C. (s.f.). Obtenido de <https://www.bcra.gob.ar/>
- (CNV), C. N. (s.f.). Obtenido de <https://www.argentina.gob.ar/cnv>
- Asociación Argentina de Fideicomisos y Fondos de Inversión Directa.* (s.f.). Obtenido de AAFyFID: <https://www.aafyfid.com.ar/>
- Audretsch, D. B. (2006). *Entrepreneurship, Innovation and Economic Growth.* Austria: Edward Elgar Publishing.
- Banco Mundial. (2019). *Small and Medium Enterprises (SMEs) Finance: Improving SMEs' Access to Finance and Finding Innovative Solutions to Unlock Sources of Capital.* Banco Mundial.
- Brealey, R., Myers, S., & Allen, F. (2011). *Principles of Corporate Finance.* 10 Edition, McGraw-Hill Irwin.
- Camerini, M. A. (2007). El fideicomiso civil y el fideicomiso financiero. *Revista Jurídica La Ley*, 998.
- Carregal, M. A. (2009). Fideicomiso: Le malade imaginaire. *Revista Jurídica La Ley*, 959-967.
- Cassagne, J. C. (2008). La discrecionalidad administrativa. *Revista Jurídica La Ley*, 1056-1071.
- Comité de Supervisión Bancaria de Basilea.* (s.f.). Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/>
- COSO.* (s.f.). Obtenido de Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission: <https://www.coso.org/>
- De Arespachoga, J. (2000). *El "trust", la fiducia y figuras afines.* Madrid: Marcial Pons.
- Ghosh, A. (2012). *Managing Risks in Commercial and Retail Banking.* Wiley.
- Hausmann, R., & Rodrik, D. (2003). Economic Development as Self-Discovery. *Journal of Development Economics*, 603-633.
- INFOLEG.* (s.f.). Obtenido de Ministerio de Justicia y Derechos Humanos: <http://www.infoleg.gob.ar/>
- Instituto de Auditores Internos de Argentina . (s.f.). Obtenido de IAIA: <https://iaia.org.ar/>
- Lam, J. (2003). *Enterprise Risk Management: from incentives to control.* Wiley.
- Lederman, D., & Maloney, W. (2012). Does What You Export Matter? In Search of Empirical Guidance for Industrial Policies. *World Bank Group.*

- Ledesma, J. (1999). *Pensando la Nueva Economía*. Buenos Aires: EDUCA.
- Martín Santisteban, S. (2005). *El instituto del trust en los sistemas legales continentales y su compatibilidad con los principios del civil law*. Navarra: Aranzaldi.
- Pertierra Cánepa, F. M. (2010). Fideicomiso: Costos de Agencia y Costos Ocultos. *Documentos de Trabajo Universidad del CEMA*, n°428.
- Pertierra Cánepa, F. M. (2012). El Fiduciario es la clave del fideicomiso. *Documentos de Trabajo Universidad del CEMA*, n°502.
- Pertierra Cánepa, F. M. (2014). *Fideicomiso y Negocios. El valor estratégico del fideicomiso para los negocios productivos*. Ciudad Autónoma de Buenos Aires: Alfaomega.
- Pertierra Cánepa, F. M. (2016). Fideicomiso: vehículo óptimo para que las PyMEs y los inversores participen en el moderno mercado de capitales. *Documentos de Trabajo Universidad del CEMA*, n°584.
- Pertierra Cánepa, F. M. (2018). Análisis de Costos de Agencia y Costos Ocultos en Fideicomisos. *Documentos de Trabajo UCEMA n°681*.
- Pertierra Cánepa, F. M. (2024.). Entrepreneurship y business plans: bases para el éxito de los negocios de la economía real. *Documentos de Trabajo Universidad del CEMA*, n°879.
- Pertierra Cánepa, F. M., & Cenoz, R. R. (2023). Social Entrepreneurship, fideicomiso y tercer sector: sinergia para combatir la pobreza. *Documentos de Trabajo Universidad del CEMA*, n°860.
- Pertierra Cánepa, F. M., & Charo Naimo, N. I. (2020). Fideicomiso Público o del Estado. *Documentos de Trabajo Universidad del CEMA*, n°772.
- Pertierra Cánepa, F., & Charo Naimo, N. (2024). La Argentina Federal y Productiva. El Fideicomiso como Instrumento para el Crecimiento y el Desarrollo de la Nación. *Documentos de Trabajo Universidad del CEMA*, n°863.
- Rodriguez Azuero, S. (2005). *Negocios Fiduciarios. Su significación en América Latina*. Colombia: Legis Editores.
- Scocco, M. (2004). Cuando la extrapresupuestariedad y la defensa del federalismo van de la mano. *Revista Jurídica La Ley*, 1417-1425.
- Soler, O. H., & Carrica, E. D. (2000). El fideicomiso y el fraude. *Revista Jurídica La Ley*, 1193-1198.